

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**NOVO MERCADO: OBSTÁCULOS E ATRATIVOS PARA AS
EMPRESAS DO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Franciane Cristina Darós Peixe

Orientador: Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha

São Paulo, julho de 2003.

REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Prof. Dr. Adolpho José Melfi

**DIRETOR DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE**

Prof.a. Dra. Maria Tereza Leme Fleury

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondin de Vasconcellos

COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Isak Kruglianskas

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**NOVO MERCADO: OBSTÁCULOS E ATRATIVOS PARA AS
EMPRESAS DO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Dissertação a ser apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Franciane Cristina Darós Peixe

Orientador: Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha

São Paulo, julho de 2003.

FICHA CATALOGRÁFICA

Peixe, Franciane Cristina Darós

Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa / Franciane Cristina Darós Peixe.

-- São Paulo : FEA/USP, 2003.

89 p.

Dissertação - Mestrado

Bibliografia.

1. Administração financeira 2. Empresas 3. Mercado de capitais

I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP

II. Título.

CDD – 658.15

Aos meus pais,
por acreditarem em mim.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha, pela orientação neste trabalho e por permitir-me acompanhá-lo em classe. O aprendizado advindo desta experiência, observando a maestria com que conduz suas aulas, foi de grande valor.

Ao Prof. Dr. Rubens Famá, membro da banca, pelas preciosas colocações e correções feitas a este trabalho, e também pelas instigantes discussões na disciplina Teoria Avançada de Finanças.

Ao Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, membro da banca, pelas observações feitas a este trabalho e, principalmente, pelo apoio, cuidado e confiança demonstrados, no papel de Coordenador da Área de Finanças, a todos nós, alunos desta área.

Ao Prof. Dr. Carlos Eduardo de Mori Luporini, por acompanhar-me em meu primeiro contato com os alunos, no papel de docente, durante a Monitoria Didática.

A todos os professores do Departamento de Pós-Graduação em Administração cujos cursos tive o prazer de frequentar.

Ao Prof. Dr. Oswaldo Scaico, por lembrar-nos que a arte do ensino é mais do que facilitar o aprendizado em uma disciplina; é educar para a vida.

Ao Prof. Dr. Roberto Sbragia e à turma de Seminário de Elaboração de Estudos e Pesquisas em Administração, pelas correções, sugestões e discussões proporcionadas durante a elaboração do projeto.

A todos os colegas de Pós-Graduação, pelo cafezinho e pela convivência.

Aos funcionários do UPD, da Biblioteca da FEA e da Secretaria de Pós-Graduação em Administração, por toda ajuda e suporte nos momentos em que dúvidas era o que mais tínhamos.

Por último, mas não menos, à minha família que, mesmo longe, estava lá torcendo por mim, e ao meu companheiro Miguel, que em momento algum deixou de estar ao meu lado.

RESUMO

Os conceitos de governança e transparência ganham evidência e surge nas empresas um conflito pela necessidade de levantar capital e, como contrapartida, ceder não só controle, mas participação nas decisões e acesso às informações.

Buscando aumentar a segurança do investidor, a Bovespa passou a oferecer novas alternativas de listagem, inspiradas na experiência alemã com o Neuer Markt. Foram criados o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2.

Na época da realização deste trabalho eram 29 as empresas participantes, sendo duas no Novo Mercado, três no Nível 2 e vinte e quatro no Nível 1.

Com participações bastante reduzidas no Novo Mercado e no Nível 2, o Nível 1 concentrou as participações. No entanto, haveria indícios de que estas empresas tivessem intenções de prosseguir rumo ao Novo Mercado? O que constituiria obstáculos e atrativos neste caminho?

Os resultados foram obtidos a partir de um questionário enviado a todas as empresas participantes do Nível 1, o qual 21 das 24 empresas responderam.

Da análise, surge que quatro dos indicadores são encarados como obstáculos e apenas três como atrativos. Neste primeiro momento, as regras de transparência parecem exercer maior apelo do que as de governança.

ABSTRACT

Governance and disclosure concepts are in vogue. In companies, a conflict arises from the need for money and the necessity of giving up some control, sharing decisions and the disclosure of information.

To improve the investors' security, Bovespa has released alternative listing segments, based on German experience with Neuer Markt. In Brazil, we have Novo Mercado and Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 and 2 (Levels of Governance).

By the time this thesis was being prepared, there were 29 companies listed: two on Novo Mercado, three on Nível 2 and twenty-four on Nível 1.

With low participation in Novo Mercado and Nível 2, Nível 1 has concentrated the companies. Perhaps there are some evidences these companies intent to list on Novo Mercado. Which should be the obstacles and the attractions?

The results were obtained from a questionnaire answered by 21 of the 24 companies at Nível 1.

From the analysis, we found out four of the indicators are considered obstacles and only three are attractions.

At this very moment, it seems that disclosure rules are more appealing than governance rules.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Contextualização do tema	12
1.2	Neuer Markt	13
1.3	Situação problema e objetivos	16
1.4	Pressupostos conceituais e delimitações	17
1.5	Estrutura do trabalho	18
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1	Mercado Financeiro	19
2.2	Governança e Transparência	20
2.2.1	Economia de Custos de Transação	21
2.2.2	Governança	23
2.2.3	Transparência	26
2.2.4	Governança e Transparência no Brasil e Algumas Evidências Internacionais	27
2.3	Diagnóstico do mercado de capitais no Brasil	30
2.3.1	Histórico	30
2.3.2	Legislação e cultura	32
2.3.3	Juros reais elevados	33
2.3.4	Ações preferenciais e a proteção aos acionistas não-controladores (minoritários)	34
2.3.5	Previdência: fundo de repartição x fundo de capitalização	38
2.4	Plano Diretor do Mercado de Capitais	39
2.5	Novo Mercado	40
2.5.1	Antecedentes	40
2.5.2	Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa	42
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	49
3.1	Natureza e método do estudo	49
3.2	Modelo Conceitual	49
3.3	Amostra	51
3.4	Procedimentos de campo	52
3.4.1	Instrumento	53
3.4.2	Estrutura da coleta de dados	57
3.4.3	Pré-teste	58
3.5	Método de análise	63
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	67
4.1	Limitações	83
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	85
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	91
	ANEXOS	98

1 INTRODUÇÃO

“O sistema acionário fez mais do que desenvolver uma norma para a realização de negócios. Dentro dele existe uma força centrípeta que reúne a riqueza em aglomerados de tamanho cada vez maior e, ao mesmo tempo, passa o controle para as mãos de um número cada vez menor de pessoas” (Berle e Means, 1984 [c1932]: 45).

Em 1932, quando Berle e Means escreveram *“The Modern Corporation and Private Property”*, os Estados Unidos presenciavam uma mudança no perfil do investidor: a inserção do assalariado como comprador de ações, e não mais somente os indivíduos de alta renda.

Curiosos são os questionamentos surgidos já naquela época: será que o homem de renda média continuará investindo em ações? Receberá um tratamento que mantenha sua confiança? Ou continuará por apenas sobrar esta alternativa para aplicar suas economias?

Para os autores, a resposta a estas perguntas dependia de dois fatores: (1) necessidade da empresa de levantar novos capitais; (2) desejos e oportunidades do investidor.

Assim, se de tempos em tempos as empresas têm de recorrer aos mercados públicos para levantar capital, a confiança destes públicos deveria ser mantida.

Mas a dinâmica capitalista trouxe mais:

“. . . o sistema capitalista não só coloca diversos ramos de negócios e processos sob o controle de capital único, como empresa complexa única; estabelece, ainda, íntima identidade de vida e interesses comerciais entre empresas, negócios e mercados que se mantêm separados, no que diz respeito à propriedade e gestão” (Hobson, 1983: 114).

Para Berle e Means (1984 [c1932]: 83):

“No sistema acionário, o ‘proprietário’ de riqueza industrial ficou apenas com um símbolo de propriedade, enquanto o poder, a responsabilidade e a substância que foram parte integrante da propriedade no passado estão sendo transferidos para um grupo independente em cujas mãos está o controle”.

Portanto, surgem dois grupos: o proprietário e o controlador. Como suas relações afetam a empresa? Quando o proprietário controlava o fazia de acordo com seus interesses. Já o controlador, para agir de acordo com o interesse do proprietário, basear-se-á no quanto os interesses dos dois grupos coincidem e, quando divergirem, seu comportamento dependerá dos *“entraves ao uso do poder estabelecido por condições políticas, econômicas ou sociais”* (Berle e Means, 1984: 124).

Neste ponto fica claro que os autores referem-se aos custos de agência, embora ainda não com esta terminologia. Com relação à possível oposição entre os dois grupos a percepção é a de uma “... *nova forma de absolutismo, relegando os ‘proprietários’ à posição daqueles que fornecem os meios através dos quais os novos príncipes podem exercer seu poder*” (Berle e Means, 1984 [c1932]: 126).

Os autores discutem também a questão dos contratos, que no século XIX eram supervisionados pelo Estado. Definidos como o instrumento utilizado para se tentar garantir os direitos, frequentemente acabavam nos tribunais por não conseguí-lo.

Ainda no âmbito legal, apontavam a situação de conflito a qual a governança corporativa viria tratar:

“A comunidade comercial, numa base puramente realista, parece adotar o ponto de vista de que se a companhia não é prejudicada, não é necessário fazer objeções. Na verdade, os acionistas da empresa podem sofrer com este favoritismo. Mas esse prejuízo dos acionistas encontra-se na periferia da área de controle legal. O desenvolvimento nessa direção reside quase inteiramente no futuro” (p. 194).

Quanto aos administradores, reconheciam que os mesmos dispõem de uma arma poderosa: o alto grau de controle sobre a contabilidade dos rendimentos da empresa. Como ainda não havia padrões contábeis nem legislação tão específica, a falta de transparência constituía uma ameaça, comprovada pela divulgação de numerosos casos de abusos administrativos onde menos se suspeitava, inclusive sugerindo a probabilidade de que tais eventos tivessem ocorrido em maior extensão do que aparentavam.

Assim, enquanto os mercados de capitais se expandem, surge nas empresas um conflito pela necessidade de levantar capital e, como contrapartida, ceder não só controle mas participação nas decisões e acesso às informações.

Hobson (1983), ao descrever o “financiador” como produto da companhia de capital acionário, faz uma boa leitura desta situação conflituosa: “*Tendo, pois, a forma de uma democracia econômica, dotada de um governo elegível responsável, a sociedade anônima é, porém, na maior parte dos casos, uma oligarquia fechada: deseja-se o apoio monetário do público, mas não sua direção*” (p. 179).

“... *A sociedade anônima seria, portanto, dirigida financeiramente no interesse do controle, tornando-se os acionistas meros recebedores da remuneração do capital*” (Berle e Means, 1984 [c1932]: 267).

Este trabalho tem o propósito de aprofundar-se na discussão que os temas governança corporativa e transparência suscitam, verificando as características do mercado de capitais

brasileiro, e por isso observando um segmento específico da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa: o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Apresenta-se a seguir a contextualização do tema do trabalho e o modelo que serviu de inspiração para a elaboração do Novo Mercado: o Neuer Markt. A partir da construção desta realidade se estabelecem os objetivos, pressupostos e delimitações, bem como as partes que compõem esta dissertação.

1.1 Contextualização do tema

Em tempos de transformações cada vez mais velozes os mercados financeiros se agitam. As movimentações nos diversos mercados provocam reflexos uns nos outros, mas ainda assim constituem uma oportunidade de diluição de risco.

“Com o conhecimento aprimorado do mundo, com as comunicações fáceis, com um enorme incremento da fluidez de capital e um aumento significativo da fluidez de mão-de-obra, processa-se ativamente a distribuição da produção mundial de acordo com certas condições naturais dominantes” (Hobson, 1993: 117).

Entram em evidência neste cenário dois conceitos que, embora não sejam novos visto que já eram tratados nas décadas de 20 e 30, apenas recentemente (a partir da década de 80) têm-se colocado em voga, gerando uma série de estudos sistematizados e, principalmente, com uma linguagem comum.

Nos mercados de capitais passa-se a exigir maior **transparência** nos resultados e operações das empresas, vide turbulências recentes no mercado americano com relação ao uso de informações privilegiadas e de maquiagem de balanços, além de capacitação dos administradores para lidar com os vários desafios.

O segundo conceito é o de **governança corporativa**, ou seja, o meio pelo qual a ordem é alcançada numa relação com potenciais conflitos ameaçando desfazer ou atrapalhar oportunidades de realizar ganhos mútuos (Williamson, 1996).

No Brasil, assim como em outros países, o mercado de capitais apresenta características muito próprias relativas à forma como surgiu, cresceu e se consolidou. Por suas peculiaridades há certas limitações que dificultam o acesso de determinados tipos de investidores e que demarcam seu caminho natural de desenvolvimento. Algumas das variáveis envolvidas são: o risco de se investir em empresas brasileiras e as taxas de retorno por elas proporcionadas para o investidor, ou seja, a volatilidade e a atratividade do mercado.

Neste sentido, a Bovespa vem apresentando alternativas para as empresas que queiram abrir seu capital e negociá-lo na Bolsa, e também para o investidor que procura formas de aplicar seu dinheiro dentro de um conjunto de dadas características.

Uma destas propostas é o Novo Mercado, baseado na experiência alemã com o Neuer Markt. Como define a Bovespa (Bovespa, 2002):

“O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disclosure adicionais em relação ao que é exigido pela legislação”.

Assim, justamente a insuficiência legislativa neste assunto abre espaço para um segmento especial que atende às necessidades do mercado. É possível, no entanto, que no longo prazo as Bolsas de Valores passem a exigir maior transparência e mecanismos de governança corporativa em suas regras gerais, o que levará à extinção destes segmentos.

1.2 Neuer Markt

Motivados pelo modelo americano de combinar idéias brilhantes com dinheiro rápido, ou seja, oferecer a possibilidade de financiar novos negócios, diversos países europeus lançaram modalidades de mercados de ações voltados para a provisão de capital para pequenas empresas, em especial de setores em rápido crescimento (Europe's, 1997).

Para o mercado de capitais alemão, o ano de 1997 foi marcado por muitas mudanças. A lei alemã sofreu algumas alterações, referentes a investimento, adequação do capital, derivativos e administração do risco etc. Além disso, as empresas de investimento ganharam maiores responsabilidades. A necessidade de adequar-se ao lançamento de uma moeda única, o Euro, fez com que naquela época a regulação do mercado de capitais sofresse melhoras, dentre as quais houve o lançamento de um novo segmento de negociação na Bolsa de Frankfurt: o Neuer Markt (Emde, 1998).

O mercado alemão realizou uma série de correções, o que tornou os investidores mais seletivos. Neste contexto, o Neuer Markt começou como um mercado alternativo para empresas pequenas e com uma volatilidade baixa, comparado ao segmento tradicional (German, 1997).

Criado pelo Deutsche Börse, que administra a Bolsa de Frankfurt, o Neuer Markt surgiu com os objetivos de ajudar empresas pequenas a abrir seu capital e de estimular investimentos de *venture capital* (Lanchner, 1997).

Iniciou atividades em 10 de março de 1997 e começou especializado em empresas de *software*, biotecnologia e microeletrônica. Em seu primeiro dia de operação registrou valorização de 54% (Europe's, 1997, Lanchner, 1997).

As exigências tratavam de liquidez mínima e transparência, e demonstravam preocupação com o valor para o acionista e o relacionamento com os investidores: uma das regras impedia que os investidores “originais” vendessem suas ações antes de completar seis meses que a empresa fora listada. No final de 1997, já contava com a participação de 16 empresas (Emde, 1998, Lanchner, 1997).

Assim, o Neuer Markt foi a resposta alemã à Nasdaq (bolsa eletrônica americana). As empresas listadas pareciam ser avaliadas inicialmente com base em suas vendas, e não em sua capitalização de mercado. A motivação das mesmas para participar deste segmento era a de levantar capital para financiar seu crescimento, além de usar como um veículo para a retirada dos acionistas fundadores da estrutura de capital (Neuer, 1998).

No final do primeiro ano a valorização das ações das 16 empresas listadas já alcançava 100% ou mais. A razão deste sucesso era apontada como resultado de suas características mistas de segurança e infra-estrutura de um mercado maduro, já que é regulado pela Deutsche Börse, bem como pelas perspectivas de crescimento por ser um mercado emergente. Além disso, foi lançado em uma boa época, logo após a quebra e oferta da Deutsche Telekom, e recebeu um esforço promocional bastante intenso. Bancos estrangeiros participaram de sua elaboração, como o Goldman Sachs, com experiência na Nasdaq (Neuer, 1998).

No final de 1998, a revista Euroweek realizou um *survey* sobre as percepções das empresas listadas no Neuer Markt e suas expectativas. Embora o resultado de forma geral tenha sido positivo e o Neuer Markt ainda fosse considerado uma estrela no mercado de capitais, curiosamente alguns respondentes já apontavam descontentamento com a performance no mercado secundário e com a liquidez dos papéis, desde o seu lançamento (Euroweek, 1998).

Se uma regulamentação mais branda implica menores custos para a empresa que deseja abrir seu capital, por outro lado é mais complicado construir confiança no investidor. Embora existisse um estudo criterioso sobre os planos de negócios e a saúde financeira dos candidatos a participar de segmentos como o Neuer Markt, alguns erros foram cometidos (Europe's, 1997).

Os problemas começaram a aparecer em 2001. Depois da performance desastrosa de papéis listados neste segmento, vieram as explicações: o tipo de *valuation* aplicado era inconveniente, as empresas que abriam seu capital eram imaturas e faltava transparência. Por

outro lado, comparado à Nasdaq, muito mais antiga, o Neuer Markt havia realizado progressos: seu modelo legal e de regulamentação era competitivo no nível internacional. Porém, os problemas já estavam no foco das atenções. Havia um déficit entre a qualidade das informações e o poder de monitoramento praticado e real. Quanto ao *valuation*, os métodos convencionais foram substituídos por outros considerados pouco acurados, como por exemplo, o número de visitantes ou de páginas impressas nos *sites* das empresas (Neuer, Aug 2001).

Surgiram escândalos envolvendo o uso de informações privilegiadas, que foram seguidos por anúncios sobre perdas e demissão de pessoal-chave no seu planejamento e execução (Ewing e Capell, 2001).

Buscando reconquistar a confiança do investidor e tornar-se mais competitivo, o Deutsche Börse reformou a regulamentação do Neuer Markt. Tais mudanças relacionavam-se a: maior proteção do investidor, medidas legais a serem tomadas em caso de quebra de regras por parte dos administradores, transparência nas negociações de ações feitas por membros do conselho, seus parceiros e administradores etc (Neuer, Oct 2001).

Além disso, em 1º de outubro de 2001, o Deutsche Börse anunciou novas regras para o cancelamento do registro no Neuer Markt. Isto aconteceu algumas semanas depois que a Nasdaq anunciou suspensão temporária de suas regras de cancelamento de registro, a fim de ajudar as empresas naquele momento de tensão (após os atentados de 11 de setembro). Antes o cancelamento aconteceria somente se a empresa descumprisse alguma das obrigações contidas nas Regras e Regulamentos ou caso se fizesse necessário para a proteção do público. Foram estabelecidas quantidades limites de dias e de valores para o preço médio das ações e para a capitalização de mercado da empresa, como critérios para acionar o desligamento. Enquanto para alguns esta atitude traria mais qualidade ao Neuer Markt, e conseqüentemente credibilidade, para outros ela se oporia ao objetivo com o qual o mesmo foi criado, justamente o de financiar pequenas empresas com rápido crescimento, que tipicamente começam a ser negociadas subvalorizadas (Sormani, 2001).

O ano de 2002 chegou e a queda nas Bolsas por todo o mundo acirrou a competição entre os mercados. Na Europa discutia-se a possibilidade de criar um único mercado de ações. Quando o Neuer Markt foi criado era a esperança para os empreendedores, que precisavam financiar o crescimento de seus pequenos negócios. Cinco anos depois, este mercado também sofria os excessos da bolha da Internet: modelos de negócios frágeis, fraudes em larga escala dentre as empresas listadas, tudo isto seguido pelo colapso dos preços das ações e recriminações gerais (Struggling, 2002).

Assim, o Deutsche Börse resolveu fechar o Neuer Markt no ano de 2003 e dividir os constituintes de seu índice em dois outros índices administrados pela Bolsa principal (Struggling, 2002).

Foram mantidos dois mercados na Alemanha, o Padrão Doméstico e o Padrão *Prime*, sendo que o segundo conta com recursos para manter transparência adicional ao primeiro, comuns no mercado internacional, como por exemplo: publicação de relatórios trimestrais, informações contábeis de acordo com as normas internacionais IAS ou US GAAP, calendário corporativo, mínimo de uma conferência de analistas por ano, anunciada em inglês. Como as empresas listadas no Neuer Markt já haviam aderido a um regulamento similar, foram transferidas para o Padrão *Prime* (Bushrod, 2002).

1.3 Situação problema e objetivos

Inspirada na experiência alemã com o Neuer Markt, a Bovespa realizou um minucioso trabalho para definir todas as regras a serem seguidas pelas empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 de Governança, clamando principalmente pela adoção voluntária de práticas de governança corporativa e de *disclosure* (transparência) além do exigido pela legislação societária vigente.

No dia 1º de fevereiro de 2002 começaram os negócios com ações da primeira empresa a aderir ao Novo Mercado, a CCR - Companhia de Concessões Rodoviárias S.A., holding das empresas que administram as concessionárias das rodovias AutoBan, Nova Dutra, Rodonorte, Via Lagos e Ponte Rio-Niterói.

Mas ainda são poucas as empresas que participam das regras do Novo Mercado; a maior parte delas optou pelo que parece ser uma “transição dosada”, aderindo num primeiro momento ao Nível 1 de Governança.

A dúvida que surge é se tais empresas efetivamente pretendem dar o próximo passo e seguir rumo a sua participação no Novo Mercado, diretamente ou via Nível 2. Se não é este o intuito, será que vislumbram a possibilidade de sair do mercado bursátil, ao não participarem deste movimento em direção à maior transparência?

Assim, busca-se responder à seguinte pergunta: *as empresas listadas no Nível 1 de Governança têm a intenção de progredir em direção ao Novo Mercado?*

Apesar deste estudo não contemplar testes de hipóteses, por trabalhar com a população de empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa (ver **3.5 Método de Análise**), existe uma hipótese com relação à participação futura das empresas de capital aberto nestes

segmentos: do mesmo modo como as empresas na Alemanha aderiram ao Neuer Markt, percebendo vantagens neste segmento especial, as empresas no Brasil também irão, em algum momento, aderir aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e ao Novo Mercado.

O objetivo geral deste trabalho é *identificar se há indícios de que as empresas listadas no Nível 1 pretendam listar-se no Novo Mercado, diretamente ou via Nível 2, verificando quais características são apontadas como mais relevantes para esta ação.*

Os objetivos específicos são:

- Investigar as características do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança a fim de se perceber o processo de evolução que encadeiam;
- Verificar quais características do Novo Mercado são especialmente atrativas para as empresas que já aderiram ao Nível 1 e quais representam obstáculos;
- Levantar o tempo necessário para as empresas adequarem-se aos principais itens constantes dos Regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado (médio ou longo prazo);
- Verificar se as respostas aos dois objetivos específicos anteriores são semelhantes para os dois grupos que fazem parte do Nível 1: os que entraram espontaneamente e os que foram obrigados pela Resolução nº 280/02-CA da Bovespa (ver anexo A).

1.4 Pressupostos conceituais e delimitações

Três pressupostos ficam subjacentes na execução deste estudo:

1) Quando duas opções de investimento apresentam um mesmo retorno esperado, opta-se pelo que tiver menor risco. Quando o mesmo risco é esperado, opta-se pelo de maior retorno (Sharpe, 1970; Markowitz, 1991).

2) As regras definidas para o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança, com ênfase na governança (“... grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem . . .”) e transparência (“... pela qualidade das informações prestadas pelas empresas”), são capazes de melhorar o valor e a liquidez dos papéis das empresas listadas (Bovespa, 2002).

3) Os Níveis 1 e 2 de Governança e o Novo Mercado (NM) constituem três segmentos especiais de listagem. Assim, as empresas podem ser listadas no mercado tradicional, no Nível 1, no Nível 2 ou no Novo Mercado. Para passar de um segmento ao outro basta que a empresa assine o contrato que regula este último.

A fim de se delimitar este trabalho, no que se refere ao primeiro objetivo específico a investigação dos dados secundários estará voltada aos regulamentos, tanto do Novo Mercado quanto dos Níveis 1 e 2 de Governança.

O segundo, o terceiro e o quarto objetivos relacionam-se à natureza descritiva deste trabalho e ao método de estudo de campo para a coleta dos dados primários que serão analisados a partir apenas das empresas listadas no Nível 1. Justifica-se que teria sido possível estabelecer como população todas as empresas de capital aberto e, de forma probabilística, ter retirado uma amostra para o estudo. Mas, admitindo a característica comum a estas empresas de estarem listadas no Nível 1, além de sua predisposição a adotar regras de transparência e de dispersão acionária, considerou-se as mesmas uma população, e não amostra, a ser totalmente contemplada nas entrevistas, ou seja, um censo.

1.5 Estrutura do trabalho

A seção seguinte apresenta a fundamentação teórica que embasa este trabalho. São apresentados não só os conceitos fundamentais para o entendimento das variáveis que serão utilizadas no estudo do objeto deste trabalho, mas também um panorama da realidade do mercado de capitais brasileiro.

O terceiro capítulo trata dos procedimentos metodológicos, onde são discutidos a natureza e método do estudo, os procedimentos de campo e o método de análise. É também construído o modelo conceitual ou *research design* da pesquisa, que orienta o foco do estudo. Especificamente quanto aos procedimentos de campo são apresentados o instrumento de pesquisa e a estrutura de coleta dos dados, além dos resultados da aplicação de um pré-teste.

O quarto capítulo apresenta os resultados obtidos e as limitações do estudo, seguido do capítulo que traz as considerações finais.

Finalmente, a seção de referências bibliográficas apresenta as obras que embasam esta dissertação.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Mercado Financeiro

“O mercado financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, criando condições de liquidez no mercado” (Andrezo e Lima, 2000: 3).

Os principais participantes do mercado financeiro são: o governo, as organizações e as pessoas físicas, que compram ou vendem ativos financeiros por diferentes motivos. Os que provêm os fundos ou possuem recursos em excesso são chamados unidades econômicas superavitárias, e os que entram para obter fundos ou necessitam de recursos são as unidades econômicas deficitárias (Madura, 2001, Bulhões, Castro, Vital, Waddington, 1976).

Desse modo, os mercados financeiros facilitam o fluxo de fundos de unidades econômicas superavitárias para unidades econômicas deficitárias, conectando compradores e vendedores no lugar onde estão fisicamente alocados (Burton e Lombra, 2000, Madura, 2001).

Suas funções dizem respeito prioritariamente a *“. . . identificar mecanismos que possibilitem o aproveitamento dos fluxos de poupança e investimentos da forma mais eficiente possível, de modo a atingir o maior grau de satisfação das necessidades dos indivíduos”*, considerando poupança como a parte da renda não consumida e guardada para futuro consumo e o investimento como a utilização dos recursos para a produção de um bem de capital, contribuindo para a formação de capital novo (Andrezo e Lima, 2000: 5).

Uma das formas em que o mercado financeiro funciona é através de empréstimos diretos entre as partes interessadas. Outro é através da intermediação de agentes financeiros, que são facilitadores na compra, venda e ajuste de preços. Eles recebem, processam, interpretam e disseminam informações para potenciais compradores e vendedores (Burton e Lombra, 2000).

As negociações podem ocorrer no mercado primário, onde se negocia a subscrição ou venda de novos títulos financeiros, ou no mercado secundário, onde se negociam os títulos e valores mobiliários decorrentes do mercado primário (Archer e D’Ambrosio, 1966).

Uma das formas de dividir o mercado financeiro é em submercados de acordo com o tipo de papel que é negociado. Mas o problema desta classificação é que ela sugere que os submercados são separados, compartimentos desconectados (Burton e Lombra, 2000).

Outro sistema de classificação, que reconhece as similaridades, diz respeito ao prazo de investimento. Os mercados que lidam com fundos de curto prazo (com maturidade em menos de um ano) são conhecidos como mercados de crédito e os que lidam com fundos de longo prazo são chamados mercados de capitais (Archer e D'Ambrosio, 1966).

O mercado de crédito tem maior liquidez, mas mercados de capitais rendem maiores retornos ao investidor (Madura, 2001).

O mercado de crédito inclui: papéis do tesouro, *commercial paper* (nota promissória), certificados de depósito negociáveis. O mercado de capitais inclui: títulos corporativos, ações, hipotecas, ações do tesouro americano (Burton e Lombrá, 2000).

Há ainda uma terceira classificação, relativa a se as transações ocorrem imediatamente ou se ocorrem no futuro, mas de acordo com os termos decididos hoje. No mercado à vista o preço da ação é o aplicado no momento. No mercado financeiro de futuros as transações são consumadas hoje, mas a compra ou venda será numa data específica no futuro. Neste caso, podem ser usados para especulação, ou seja, comprar ou vender ações na esperança de lucrar com mudanças no preço futuro (Burton e Lombrá, 2000).

2.2 Governança e Transparência

Para falar de governança é necessário primeiro explicar alguns conceitos da Economia de Custos de Transação.

De acordo com esta teoria, os direitos de propriedade e os contratos são problemáticos. Por isso, a unidade básica de análise é a transação e o instrumento utilizado para resolver problemas e evitar os tribunais, pelo alto custo que representam, é a governança.

Quanto aos custos dos contratos há os *ex ante*, que são tratados pela Teoria de Agência, e os *ex post*, tratados pelos mecanismos de governança (Williamson, 1996).

Por um lado, a relação de Agência pode referir-se ao relacionamento emprestador-tomador, provocando a elevação do custo do capital pela consciência de que o retorno esperado pelo empréstimo/investimento deve considerar os custos do conflito de interesses entre as partes (Jensen e Meckling, 1976).

Por outro, para Shleifer e Vishny (1997) o fato de se adotar regras como governança corporativa é que possibilitam captar capital externo a custos menores, pois quem aplica seu capital espera obter retorno sobre o mesmo, e os mecanismos de governança corporativa asseguram isto.

Então, quando o administrador remunera os investidores ele o faz para manter uma boa reputação e representar baixo risco em suas operações, com o intuito de no futuro conseguir novos financiamentos.

2.2.1 Economia de Custos de Transação

A Economia de Custos de Transação, vertente da Nova Economia das Instituições, interpreta a organização econômica diferentemente da teoria tradicional. Enquanto a Teoria da Organização limita-se a descrever a empresa em suas funções de produção, a Nova Economia das Instituições implica em mecanismos tanto espontâneos quanto intencionais de adaptação das instituições (Williamson, 1996).

Os mecanismos espontâneos traduzem-se pelo mercado e os mecanismos intencionais pela hierarquia (organização interna), sendo que seus resultados não são replicáveis.

Zingales (1997) explica que a empresa é um instrumento e sua propriedade importa, pois confere o direito de tomar decisões que não estão especificadas no contrato original. Assim, a partir de um conjunto de decisões de investimentos o resultado apresentado pela forma de hierarquia não pode ser replicado pelo mercado, que não consegue fazer melhor.

Na verdade, mercado é uma forma de organização menos organizada, que suporta incentivos e possui propriedades de adaptação aos distúrbios, especialmente sob forma autônoma. Já hierarquia baseia-se em autoridade e traça limites para a mesma impossibilitar a intervenção seletiva, por isso responde aos incentivos de forma mais fraca e é melhor em adaptações cooperadas (Williamson, 1996).

Coase (1988) define mercado como as instituições que existem para facilitar trocas, ou seja, existem para reduzir o custo de realizar transações. Logo, se não há custo de transação, não há propósito para a existência dos mercados.

Então, se os custos de transação no mercado fossem zero, tudo que importaria seria definir os direitos de cada parte e seria fácil prever os resultados das ações legais. Mas tais custos existem, inclusive porque nestes casos a corte, a partir de decisões judiciais, influencia diretamente a atividade econômica.

O autor cita as Bolsas de Valores como os modernos “mercados”, sendo que as transações ali são altamente reguladas, e afirma que estes são com frequência usados por economistas como exemplos de competição perfeita. Então, todas estas regras e regulamentos são necessários para aproximar-se da competição perfeita, reduzindo os custos de transação e aumentando o volume negociado.

Coase (1988) defende a regulamentação governamental. Para o autor, apesar de Adam Smith ter denunciado regulamentações que enfraquecem a competição, na verdade as mesmas também podem ter o efeito de ampliar o mercado e, conseqüentemente, a competição. Os problemas possíveis de serem resolvidos pelas regulamentações referem-se a: concorrência entre os agentes e *enforcement* das regras.

Já Williamson (1996) acredita na importância do intercepto: lei, economia e organização, onde uma aprende com a outra. Assim, apresenta um esquema com três níveis para explicar a Economia de Custos de Transação. A preocupação é com a governança das relações contratuais. Mas governança não opera isoladamente, pois apresenta modos alternativos que variam de acordo com o ambiente institucional e os atributos dos indivíduos. Então, o modelo tem três níveis por representar a interação entre governança, o ambiente institucional (macro) e o individual (micro).

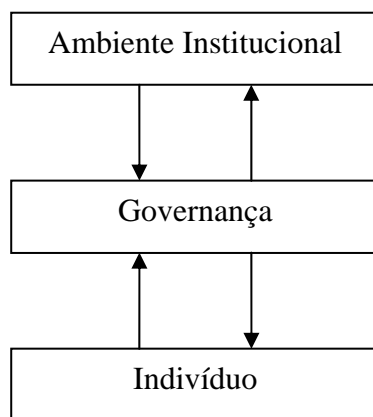


Figura 1 – Adaptado de WILLIAMSON, 1996, p.223.

O primeiro é onde as mudanças de parâmetros ocorrem, o que leva à mudança dos custos comparativos da governança, e o segundo é onde os pressupostos comportamentais surgem. O primeiro define as regras do jogo (mudanças nos direitos de propriedade, nas leis, normas, costumes etc.). O segundo expressa a influência de dois pressupostos: racionalidade humana limitada, pois não pode prever todos os acontecimentos, e oportunismo, que é a tendência humana de tirar vantagens de todos os modos possíveis para aumentar seus privilégios, ambos contribuindo para causar contratos incompletos.

Hayek (1948) já havia levantado a questão de que há limitações no conhecimento individual e que nenhuma pessoa ou grupo pode saber tudo o que há para saber sobre algo.

O *feedback* da governança para o indivíduo se expressa pelas preferências endógenas, que é a influência através da propaganda. E para o ambiente institucional através das

estratégias, como barreiras protecionistas e instrumentos, tais como a melhora na lei contratual.

Por outro lado, Demsetz (1990) conclui que a Teoria de Custos de Transação traz alguma confusão em virtude da terminologia empregada. Isto porque se refere a todos os custos, sejam internos (da empresa) ou externos (dos mercados). Assim, as empresas só seriam úteis quando fossem baratas, e o mercado não.

O autor critica Williamson por não fazer uma boa relação do conceito de governança com Teoria de Custos de Transação ao longo de seu livro, quer dizer, por não definir a forma como os instrumentos de governança reduzem o custo interno.

Demsetz (1990) defende que na Teoria de Custos de Transação a ênfase dada é a de que todas as empresas (incluindo o mercado) podem produzir bens e serviços tão bem quanto as outras (o mercado é tratado como um perfeito substituto na produção para a empresa).

Mas há um problema, o de comparar custos de transação e de gerenciamento para inferir conclusões sobre a organização, não levando em conta outros determinantes da organização econômica.

O erro no modelo é estar baseado na descentralização, onde a informação é completa e livre, porém, a informação tem custo para efeitos de controle gerencial. Junto com a informação há outros elementos que são importantes e afetam a produtividade, como: tecnologia, pessoal e métodos.

Além disso, é difícil definir o que é custo de transação (externo), o que é custo gerencial (interno) e, portanto, predizer como as mudanças circunstanciais afetam a organização econômica.

E, finalmente, teria que se estudar a magnitude relativa dos custos para compor a sua estrutura (externos, internos), ou seja, estipular as condições que tendem a fazer os custos altos ou baixos.

2.2.2 Governança

Os custos de transação são os custos de manter o sistema econômico em funcionamento. Podem ser pensados como os custos de contratar. Como o estudo da governança foca na identificação, explicação e mitigação de todas as formas de riscos contratuais, constitui-se em um dos principais instrumentos da Economia de Custos de Transação (Williamson, 1996).

A empresa, descrita como função de produção, não se preocupa com os efeitos indesejáveis. Mas se suas consequências são entendidas, podem ser antecipadas e incluídas no desenho organizacional. Assim, os custos serão mitigados e benefícios não antecipados serão alcançados, resultando em melhor performance econômica (Williamson, 1996).

Neste sentido, Williamson (1996) defende que os custos de transação (ou custos de contratar), têm como unidade básica de análise a transação e a governança é o meio pelo qual a ordem é alcançada numa relação com potenciais conflitos ameaçando desfazer ou atrapalhar oportunidades de realizar ganhos mútuos.

Governança é avaliar a eficácia de meios alternativos de organização, através de instrumentos, onde a integridade da transação é decidida. Representa um exercício de controle, direção e autoridade. Existe porque o mercado não é capaz de alocar todos os recursos eficientemente sem a intervenção da autoridade. Porém, sua ocorrência não se limita ao momento do contrato, já que a assinatura do mesmo não é o fim do relacionamento; muitos eventos podem ocorrer até a efetiva entrega do que foi contratado.

Isto evidencia que todo contrato tem custos *ex ante* e *ex post*. Os primeiros são tratados principalmente pela Teoria de Agência, enquanto os últimos são tratados pelos mecanismos de governança.

A Teoria de Agência parte do princípio de que um ‘principal’ nomeia um ‘agente’, delegando autoridade para este último tomar decisões em seu lugar. Mas, como ambas as partes procuram maximizar sua utilidade, surgem conflitos. Para minimizar estes conflitos incorre-se em custos de agência, que incluem: custos de monitoramento pelo principal, custos de comprometimento do agente e perda residual (Jensen e Meckling, 1976).

Demsetz (1990) observa que problemas de agência residem na interação entre as partes, mas também dentro de cada uma, já que cada indivíduo deve lidar consigo mesmo ao longo do tempo, quando surgirão conflitos pelas capacidades e gostos de hoje diferentes dos da mesma pessoa no futuro.

Mas, para que a Teoria de Agência fosse capaz de resolver todos os problemas, necessariamente o contrato deveria ser capaz de prever todos os acontecimentos futuros. Zingales (1997) alerta que se tudo pudesse ser previsto, bastaria incorrer em custos de agência para monitoramento. O fato de o contrato ser incompleto é que gera a necessidade de governança.

Assim, o estudo da incompletude do contrato em sua íntegra implica tanto o alinhamento de interesses *ex ante* quanto a administração das situações *ex post*.

O contrato é limitado pela característica humana de racionalidade limitada, ao mesmo tempo em que apresenta riscos por outra característica humana: o oportunismo. Por isso, ao olhar para o futuro para redesenhar o contrato, as salvaguardas *ex ante* deterão o oportunismo *ex post* (Williamson, 1996).

O contrato ótimo de longo prazo é uma seqüência de contratos de curto prazo sendo implementados; isto porque, como o vencimento é limitado, há tempo para se perceber o entorno e fazer um novo contrato que abranja tais modificações (Fudenberg et al apud Williamson, 1996).

Já a ineficiência está associada aos riscos contratuais e pode ser de dois tipos: burocracia e má adaptação. O estudo do fracasso de empresas burocratizadas está subdesenvolvido. A economia de custos de transação tem como uma de suas tarefas avaliar em termos comparativos as instituições, para checar se tais custos que levaram ao fracasso em um caso se repetem nos outros (Williamson, 1996).

Na realidade, a ineficiência *ex post* é aumentada pela divergência de interesses entre os controladores. Então, governança afeta também o *ex ante* quando determina o nível e a distribuição do risco. Sua eficiência é medida quando aloca risco para a parte mais tolerante. Deste modo, governança corporativa (a governança nas instituições) tem como objetivos: maximizar valor e minimizar custos de transação e riscos.

Zingales (1997) lembra que o fato de se alocar diferentes níveis de risco para as partes é consequência de o sistema de governança poder afetar o grau de assimetria de informação entre elas.

É necessário, para construir mecanismos de governança (Jessop, 1997):

- Simplificar modelos, assim reduzindo a complexidade do mundo;
- Desenvolver a capacidade de aprendizado social dinâmico sobre: processos causais e formas de interdependência, atribuições de responsabilidade e capacidade para ações, possibilidades de coordenação em um ambiente complexo e turbulento;
- Desenvolver métodos para coordenar ações através de forças sociais diferentes com identidades, interesses e intenções diferentes, ao longo do tempo e de diferentes domínios;
- Visão de mundo comum: orientações, expectativas e regras de conduta para os diferentes *players*.

Para Jessop (1997), o desenvolvimento destas condições complexas assume um sistema “heterárquico”, baseado não na lógica de forças de mercado ou no planejamento de

longo prazo *top-down* (hierarquia), mas no aprendizado interativo, pela pluralidade de agências autônomas operacionalmente, mas interdependentes.

Por isso, o autor acredita que governança nem sempre é mais eficiente do que mercado ou hierarquia para resolver problemas econômicos ou políticos. Deve-se observar a capacidade de reorganização desses mecanismos em resposta a fracassos.

2.2.3 Transparência

Para Mulherin (1992), transparência significa disponibilizar informações relevantes em tempo real.

Embora a associação do termo transparência a mercado de capitais seja muito recente (década de 90), seu conteúdo já vem sendo discutido desde a década de 60. Para o autor, há quatro fatores que contribuem para a ênfase dada ao assunto atualmente:

1. Tecnologia: possibilidade de implementar informações em tempo real;
2. Crescimento da demanda por serviços de *trading* aumentou o valor da informação produzida pelo mercado de capitais;
3. Aumento do valor da informação gerada pelos mercados financeiros;
4. Competição internacional tornando transparência um assunto estratégico.

A transparência deve ser um objetivo específico dos reguladores ou um processo resultante da competição entre mercados financeiros (bolsas). Porém, perfeita transparência não é necessariamente desejável, apenas num dado nível, já que em excesso pode levar a (Mulherin, 1992):

- Preços menos informativos, ou seja, se todos têm informação disponível, menos esforço será despendido na análise da informação fundamental, então os preços serão menos informativos. Logo, o incentivo para desenvolver instrumentos financeiros diminuirá. O autor compara com segredos industriais, que quando são revelados aos competidores reduzem o incentivo de inovar.
- Diminuição da provisão de liquidez: se o preço está disponível, os investidores tentarão evitar as taxas das Bolsas, diminuindo a liquidez da mesma.
- Impedimento do processo de regulação: maior transparência permitiria negociação em mercados desorganizados, o que diminuiria a liquidez do mercado organizado, prejudicando o processo de regulação.

- A procura de anonimato por alguns grandes investidores também seria prejudicada. Logo, eles fariam menos negócios e a liquidez diminuiria. Uma alternativa elogiável para manter o anonimato são as sessões de *after-market*.

Bronfman (1992) concorda com Mulherin. Para a autora, a regulação tem que ser limitada, pois as soluções de mercado são um meio eficiente de determinar o equilíbrio apropriado. Além disso, existe um *trade-off* quando se aumenta a transparência; as questões levantadas por Mulherin devem ser cuidadosamente observadas.

2.2.4 Governança e Transparência no Brasil e Algumas Evidências Internacionais

A estratégia de desenvolvimento econômico no Brasil entre as décadas de 1950 e 90 foi baseada na capacidade industrial construída e voltada para o mercado interno. O papel do governo era ativo. Com a abertura às importações na década de 90, após 15 anos de altas taxas de inflação e baixo crescimento econômico, o papel do governo começou a mudar. O auge desta mudança veio com o processo de estabilidade econômica e o programa de privatizações do governo. O governo passou de investidor e regulador a apenas regulador. Além disso, o programa de privatizações trouxe para o Brasil empresas estrangeiras que trouxeram consigo diferentes modelos de governança; e a desregulamentação de alguns setores exigiu das empresas brasileiras estruturas de governança, a fim de manter sua liderança ou melhorar sua performance (Rabelo e Vasconcelos, 2002).

O conceito de governança introduz três elementos fundamentais: assimetria da informação, competição imperfeita e contratos incompletos. As estruturas de governança só fazem sentido num mundo onde há assimetria da informação, que por sua vez faz surgir conflitos de agência que não podem ser resolvidos totalmente através de contratos, então os contratos são incompletos. Se nem todos os conflitos são resolvidos, a competição é imperfeita, pois não há como alinhar perfeitamente os interesses de todos os agentes envolvidos (Rabelo e Vasconcelos, 2002).

Para Rabelo e Vasconcelos (2002), uma questão relevante para países desenvolvidos é o papel do Estado na criação de estruturas de governança eficientes. O Brasil criou e manteve durante anos, sozinho ou em parceria com grupos locais, empresas em importantes setores de infra-estrutura, como petroquímico, aço e telecomunicações. Neste cenário é que empresas locais têm em sua amarra e dependência do Estado uma fonte de vantagem competitiva.

Os autores apresentam uma análise feita na Itália em 1997 (Barca e Trento), mostrando as origens e o desenvolvimento da governança naquele país, o que lembra o caso

brasileiro. O ambiente é caracterizado pela alta intervenção estatal, mercado de capitais incipiente e ausência de fontes de financiamento de longo prazo, tudo isto levando à ineficiência das estruturas de governança. Isto porque dificulta a mobilidade do controle da empresa por: criar obstáculos a novos empreendedores, garantir a persistência de famílias controlando suas empresas (empresas familiares), e gerar conluios entre os administradores das estatais e os políticos.

Outro problema é a incapacidade de facilitar o rápido crescimento de empresas em situações onde falta capital, pois não há opções de longo prazo ou capital de risco privado e o uso de empréstimos de curto prazo e colaterais como garantias não são adequados para sustentar este segmento. A conclusão é que seguindo as mesmas estratégias desenvolvidas por multinacionais não se obteria sucesso em países que apresentem tal cenário (Rabelo e Vasconcelos, 2002).

Black (1992) fala do modelo norte-americano. Um problema nos EUA é a dificuldade, e por vezes a ilegalidade, dos acionistas institucionais monitorarem os administradores. A SEC (*Securities Exchange Commission*) promoveu algumas reformas no início da década de 90, e de certa forma aumentou os riscos para os investidores institucionais. Então, ainda há espaço para estas regras serem melhoradas.

O autor critica especificamente um conjunto de regras: *The 13(d) Rules*. De acordo com estas regras, qualquer pessoa ou grupo com 5% ou mais dos papéis de uma empresa de capital aberto deve preencher um formulário, fornecendo várias informações confidenciais. Isto acaba por desencorajar a posse de mais de 5% e, portanto, de tornar estes acionistas mais ativos nos assuntos de governança corporativa.

Ao tentar evitar o controle abusivo por parte de um grupo, a SEC ‘calou’ a “voz institucional”, ou seja, a participação de grupos minoritários, que para exercer seus direitos acabam por assumir mais riscos ao prestar todas as informações exigidas nos formulários pelas Regulamentações. Deste modo, desistem de exercer seus direitos ou expressar suas “vozes”.

O autor conclui que o problema atual para governança corporativa é definir quem irá observar os administradores que comandam as empresas.

Rocca (2001) apresenta outras evidências de estudos internacionais:

- A baixa proteção a investidores inibe o mercado e eleva os custos de capital das empresas;
- O desenvolvimento do mercado de capitais é correlacionado com proteção ao investidor; e

- A proteção a acionistas minoritários pode ser decomposta em três elementos:
 - 1) Conjunto de regras e leis (governança corporativa)
 - 2) Transparência (*disclosure*): disponibilizar um fluxo contínuo de informações relevantes que permita aos minoritários e credores avaliar se seus direitos e a qualidade de seus investimentos estão sendo observados.
 - 3) Aplicação de lei (*enforcement*): potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato respeitados.

Nos mercados emergentes, a governança corporativa tem a ver com a proteção ao direito de minoritários, diferente de seu foco tradicional. A governança corporativa pode ser definida de várias formas – com maior frequência se refere às estruturas, regras e instituições que determinam a extensão em que os administradores agem no melhor interesse dos acionistas. Entretanto, em muitos países onde a propriedade é concentrada, o controlador comanda a administração. Nesses casos, a questão fundamental é o alinhamento de interesses entre os minoritários e os controladores (Rocca, 2001).

Para os investidores no Brasil, há riscos elevados e baixa atratividade, devido aos fatores (Rocca, 2001):

- Custos de transação elevados, inclusive com cobrança de CPMF;
- Volatilidade macroeconômica que aumenta o risco;
- As taxas de juros são elevadas, logo as taxas de retorno atraem poucos investidores;
- A maioria dos ativos disponíveis no mercado de capitais brasileiro tem baixa liquidez, comprometendo a formação de preços;
- No mercado secundário de títulos de dívida privados há ausência de padronização, afetando a formação de preços;
- A tributação do Imposto de Renda, não harmonizada com as práticas internacionais, discrimina contra a poupança de longo prazo;
- Fatores culturais não favorecem o mercado de capitais.

2.3 Diagnóstico do mercado de capitais no Brasil

2.3.1 Histórico

Nas décadas de 1970, 80 e 90, o Brasil experimentou crescimento financeiro e desenvolvimento econômico, de modo que o primeiro impulsionou o segundo. A partir de 1964 que a estrutura financeira nacional começou a se desenhar; até aquele ano as empresas tinham poucas opções de financiamento, o mercado acionário praticamente inexistia e havia elevados índices de inflação e dificuldade de obtenção de informações sobre a real situação das empresas, dentre outros aspectos (Andrezo e Lima, 2000).

Pela lei da usura, dos anos 30, taxas de juros superiores a 12% a.a. são proibidas. O entendimento público estabeleceu que isto se referia a juros nominais. Naquela época o efeito desta lei era pouco perceptível, pelos preços declinantes ou estáveis. A partir da década de 50, no entanto, as taxas de inflação superavam os 12% e conferiam rendimentos reais negativos aos depósitos de longo prazo. Assim: *“a escassez de recursos de médio e longo prazos levou as unidades econômicas a apelarem para os recursos a curto prazo, utilizando-se da técnica do roll over”* (Bulhões, Castro, Vital, Waddington, 1976: 130).

Com os recursos de médio e longo prazo desaparecendo, inflação crescente e taxas de juros fixa, os investidores substituíam seus ativos financeiros por ativos reais (imóveis, etc). Em 1964, *“. . . logo após a posse do novo Governo tratou-se de combater a inflação através das políticas monetária e fiscal e buscou-se neutralizar seus efeitos pela introdução da correção monetária nos contratos, títulos, etc”* (Bulhões, Castro, Vital, Waddington, 1976: 139).

Em 1965, é aprovada a Lei do Mercado de Capitais, no. 4.728/65, a primeira lei específica que reunia todos os dispositivos legais que já existiam sobre o assunto, mas que estavam dispersos, além de acrescentar novas regras. Esta lei estabeleceu padrões de conduta para os participantes do mercado de capitais, criou novas instituições e fortaleceu as existentes, aumentando bastante o papel do Banco Central (regulamentador e fiscalizador) e do Conselho Monetário Nacional (disciplinador) (Andrezo e Lima, 2000).

“O mercado de capitais que se vinha definindo ao longo dos anos, e concentrando-se nas operações de curto prazo, crescia em dimensão, inovava com o aparecimento de inúmeras instituições financeiras não-monetárias e passava a oferecer a tomadores e poupadores novo e completo cardápio de oportunidades financeiras” (Bulhões, Castro, Vital, Waddington, 1976 : 141).

Ainda assim, a regulamentação era falha. O volume de operações e os preços das ações subiram, e a quantidade de emissões cresceu, embora muitas sem qualidade. Em meados de 1971 o processo cumulativo de alta atingiu o máximo, com consistentes quedas até 1975 (Bulhões, Castro, Vital, Waddington, 1976).

Durante este "boom", ou seja, uma alta rápida e contínua dos preços das ações e dos volumes negociados, ". . . empresas de todos os tipos e milhares de investidores despreparados, com volumes significativos de recursos, porém sem técnica e com a intenção de fazer fortuna rapidamente" ingressaram na Bolsa de Valores (Andrezo e Lima, 2000: 317-318). Quando ocorreu a baixa os investidores desapareceram, o que alertou para os problemas da falta de maturidade do investidor, da sensibilidade da estrutura técnica das bolsas de valores, da legislação falha e incapacidade dos órgãos reguladores.

É neste contexto que surge a lei no. 6.385/76 e a criação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários ". . . para regulamentar e fiscalizar as atividades e serviços do mercado de valores mobiliários, com observância das políticas definidas pelo CMN" (Andrezo e Lima, 2000: 319). A estrutura definida se mantém até hoje com o Banco Central, a Comissão de Valores Mobiliários e o Conselho Monetário Nacional, embora este último tenha sofrido significativas modificações.

Em 1979, começam a operar as negociações no mercado futuro nas bolsas do Rio de Janeiro (fevereiro) e de São Paulo (agosto) (Andrezo e Lima, 2000).

Mas é apenas na década de 90 que o processo de ingresso de capitais estrangeiros se intensifica. A pressão dos investidores foi o fator fundamental, já que nos anos anteriores a crise da dívida externa havia prejudicado a imagem do país perante os investidores e a regulamentação vigente protegia o frágil mercado financeiro doméstico (Andrezo e Lima, 2000).

A década de 90 trouxe a abertura externa, a privatização de empresas estatais e a estabilização. A privatização dos bancos estatais provocou a redução da participação do Estado no sistema bancário nacional, que concentra agora sua atuação como regulador e fiscalizador, ao mesmo tempo em que os investidores institucionais, como previdências, fundos mútuos de investimento, e seguradoras, ganham espaço. Isto porque o modelo utilizado no passado, onde o setor público liderava o financiamento dos investimentos privados, não faz mais sentido nas atuais circunstâncias. Os recursos de instituições como BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) e BNDESPar, embora importantes, não são suficientes para atender a grande maioria das empresas que sofrem com a restrição de recursos (Rocca, 2001).

Assim, abre-se um espaço para a iniciativa privada e a participação de investidores estrangeiros, surgindo uma preocupação das Bolsas de Valores em oferecer novos produtos e sistemas de negociação (Andrezo e Lima, 2000).

No Brasil, um destes novos produtos é o Novo Mercado, inspirado no modelo alemão Neuer Markt, e que será tratado no item 2.5.

2.3.2 Legislação e cultura

A fragilidade do mercado de capitais no Brasil é justificada por Rabelo e Vasconcelos (2002) pelo forte intervencionismo do governo em seu processo de criação. Durante o primeiro governo militar, que teve início em 1964, percebeu-se a necessidade de encorajar um mercado de capitais local e, para isto, foram oferecidos incentivos fiscais para as empresas que abrissem seu capital, bem como para os investidores que adquirissem estes papéis. Outro instrumento de incentivo foi o BNDESPar, o braço de investimentos do BNDES, com o propósito de adquirir as ações lançadas por empresas brasileiras e colocá-las no mercado, oferecendo crédito aos compradores com taxas de juros subsidiadas. Um terceiro instrumento foi a criação de uma demanda compulsória por ações, com uma percentagem mínima de investimentos em ações nos *portfolios* de fundos de pensão e empresas de seguro.

No governo Geisel (1974-1979), foi estabelecido que as empresas multinacionais deveriam buscar capital em suas matrizes, apenas as empresas nacionais teriam acesso às linhas de financiamento oferecidas pelo Estado. Com o propósito de fazer o mercado crescer, foi alterado o limite máximo de ações preferenciais: passou de 50% para dois terços do total. Assim, as empresas familiares poderiam colocar mais ações no mercado sem comprometer sua posição de controladores.

Este processo de crescimento sofreu uma desaceleração na década de 80, com a explosão da dívida interna, além da situação generalizada de crise na América Latina no período pós-crise do petróleo, onde os países considerados de Terceiro Mundo estavam endividados com os bancos estrangeiros (Famá e Galdão, 2002).

Apesar da situação global, para Rabelo e Vasconcelos (2002) o problema no Brasil é a falta de uma cultura de compra de ações e o fato dos acionistas controladores não encararem os não-controladores como parceiros. Prova disto é que a presença de não-controladores em reuniões de acionistas é considerada assustadora pelos demais.

Para Bulhões, Castro, Vital e Waddington (1976: 154), o sistema financeiro nacional não sofre de escassez global de recursos:

“Se a questão não é de falta, mas de canalização, o problema torna-se mais fácil e volta-se ao mister da Economia: fazer uso alternativo de recursos escassos. A questão é que para se realocar os recursos é preciso inquirir se as novas aplicações satisfazem as condições de segurança, rentabilidade e liquidez prevalentes. Aí as coisas começam a se complicar, pois faltam ao mercado de ações combinações dos elementos acima e, principalmente, confiança do investidor”.

Como consequência, o papel do mercado de capitais como fonte de financiamento é muito pequeno no Brasil. Os problemas fiscais do Estado, com sua enorme necessidade de financiamento, comprometeram o funcionamento do sistema financeiro doméstico e o desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, a demanda do Estado por fundos força a alta das taxas de juros, que por sua vez dificultam o estabelecimento de investimentos de longo prazo (Rocca, Silva e Carvalho apud Rabelo e Vasconcelos, 2002).

Um outro dado diz respeito ao padrão de financiamento no Brasil em 1999: cerca de apenas 6,5% era financiado através do mercado de capitais, enquanto 63,9% com empréstimos, quando o mercado de capitais deveria ter maior importância em países em desenvolvimento (Rodrigues Junior e Melo apud Rabelo e Vasconcelos, 2002).

Há ainda a concentração da Bovespa: as 10 maiores empresas em janeiro de 2000 representavam 50% da capitalização do mercado total, dentre 474 empresas. Em relação ao volume transacionado, as 10 mais negociadas respondiam por 60 a 80% do volume total negociado nos últimos quatro anos (Rabelo e Vasconcelos, 2002).

Confirmando estes dados, Rocca (2001) apresenta uma comparação internacional com 41 países no período 1996-1998 quanto ao volume de transações, onde a Bovespa ocupa a sexta posição dentre as mais concentradas da amostra.

Mais um ponto importante a ser mencionado é a política tributária brasileira, que ao considerar os juros como despesa e taxar os dividendos recebidos pelos acionistas acaba por incentivar o consumo e o endividamento, ao invés da poupança e da capitalização (Bulhões, Castro, Vital e Waddington, 1976).

2.3.3 Juros reais elevados

Um dos principais entraves para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil refere-se à administração, traduzido por décadas de empréstimos com altas taxas de juros por parte do governo. A consequência é que esta prática se dissemina por todo o mercado e as empresas têm que se submeter a altas taxas para realizar empréstimos, ou simplesmente não fazê-los. Já os investidores, que preferem títulos de governo com altos *yields*, optam por

papéis de curto prazo que apresentam *yields* maiores, reforçando a utilização de fontes de financiamento de curto prazo (Finance, 2000).

Assim, as altas taxas de juros ao longo da década de 80 praticamente eliminaram as fontes de financiamento de longo prazo. Por outro lado, as dificuldades em acessar as fontes de financiamento forçaram a competitividade e o crescimento dos negócios nacionais (Rabelo e Vasconcelos, 2002).

Na verdade, o problema não é a falta de poupança interna, e sim as taxas de juros reais elevadas. Para resolver esta situação, as finanças internas do país devem estar sob controle, pois os investidores que procuram o maior retorno possível passam a se interessar por investimentos de longo prazo somente quando as taxas diminuem (Finance, 2000).

Além disso, embora se acredite que o processo de desenvolvimento do mercado de capitais no país já tenha começado, ainda ocorrem deslizamentos, como a taxa excessiva das operações financeiras.

Para Rabelo e Vasconcelos (2002), há necessidade de mais independência e agilidade por parte da CVM, uma melhor legislação corporativa e um sistema judicial mais eficiente. A melhora das condições macroeconômicas, como a disciplina fiscal, levará as taxas de juros para um patamar mais baixo e melhorará a percepção internacional sobre o risco-país. Isto ajudará grupos locais a conseguirem fontes de financiamento com *spreads* mais baixos e de longo prazo. Embora haja os que acreditam que o setor privado deveria buscar suas próprias soluções.

Acrescenta-se a isso o fato de que o estabelecimento de um cenário macroeconômico estável é condição essencial para a existência de melhores mecanismos de governança corporativa (Rabelo e Vasconcelos, 2002).

2.3.4 Ações preferenciais e a proteção aos acionistas não-controladores (minoritários)

A lei das Sociedades Anônimas nº 6.404, de 16 de dezembro de 1976, recebeu emendas em 1997, modificando algumas regras para permitir ao governo acelerar o programa de privatização. Especificamente tratando do *tag along*, permitiram que o governo recebesse por seus papéis em empresas antes de controle estatal, preços muito superiores aos dos demais acionistas (Souza, 2002, Osório, 2001).

Num mercado com características praticamente únicas, como a de que 100% das empresas listadas têm controle definido – o que significa que pelo menos 51% das ações

ordinárias em cada empresa podem ser associadas a um indivíduo, família ou grupo acionista –, esta atitude do governo teve suas conseqüências (Osório, 2001).

Entre os anos de 1999 e 2001, muitas empresas cancelaram seu registro na Bolsa. Muitos destes processos se deveram ao detrimento dos acionistas não-controladores. Ao mesmo tempo, o número de ofertas públicas não foi o suficiente para compensar as que saíram do mercado, inclusive porque a liquidez estaria migrando para a NYSE (New York Stock Exchange), através dos ADRs (American Depositary Receipts), dentre outros motivos pela ausência de CPMF (contribuição provisória sobre movimentações financeiras), cobrada pelo governo brasileiro (Osório, 2001, *The struggle*, 2001).

“Entre 1994 e 1998 o número de empresas que executou programas de ADR é maior que o de emissões primárias no mercado doméstico” (Rocca, 2001: 62).

Ribeiro Neto e Famá (2002) apresentam dados que comprovam o atrofiamento da Bolsa, onde o número de empresas listadas na Bovespa vem caindo desde 1990. Os principais fatores responsáveis são: ações subavaliadas por causa da falta de transparência, então os empresários preferem fechar o capital; alto custo de manutenção da companhia aberta para atender as exigências da lei (os autores apresentam uma tabela com os custos); perda da confidencialidade no momento de passar informações ao mercado.

Por outro lado, há um estudo da consultoria McKinsey, realizado no ano de 2000 em cooperação com o Banco Mundial, com dados sobre o valor que o investidor estrangeiro confere às práticas de governança corporativa: cerca de 80% dos 90 investidores institucionais entrevistados consideram relevantes as questões referentes à governança, e o prêmio que estão dispostos a pagar pelas ações das empresas que possuem boas práticas é de cerca de 23% (Ribeiro Neto e Famá, 2002; Rocca, 2001).

De fato, existem evidências de que a configuração e a importância do mercado de capitais nos vários países dependem da proteção dada aos investidores e da garantia de aplicação da lei. Em resposta a isto, os prêmios de risco e, portanto, os custos de capital, são menores (Rocca, 2001).

Além disso, países que oferecem maior proteção aos acionistas minoritários apresentam maior número de empresas abertas e maior número de IPOs (oferta inicial de ações), ocorre menor grau de concentração de propriedade e o valor de mercado das empresas em relação ao valor patrimonial é comparativamente maior.

Rocca (2001) observa que a proteção para acionistas é mais fraca em países com uma tradição de lei civil (*civil law tradition*), comparativamente aos países onde predomina a lei comum (*common law*).

A conclusão é que a conformidade com regras de governança e de transparência mais exigentes trouxe impacto significativo sobre a atratividade das ações, com maior valorização e liquidez para os papéis, o que compensou os custos mais elevados do que os de emissões primárias (Rocca, 2001).

Assim, quando o governo brasileiro percebeu que a qualidade e a garantia dos direitos dos acionistas não-controladores levaria fatalmente a uma administração mais transparente e a um ambiente mais favorável para ofertas públicas, surgiu a necessidade de novas reformas (Souza, 2002).

A agenda de reformas do governo brasileiro teve foco em quatro princípios: melhorar a proteção dos direitos dos acionistas não-controladores, encorajar o ativismo dos acionistas, implementar princípios contábeis transparentes e fortalecer o *enforcement* da legislação (Osório, 2001).

Quatro anos após as emendas, em 31 de outubro de 2001, a lei nº 10.303 foi promulgada. Esta lei trouxe de volta alguns dispositivos modificados anteriormente, além de ter acrescentado princípios de governança corporativa. Algumas mudanças introduzidas por esta lei referem-se a: (1) estrutura de capital, (2) administração e (3) direitos dos não-controladores. Além disso, conseguiu fortalecer a CVM (Souza, 2002).

Antes da reforma da lei, a CVM era considerada devagar e burocrática. Frequentemente levava-se até seis anos para resolver casos de desacordo, o que desestimulava os investidores a reclamarem seus direitos. Por isso, foi transformada em um órgão regulador independente para supervisionar o mercado de capitais brasileiro (Finance, 2000, Osório, 2001; Rocca, 2001).

Quanto à estrutura de capital, desde que em 1990 foram revogados os títulos ao portador e os endossáveis, as empresas brasileiras foram obrigadas a reestruturar seu capital em ações ordinárias (geralmente com direito a voto) e ações preferenciais (geralmente sem direito a voto), que não poderiam constituir mais de 2/3 (dois terços) do capital da empresa. Deste modo, pouco menos de 17% do capital votante já era o suficiente para controlar a empresa. Com a lei nº 10.303, a composição muda para até 50% dos papéis emitidos sob forma de ações preferenciais. Como consequência, o percentual mínimo requerido para controlar a empresa aumenta (Souza, 2002, Osório, 2001).

À época da reforma da lei, os congressistas favoráveis afirmavam que tais medidas atrairiam novos investidores, e sem elas a única alternativa para as empresas seria o caro financiamento via banco (Finance, 2000).

Embora os direitos dos acionistas preferenciais tenham permanecido basicamente os mesmos, estes têm assegurado pelo menos uma das seguintes vantagens (Bovespa, Lei 10.303, Art.17):

- Participação na distribuição de dividendos equivalentes a 25% do lucro líquido do exercício, onde tem prioridade sobre no mínimo 3% do valor do patrimônio líquido da ação e, após isto, direito de participar em igualdade de condições com as ordinárias da distribuição da fatia do lucro restante.
- Direito de recebimento de dividendo pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária.
- Direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Quanto à administração, a grande discussão gira em torno do conselho de administração e da eleição de seus membros pelos diversos grupos de acionistas. Os membros e seus suplentes podem ser eleitos agora também por detentores de (Souza, 2002; Bovespa, Lei 10.303, Art.141):

- Ações de emissão de companhia aberta com direito a voto que representem, pelo menos, 15% do total das ações com direito a voto; e
- Ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta que representem, no mínimo, 10% do capital social.

Além disso, se nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito alcançarem os 10% do capital social, poderão combinar suas ações e juntos eleger um membro e seu suplente para o conselho de administração (Souza, 2002).

Outra inovação é instituída no parágrafo 7º do Art. 141 (Bovespa, Lei 10.303):

“Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão”.

Para Souza (2002) a consequência disto é que apesar do que a nova lei prevê quanto à eleição de membros do conselho por acionistas não-controladores, o controle da empresa por um grupo específico de acionistas poderá se manter.

Quanto à proteção dos não-controladores, a lei nº 10.303 trouxe de volta, dentre outros, dois dispositivos diretamente relacionados a este assunto. O primeiro trata do direito ao acionista dissidente de retirar-se da companhia recebendo um reembolso do valor das suas ações, observadas algumas normas (Souza, 2002, Osório, 2001, Finance, 2000).

O segundo trata do *tag along*, ou seja, o direito dos acionistas não-controladores receberem o mesmo tratamento dado aos controladores no momento de uma oferta pública para a venda da empresa. Este dispositivo havia sido retirado da legislação com o propósito de facilitar o processo de privatização das estatais e previa, anteriormente, uma relação de 100% de igualdade. Na nova lei, o comprador deve oferecer aos não-controladores no mínimo 80% do valor pago ao controlador, ou caso queiram permanecer com seus papéis, os não-controladores deverão receber dos compradores um prêmio equivalente à diferença entre o preço de mercado do papel e o preço pago ao acionista controlador (Souza, 2002, Osório, 2001, Finance, 2000).

O último ponto a ser destacado é a criação da Câmara de Arbitragem para agilizar a resolução de conflitos e evitar que cheguem aos tribunais (Souza, 2002; Bovespa, Lei 10.303).

2.3.5 Previdência: fundo de repartição x fundo de capitalização

Os fundos de pensão precisam apenas de taxas de retorno reais de cerca de 6%aa para assegurar seus compromissos futuros. Logo, se as taxas brasileiras atuais de curto prazo não caírem, não haverá interesse em investir em papéis de longo prazo (Finance, 2000).

A fim de aumentar a demanda por ações de fundos de pensão é preciso reformar o sistema brasileiro de previdência. O que se vê em mercados desenvolvidos é um grande consumo de ações por parte destes fundos.

Em 1966, Archer e D'Ambrosio já admitiam que os fundos de pensão vinham se tornando o maior comprador de ações. Muitas eram *blue chips*, mas também se preocupavam em adquirir papéis *high-grades* (com boa pontuação de acordo com sua segurança e risco).

Porém, no Brasil os trabalhadores devem pertencer aos sistemas de previdência do Estado, que são de repartição: uma composição da contribuição dos trabalhadores que estão na ativa, mais um empréstimo. Então, é necessário encorajar estes fundos a investir no longo prazo ao invés de no mercado especulativo (Finance, 2000).

Como o mercado de ações brasileiro é pequeno e ilíquido, representa uma fração pequena das necessidades de financiamento por parte do setor privado. Mudanças na legislação poderiam melhorar esta situação, em especial regras de transparência e de proteção

aos acionistas não-controladores. Além disso, há as altas taxas de juros praticadas e os problemas macroeconômicos (Rabelo e Vasconcelos, 2002).

Os fundos de pensão, em particular, devem ser incentivados a investir no longo prazo, pois aí é que surge a valorização e a contribuição para a adesão a estruturas de governança. Rabelo e Vasconcelos (2002) acreditam que há forças que levam à melhora dessas estruturas, dentre as quais o ativismo dos investidores institucionais, por isso sua preocupação com os fundos de pensão, que são grandes provedores de capital no mercado acionário. A partir do momento em que estes agentes tão ativos exigem padrões cada vez mais altos de transparência e proteção aos acionistas não-controladores, eles incentivam tais mudanças nas empresas que vêm buscar financiamento no mercado de capitais.

Mas esta realidade começa a mudar no Brasil. A CVM anunciou novas regras para a alocação de ativos de fundos de pensão, permitindo que mais ativos sejam alocados em empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 de Governança (que serão tratados no item 2.5) (O'Brien, Jul 2002).

Assim, os fundos de pensão podem aumentar gradualmente em seu *portfolio* a porcentagem de investimento em ações de empresas que adotaram regras de governança. Para os planos de pensão com contribuição definida, é permitido até 60% dos ativos nestas empresas, e para os fundos de pensão com benefício definido, é permitido até 45% dos ativos nestas empresas. Já o limite dos fundos para investir em empresas que não fazem parte deste segmento especial de listagem é de 35% e 30% respectivamente (Osório, 2001).

2.4 Plano Diretor do Mercado de Capitais (IBGC, 2002)

O IBMEC realizou um diagnóstico do mercado de capitais brasileiro. Este documento serviu de subsídio para debates no XVII Congresso da ABAMEC, realizado no início de abril de 2002 em Porto Alegre.

Contando com a colaboração de palestrantes, debatedores, participantes, e de cerca de duas dezenas de entidades do setor privado, além do governo, preparou-se um material que daria origem ao Plano Diretor do Mercado de Capitais.

A primeira seção deste documento apresenta a justificativa para a criação e execução de um Plano Diretor do Mercado de Capitais:

1. É essencial para a retomada e sustentação do crescimento da economia brasileira e de sua competitividade internacional;

2. Serve de instrumento para atingir objetivos sociais, ao criar condições financeiras adequadas à realização de investimentos;
3. Existem hoje obstáculos que comprometem o desenvolvimento, a funcionalidade e a imagem do mercado de capitais brasileiro.

A segunda seção traz as condições necessárias a sua funcionalidade e eficiência, sendo que deve oferecer recursos com custos e prazos comparáveis aos dos concorrentes internacionais:

- a) Condições de isonomia competitiva: taxas de juros, tributação e regulação em acordo com as melhores práticas internacionais;
- b) Condições de eficiência, definidas por:
 - Legislação: tratamento equitativo no relacionamento entre agentes econômicos, com adequada proteção aos investidores;
 - Transparência: padrões de contabilidade e demais critérios de divulgação que assegurem amplo acesso a todas as informações relevantes para a correta avaliação das expectativas de risco e retorno das aplicações;
 - *Enforcement*: garantia de respeito a leis e contratos pela eficaz operação de órgãos reguladores, do Poder Judiciário e ou de mecanismos de arbitragem;
 - Criação e preservação das condições de concorrência nos mercados;
 - Custos de transação: minimização de custos de transação e quaisquer outras restrições de natureza burocrática ou tributária que onerem a negociação nos mercados financeiros e de capitais.

O documento estabelece 12 diretrizes (conjuntos de ações voltadas para superar os obstáculos identificados e promover o desenvolvimento do mercado de capitais), e 50 ações específicas, que são o detalhamento das diretrizes.

A ação específica número 17 é bastante objetiva: *“Incentivar as empresas a aderirem ao Novo Mercado da Bovespa”*.

2.5 Novo Mercado

2.5.1 Antecedentes

O mercado de ações latino-americano vem encolhendo nos últimos anos, principalmente pela falta de incentivos ao investidor. Alguns perderam dinheiro por não

poderem compartilhar do prêmio pago aos acionistas controladores no momento da venda da empresa a multinacionais. Outros tiveram performances inferiores ao que teriam no mercado de renda fixa, que em países como o Brasil apresentam alto retorno, baixo risco e alta liquidez (O'Brien, Jul 2002).

Outro fator comumente apontado pelos autores, embora não sistematicamente comprovado, é que a maior parte das empresas na América Latina são familiares e, portanto, desconfiadas quanto ao mercado de capitais (O'Brien, Jul 2002, Galloway, 2001, Werner, 2001).

As empresas latino-americanas, dentre as quais as brasileiras endividaram-se realizando empréstimos em dólar numa época em que o acesso a este mercado era fácil. Com a disparada do dólar, começaram a perceber que é melhor ter mais acionistas não-controladores participando de seus negócios do que se endividar (O'Brien, Jul 2002).

Em meio a tantos pedidos de falência e perdas com empresas “ponto com”, a palavra de ordem é transparência. Para O'Brien (Jul 2002), foi uma surpresa o surgimento de mais um segmento de mercado de capitais no Brasil, onde, para a autora, o mercado de capitais está praticamente morto. Mais surpreendente ainda foi a primeira abertura de capital de uma empresa na América Latina em mais de um ano, da CCR – Companhia de Concessões Rodoviárias (O'Brien, Mar 2002).

Já para Maiden (2002), o Brasil tem das mais duras restrições a advogados estrangeiros e tem guardado para si seus desenvolvimentos, constituindo-se num mercado relativamente maduro e estável. Mas ainda é necessário simplificar o sistema brasileiro de impostos (cerca de 80, comparado a oito na China, país também em desenvolvimento), e melhorar o sistema de previdência social.

Na verdade, o movimento em direção à transparência já vem sendo construído há alguns anos no Brasil, antes mesmo do anúncio da criação do Novo Mercado. Talvez o primeiro passo tenha sido dado em 2001 com a fusão das nove bolsas brasileiras em uma, concentrando as atividades na Bovespa (Green, 2001).

Já o Novo Mercado, como comentado anteriormente, surgiu para estancar o fluxo de empresas migrando para a NYSE (Werner, 2001).

Atualmente, o BNDES oferece linhas de crédito com taxas de juros melhores para pequenas e médias empresas que estejam adequando-se aos princípios que regem o Novo Mercado (Osório, 2001).

Porém, a listagem da CCR no Novo Mercado recebeu uma concessão: o objetivo de manutenção de 25% do capital em circulação deverá ser alcançado dentro dos dois primeiros

anos após a listagem (O'Brien, Jul 2002). Isto preocupa Maiden (2002), para quem o modelo não deve admitir exceções, a fim de garantir sua seriedade. Além disso, o termo governança não pode se tornar um guarda-chuva para tantos outros conceitos, o que levaria a perder seu foco.

O fato, entretanto, é que esta possibilidade relativa à concessão de um período para enquadrar-se no percentual mínimo de ações em circulação está prevista no item 3.1.1 do Regulamento do Novo Mercado.

2.5.2 Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa

Alguns países na Europa organizaram experiências similares no mercado de capitais: *Neuer Markt* na Alemanha, *Nouveau Marche* na França, *TechMark* na Inglaterra, *Nuovo Mercato* na Itália. Estes mercados foram criados com o objetivo de atrair empresas de setores de rápido crescimento e alta tecnologia, como Internet, telecomunicações, mídia, biotecnologia, etc., através de um contrato privado celebrado entre empresa e a Bolsa como forma de adesão ao mercado.

No Brasil, a Bovespa criou o Novo Mercado, mas que ao contrário das experiências citadas, não faz qualquer restrição com relação ao setor ou tamanho das empresas participantes.

A vantagem para as empresas participarem é que deverão conseguir melhor precificação de suas ações, conseguindo com isso menores custos de captação, baseado no pressuposto de que os investidores dispõem-se a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência.

Para o investidor a vantagem é a maior segurança e a oportunidade de comprar o que a Bovespa chama "produto ação diferenciado", pois são negociadas apenas ações com direito a voto (ordinárias), que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia.

As empresas que descumprem o Regulamento de Listagem do Novo Mercado podem ser notificadas a fim de se regularizarem, receber multas, sofrer sanções não pecuniárias, como ter sua negociação de ações suspensa, ou até perder seu registro no Novo Mercado.

Para assegurar seu cumprimento foi criada a Câmara de Arbitragem do Mercado, que busca solucionar conflitos e controvérsias relacionadas ao Regulamento de Listagem. As empresas listadas comprometem-se a resolver tais problemas nos termos deste Regulamento.

As ações são negociadas através do Mega Bolsa, o sistema eletrônico de negociação da Bovespa, sendo que as ações do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa são diferenciadas pelo código de negociação, tendo divulgação separada e um índice próprio (IGC – Índice de Governança Corporativa). Também podem ser negociadas através do *home broker* (negociação via Internet).

As principais regras previstas no Regulamento do Novo Mercado são (Bovespa, 2002):

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital, para garantir uma certa liquidez já que o estabelecimento de um percentual mínimo de ações não pertencentes ao grupo de controle deverá aumentar a negociabilidade no mercado secundário;
- Extensão, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do USGAAP ou IAS GAAP, padrões reconhecidos internacionalmente que permitem maior exposição junto a investidores estrangeiros que, de outra forma, poderiam deixar de acompanhar e investir em certas empresas por não poderem analisar suas demonstrações contábeis;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Um outro fator que assegura a transparência nas negociações diz respeito às restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores, pelo fato de em alguns períodos disporem de informações importantes que os demais investidores não têm acesso, como no período de elaboração do balanço, por exemplo. Eles têm também o dever de

informar à Bovespa a quantidade e as características dos valores mobiliários dos quais sejam titulares – direta ou indiretamente –, bem como as negociações a serem efetuadas.

Além disso, há um período de 6 meses seguido por mais 6 meses de restrição à negociação dos valores mobiliários da companhia ingressante no Novo Mercado, por parte de seus acionistas controladores e seus administradores. O primeiro período proíbe a negociação e o segundo restringe a 40% dos papéis. Isto não se aplica a empresas que já tenham ações negociadas na Bovespa.

Quanto às informações a serem prestadas pelas empresas, incluem-se:

- Demonstração dos fluxos de caixa, indicando as alterações ocorridas segregadas em fluxos das operações, dos investimentos e dos financiamentos;
- Demonstrações financeiras elaboradas de acordo com padrões internacionais, como explicado anteriormente;
- Informações trimestrais em inglês ou elaboradas de acordo com padrões internacionais;
- Requisitos adicionais para as informações trimestrais, como informar a posição acionária de todo aquele que tiver mais de 5% do capital social da companhia, e informar a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia que pertençam a administradores, acionistas controladores e membros do conselho fiscal, dentre outros requisitos;
- Requisitos adicionais para as informações anuais;
- Reunião pública com analistas e interessados pelo menos uma vez por ano;
- Divulgação antecipada de calendário anual informando sobre eventos corporativos programados;
- Divulgação de informações sobre contratos com coligadas, controladas, administradores e acionistas controladores, sempre que um contrato ou contratos sucessivos ao longo de um ano atingirem R\$ 200.000 ou 1% ou mais do valor do patrimônio líquido da companhia;
- Divulgação de Acordos de Acionistas;
- Divulgação de Programas de Opções de Aquisições de Ações.

No caso de alienação de controle ou de aquisição de controle por meio de aquisições sucessivas, o comprador tem um prazo máximo de 90 dias para realizar oferta pública de compra de ações dos demais acionistas e, no caso do segundo, ressarcir os acionistas de quem

adquiriu ações nos seis meses anteriores à data de alienação de controle, no valor da diferença entre o que foi pago para estes e para o acionista alienante, atualizado.

O Regulamento prevê ainda as responsabilidades no momento da saída de uma empresa do Novo Mercado, de acordo com o motivo: para que os valores mobiliários por ela emitidos passem a ter registro para negociação fora do Novo Mercado, quando há cancelamento do registro de empresa aberta, ou para fins de reorganização societária. O retorno ao Novo Mercado fica vedado por dois anos, salvo quando ocorrer alienação de controle acionário após a saída da companhia.

Mas, como nem todas as empresas podem se enquadrar neste regulamento tão rapidamente, a Bovespa criou outros dois segmentos que já observam características de governança e transparência.

Para a Bovespa, entende-se governança como um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores com o propósito de valorizar as ações e outros ativos emitidos pela companhia. Assim, foram definidas "Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa", cuja adesão distingue a Companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa. Como no Novo Mercado, há exigências adicionais à legislação em termos de informação, que deverão ser disponibilizadas à Bovespa e nos *sites* das empresas.

As companhias Nível 1 comprometem-se principalmente com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, enquanto as companhias Nível 2 adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança e direitos adicionais para os acionistas minoritários.

As informações a serem prestadas pelas empresas são as mesmas que devem ser observadas pelas listadas no Novo Mercado. A questão da dispersão acionária também é comum aos três segmentos de listagem, buscando: garantia de acesso a todos os investidores interessados e distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído.

As principais exigências para as empresas participarem dos Níveis 1 e 2, de acordo com o Regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, são:

Nível 1	Nível 2
<ul style="list-style-type: none"> • Manutenção em circulação 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 de revisão especial; • Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; • Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options; • Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração; • Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do 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 de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais; • Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; • Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível; • Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Fonte: Adaptado de BOVESPA, 24/08/2002 e do Regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Bovespa, 2002).

As demais exigências referem-se a procedimentos quanto à assinatura de contrato, cancelamento de registro e distribuição pública de ações.

A alienação de controle das companhias Nível 2 é similar à do Novo Mercado. Ressalta-se apenas que, no caso de emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, a oferta pública deve alcançar no mínimo 70% do valor das ações ordinárias.

Como exigido pelo regulamento da Bovespa, as informações referentes às empresas encontram-se disponíveis no site <www.bovespa.com.br>. A página apresenta *link* para cada empresa, onde é possível encontrar as seguintes informações:

- Perfil (Revista da adesão ao Nível 1),
- Apresentação,
- Demonstrativos Financeiros e Informações Anuais,
- Assembléias e Reuniões da Administração,

- Comunicados,
- Contratos com partes relacionadas,
- Acordo de Acionistas,
- Calendário de eventos corporativos,
- Negócios com ações da Cia. realizados por administradores/controladores,
- Planos de negociação periódica,
- Programa de opção de compra de ações.

Em março de 2003, eram duas (2) as empresas listadas no Novo Mercado, vinte e sete (27) no Nível 1 e três (3) no Nível 2.

No entanto, o processo de fusão entre a Varig e a TAM foi negociado ao longo do primeiro semestre de 2003, resultando na saída das três empresas do grupo Varig do Nível 1, o que ocorreu em junho.

Em julho de 2003, mais três empresas já haviam aderido ao Nível 1: Metalúrgica Gerdau S.A., Cia. Brasileira de Distribuição (Grupo Pão de Açúcar) e Cia. Suzano de Papel e Celulose.

A lista a seguir contém as empresas listadas nos três segmentos em março de 2003, com seu nome de pregão, razão social, segmento de negociação e data de adesão. Para efeito desta pesquisa, as três empresas do grupo Varig foram desconsideradas, embora presentes nesta lista.

Nome do pregão	Razão Social	Segmento de Negociação / Adesão
ARACRUZ	Aracruz Celulose S/A	Nível 1 - 16/04/02
BRADESCO	Bco Bradesco S/A	Nível 1 - 26/06/01
BRADESPAR	Bradespar S.A.	Nível 1 - 26/06/01
BRASIL T PAR	Brasil Telecom Participacoes S.A.	Nível 1 - 09/05/02
BRASIL TELEC	Brasil Telecom S.A.	Nível 1 - 09/05/02
BRASKEM	Braskem S.A.	Nível 1 - 13/02/03
CCR RODOVIAS	Cia de Concessões Rodoviárias	Novo Mercado - 01/02/02
CELESC	Centrais Elétricas de Santa Catarina S/A	Nível 2 - 26/06/02
CEMIG	Cia Energetica De Minas Gerais-Cemig	Nível 1 - 17/10/01
CIA HERING	Cia Hering	Nível 1 - 13/12/02
GERDAU	Gerdau S.A.	Nível 1 - 26/06/01
ITAUBANCO	Bco Itau Holding Financeira S/A	Nível 1 - 26/06/01
ITAUSA	Itausa Investimentos Itau S/A	Nível 1 - 26/06/01
KLABIN	Klabin S.A.	Nível 1 - 10/12/02
MARCOPOLO	Marcopolo S/A	Nível 2 - 03/09/02
MANGELS INDL	Mangels Industrial S/A	Nível 1 - 21/03/03
NET	NET Serviços de Comunicação S/A	Nível 2 - 27/06/02
PERDIGÃO S/A	Perdigao S/A	Nível 1 - 26/06/01
RANDON PART	Randon Participacoes S/A.	Nível 1 - 26/06/01
RIPASA	Ripasa S/A Celulose E Papel	Nível 1 - 12/11/01
ROSSI RESID	Rossi Residencial S/A	Nível 1 - 05/02/03
SABESP	Cia Saneamento Básico Est São Paulo	Novo Mercado - 24/04/02
SADIA S/A	Sadia S.A.	Nível 1 - 26/06/01
TRAN PAULIST	Cia Transmissao Energia Eletr Paulista	Nível 1 - 18/09/02
UNIBANCO	Unibanco Uniao De Bancos Brasileiros S/A	Nível 1 - 26/06/01
UNIBANCO HLD	Unibanco Holdings S/A	Nível 1 - 26/06/01
VCP	Votorantim Celulose E Papel S.A.	Nível 1 - 14/11/01
VARIG	Varig S/A Viacao Aerea Riograndense	Nível 1 - 26/06/01
VARIG SERV	Varig Partic Em Serv Complementares S.A.	Nível 1 - 26/06/01
VARIG TRANSP	Varig Partic Em Transportes Aereos S.A.	Nível 1 - 26/06/01
VIGOR	S/A Fabr De Prods Alimenticios Vigor	Nível 1 - 04/10/01
WEG	Weg S/A	Nível 1 - 26/06/01

Fonte: adaptado do *site* da Bovespa, em março de 2003. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Natureza e método do estudo

Esta é uma dissertação de natureza descritiva.

Os estudos descritivos podem descrever as características de determinada população ou fenômeno ou estabelecer relações entre variáveis (Gil, 1988).

Apresentam como características alguns procedimentos de pesquisa: as questões de pesquisa exigem algum conhecimento prévio do problema a ser investigado (em contraste com os estudos exploratórios), o investigador deve definir claramente o que quer medir e como medir, e deve especificar quem deve ser incluso na população de estudo (Selltiz et al, 1959).

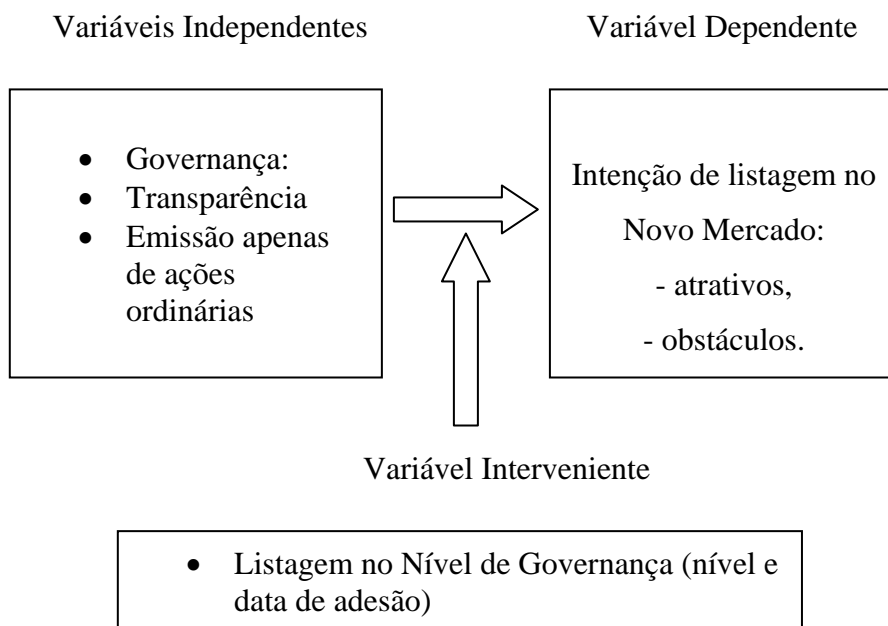
Embora não sejam tão flexíveis quanto os estudos exploratórios, pois todos os procedimentos devem ser cuidadosamente planejados, o objetivo é obter informações completas e acuradas a fim de proteger-se dos vieses. Se todas as etapas forem bem planejadas e executadas, o risco de viés diminui (Selltiz et al, 1959).

Além de descrever o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança, foram levantadas quais características são mais relevantes para um movimento das empresas do Nível 1 em direção à listagem no Novo Mercado, e quais constituem-se em obstáculos.

Quanto ao método, o levantamento ou estudo de campo é uma “. . . *interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer*”, sendo útil na identificação de opiniões e atitudes. Os instrumentos mais comuns para a coleta de dados em um levantamento são o questionário, a entrevista e o formulário (Gil, 1988).

3.2 Modelo Conceitual

Aqui são definidos os conceitos operacionais das variáveis. A seção 3.4.2 traz as formas de medição de cada variável, associadas à fonte e ao instrumento de coleta de dados.



Variáveis Independentes:

Com relação às duas primeiras variáveis independentes (governança e transparência) houve a necessidade de defini-las como construtos, a partir dos quais identificaram-se variáveis passíveis de medição. A terceira variável independente (emissão apenas de ações ordinárias), não necessita deste tipo de recurso, podendo ser mensurada. Em todos os casos, porém, as variáveis foram definidas a partir dos Regulamentos do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, constituindo itens previstos nos mesmos.

- Governança:
 1. Equilíbrio de direitos entre controladores e minoritários:
 - Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; em avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da companhia, e na escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia.
 - Tag along: extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais.
 2. Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração.
 3. Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.
- Transparência:
 1. Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP.

2. Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores.
 - Emissão apenas de ações ordinárias

Variável Dependente:

- Intenção de listagem no Novo Mercado:
Intenção de assinar o contrato de adesão às regras do Novo Mercado.

Variável Interveniente:

- Listagem no Nível de Governança:
Em qual Nível de Governança a empresa está listada – 1 ou 2, e há quanto tempo (data de adesão).

3.3 Amostra

O objetivo de se realizar uma amostragem é fazer generalizações sobre todo um grupo sem precisar examinar cada um de seus elementos, ou seja, a população inteira.

Este trabalho tem como foco de suas atenções apenas as empresas listadas até o mês de março de 2003 no Nível 1 de Governança, excetuando-se as três empresas do grupo Varig que deixaram a listagem, totalizando vinte e quatro (24) empresas. Sendo assim, em virtude do restrito número de unidades observáveis, optou-se por trabalhar com um censo desta população finita.

Como já explicado na Introdução do presente trabalho, justifica-se que teria sido possível estabelecer como população todas as empresas de capital aberto e, de forma probabilística, ter retirado uma amostra para o estudo. Mas, admitindo a característica comum a estas empresas de estarem listadas no Nível 1, além de sua predisposição a adotar regras de transparência e de dispersão acionária, considerou-se as mesmas uma população, e não amostra, a ser totalmente contemplada nas entrevistas.

Na análise dos dados, esperava-se que esta população pudesse ser dividida em dois grupos, comparando seus resultados. Assim, pretendia-se perceber possíveis diferenças entre o grupo que entrou espontaneamente e o que foi obrigado pela Resolução nº 280/02-CA da Bovespa (íntegra no Anexo A), de fevereiro de 2002:

“O Conselho de Administração da BOVESPA, por meio da Resolução n.º 280/02-CA, deliberou que as empresas que solicitarem registro nesta Bolsa e que, simultaneamente, estiverem pleiteando o registro de distribuição pública, primária ou secundária de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de emissão da companhia na CVM, deverão aderir, no mínimo, ao Nível 1 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” (Bovespa, 2002).

No entanto, infelizmente para este estudo, o último IPO (*Initial Public Offering*) ocorrido no Brasil foi justamente o da CCR, primeira empresa a aderir ao Novo Mercado, em fevereiro de 2002.

3.4 Procedimentos de campo

Os dados foram coletados de fontes primárias, através de entrevista estruturada.

Na entrevista estruturada existe uma relação fixa de perguntas abertas ou fechadas, com mesma ordem e redação para todos os entrevistados e que possibilita o tratamento quantitativo dos dados, mas não sua análise profunda (Gil, 1987).

Algumas características que devem ser levadas em consideração quando da escolha dos entrevistados são (Triviños, 1987):

- Antigüidade na comunidade;
- Conhecimento amplo e detalhado das circunstâncias que envolvem o objeto de estudo;
- Disponibilidade de tempo para as entrevistas; e
- Ser sucinto, mas vital, em sua colaboração.

Assim, observando estes itens, os entrevistados em cada uma das empresas pesquisadas são Analistas ou Diretores de Relações com os Investidores. O fato destes segmentos de listagem serem recentes (iniciaram em junho de 2001), atenua o primeiro item, referente à antigüidade na comunidade.

Quanto ao número de entrevistados, uma pessoa por empresa foi o suficiente para obter os dados necessários.

Cogitou-se a possibilidade de usar uma das técnicas de triangulação: (1) triangulação de métodos: checar a consistência dos dados gerados por diferentes métodos de coleta; (2) triangulação de fontes: checar a consistência de diferentes fontes de dados usando o mesmo método; (3) triangulação de analistas: usar múltiplos analistas / investigadores para rever os dados; (4) triangulação de teoria / perspectiva: usar múltiplas perspectivas ou teorias para interpretar os dados (Patton, 1990, Duncan, 1987, Yin, 1994).

No entanto, concluiu-se que as variáveis são tão objetivas e impessoais (não se trata aqui de um estudo comportamental), que usar uma segunda técnica, como a observação pessoal, por exemplo, não teria muito a acrescentar ao estudo. Da mesma forma, várias fontes (diferentes entrevistados dentro da mesma empresa), provavelmente apenas repetiriam os dados, já que todos têm acesso ao mesmo tipo de informação. Os tipos 3 e 4 não se aplicam a este estudo.

Em relação à validade e à confiabilidade do instrumento, a validade é definida como até que ponto as diferenças nas respostas refletem diferenças verdadeiras entre os indivíduos, grupos ou o que se estiver medindo e não erros constantes ou aleatórios (Selltiz et al, 1959). Assim, itens simples e curtos são recomendados para aumentar a validade, pois são mais fáceis de responder. Mas, devem ser representativos do construto que se quer medir e evitar jargões ou expressões ambíguas (Bearden e Netemeyer, 1999).

Já a confiabilidade determina o quanto da variação nas respostas entre os indivíduos é devido a inconsistências de medição. Então, deve se conseguir medidas independentes, porém comparáveis. Aumentando-se o número de indivíduos da população medidos é possível aumentar a confiabilidade, inclusive mais do que quando se repete a medição do mesmo indivíduo (Selltiz et al, 1959).

Logo, a realização de um censo melhora a confiabilidade. Além disso, é possível aumentar a consistência interna escrevendo o mesmo item de formas diferentes ou usando itens invertidos (*reverse-worded*), sugestão esta que foi aproveitada (Robinson et al apud Bearden e Netemeyer, 1999).

3.4.1 Instrumento

Quanto ao instrumento, o questionário utilizado na entrevista é composto de perguntas fechadas com escala do tipo Likert e perguntas abertas, com o propósito de verificar as anteriores. O mesmo foi aplicado presencialmente em alguns casos e, nos demais, por email seguido por contato telefônico. A disponibilidade do entrevistado foi o que definiu o modo de aplicação.

Fontes secundárias foram utilizadas exclusivamente para a definição das empresas que participaram da pesquisa, recorrendo-se aos documentos e tabelas do *site* da Bovespa, onde consta a data de adesão das empresas a cada Nível.

Com relação à construção da escala, os seguintes pontos, retirados da literatura, foram observados.

Uma escala possui itens e cada um deles deve medir algo específico. São construídas de forma que números diferentes possam ser atribuídos a sujeitos diferentes para indicar quantidades diferentes de propriedade ou atributo em mensuração (Kerlinger, 1980).

“As técnicas de escala se aplicam quando o problema é ordenar uma série de itens ao longo de um contínuo” (Goode e Hatt, 1969: 299). Implica transformar fatos qualitativos, que são os atributos, em uma série quantitativa: as variáveis.

“A escala sempre tem por hipótese a existência de um contínuo de algum tipo. Sua natureza deve ser deduzida do caráter dos itens selecionados para formar a escala” (Goode e Hatt, 1969: 301).

Itens não relacionados não são incluídos na mesma escala. O conhecimento amplo do assunto, através do estudo da literatura e de conversas com especialistas ajudará a identificar o que se deseja medir e guiará o processo de construção da escala. Por isso, lembra-se que cada escala contém na verdade uma amostra do possível universo de itens (Goode e Hatt, 1969).

Com os trabalhos de Likert, cada item se transformou numa escala e o resultado total de vários destes itens é considerado uma medida de atitude, então não é mais preciso um número tão grande de itens. Além disso, para a elaboração dos itens costumava-se usar juízes, especialistas no assunto; mas a partir dos trabalhos de Thurstone a importância destes juízes na construção dos itens diminuiu, sendo o seu uso dispensável (Goode e Hatt, 1969).

Porém, há critérios para a construção das frases nos itens (Goode e Hatt, 1969: 338-339):

- “- tanto quanto possível, as opiniões devem refletir a atitude presente do indivíduo e não suas atitudes passadas (. . .);*
- verificou-se que as frases que contêm mais de uma idéia tendem a ser ambíguas (. . .);*
- devem-se evitar afirmações que evidentemente só serão aceitas por um número muito restrito de pessoas (. . .);*
- cada opinião selecionada para a escala de atitude deve, de preferência, ser constituída de maneira que seja possível aos indivíduos de ambos os extremos da escala concordarem com ela (. . .);*
- tanto quanto possível as afirmações devem ser livres de conceitos correlatos e confusos (. . .);*
- a gíria pode ser evitada exceto quando serve ao propósito de descrever uma atitude mais brevemente do que se o fosse de outra forma (. . .)”*.

Kerlinger (1980) sugere o uso da análise fatorial quando for preciso reduzir a massa de informações e fenômenos que nos rodeiam a uma forma e tamanho manejáveis. Descobrendo quais variáveis estão correlacionadas com outras, é possível combiná-las e reduzir o número

de variáveis, sem perder muita informação. Assim, a análise fatorial ajuda a definir quais testes devem ficar juntos e quais podem ser excluídos.

Hair (1998) complementa: a análise fatorial ajuda a determinar as dimensões da estrutura e a perceber quanto cada variável é explicada por cada uma destas dimensões.

Logo, a análise fatorial só faz sentido em estudos nos quais é importante reduzir o número de variáveis, já que o objetivo é condensar a informação obtida em um grande número de variáveis originais em um conjunto menor de fatores, com perda mínima de informação.

Como neste estudo as variáveis estão bem definidas pelos itens constantes dos Regulamentos dos Níveis 1 e 2 e do Novo Mercado, não há necessidade de se aplicar análise fatorial no tratamento inicial das variáveis.

A leitura dos dois trabalhos de doutorado na USP, a seguir comentados, trouxe algumas sugestões para o uso da escala de Likert, bem como para a forma de análise dos dados.

Lepsch (2001) usou uma escala de 5 pontos e fez a análise por variável, ou seja, agrupou todas as questões relativas a cada variável / construto e colocou na ordem de maior concordância para menor. Realizou análises individual e global, onde admitiu que frequências conjuntas de pontuações 4 e 5 superiores a 70% significam alto grau de concordância na questão / variável. Ou seja, se mais de 70% dos respondentes decidem-se pelos pontos 4 ou 5, há alto grau de concordância com a afirmação contida na questão. Entre 50% e 70% há média concordância e abaixo de 50% baixa.

Oliveira Neto (2000) também usou escala Likert de 5 pontos. Na análise, num primeiro momento ele somou o percentual em cada resposta (1, 2, 3, 4 e 5) de todas as questões relativas à mesma variável. Depois, ele usou a técnica estatística para estudos paramétricos ANOVA para comparar as médias dos dois grupos e definir se eram iguais ou diferentes (grupos de respondentes de acordo com a formação superior: administração, economia, contabilidade etc.).

O instrumento utilizado neste trabalho compõe-se de quatro partes, além da introdução:

1ª) Introdução: apresentação da justificativa para a realização desta pesquisa, agradecimento antecipado ao respondente, identificação da empresa.

2ª) Parte I: escala de Likert de cinco pontos para definir dentre os construtos e suas variáveis quais constituem obstáculos e/ou atrativos. Antecedido por uma definição de atrativo e de obstáculo, além da explicação dos conceitos dos números na escala.

3ª) Parte II: o objetivo é estabelecer o prazo necessário para adequar-se aos itens constantes dos Regulamentos. Assim, todas as variáveis são listadas. Usa escala de Likert com um sexto ponto: não se aplica, para os itens que já estão em prática na empresa. Antecedido por uma explicação dos conceitos dos números na escala. Todas as perguntas estão focadas na possibilidade de se adequar ao item em X tempo (até 3 anos, mais de 3 anos). Perguntar sobre a possibilidade em vez de diretamente sobre quando será alcançado tem como objetivo deixar claro para o respondente que não se pretende aqui fazer previsões de mercado, e sim identificar em termos temporais a dificuldade de se atender todos os requisitos. Com relação ao prazo, o interesse está em identificar dentro do médio e do longo prazo. A opção de curto prazo não foi trabalhada, por acreditar-se que as empresas recém-ingressadas no Nível 1 teriam esperado mais, caso pudessem se adequar às exigências do Nível 2, listando-se diretamente neste Nível. Além disso, o número de questões no questionário diminuiu consideravelmente com a eliminação desta terceira opção de prazo, o que contribuiu com a facilidade e disposição do entrevistado para respondê-lo.

4ª) Parte III: serve para checar os resultados da Parte II. Usa escala de Likert de cinco pontos para afirmações comparativas de duas variáveis por vez: *é mais rápido* fazer 1 do que 2.

5ª) Parte IV: é composta de três perguntas abertas, que poderão ser cruzadas com a análise das partes anteriores:

- Quando a empresa estará listada no NM?
- Há a possibilidade de passar primeiro pelo Nível 2 ou irá direto para o NM?
- A empresa cogita ou já cogitou a possibilidade da Bovespa decidir encerrar o NM devido à baixa adesão? Qual seria o posicionamento da empresa neste caso?

3.4.2 Estrutura da coleta de dados

Tipo de variável	Indicador	Questão	Escala	Fonte	Instrumento
Independentes:					
Governança	Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias.	1. É um atrativo? 2. É um obstáculo? 3. É possível adequar-se? 4. No médio ou no longo prazo?	Questões 1 e 2: 5 concordo plenamente 4 concordo em parte 3 não concordo nem discordo 2 discordo em parte 1 discordo totalmente	Diretor de Relações com os Investidores	Entrevista estruturada
	Tag Along				
	Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração.				
	Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.				
Transparência	Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP.		Questões 3 e 4: 6 não se aplica 5 concordo plenamente 4 concordo em parte 3 não concordo nem discordo 2 discordo em parte 1 discordo totalmente		
	Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores.				
Emissão de ações ordinárias	Emissão apenas de ações ordinárias.				

Dependente:						
Intenção de listagem no Novo Mercado	- Prazo previsto para superar os obstáculos. - Atratividade das características do NM e do Nível 2 de Governança.	1. Quando a empresa estará listada no NM? 2. Há a possibilidade de passar primeiro pelo Nível 2 ou irá direto para o NM? 3. A empresa cogita ou já cogitou a possibilidade da Bovespa decidir encerrar o NM devido à baixa adesão? Qual seria o posicionamento da empresa neste caso?	-	Diretor de Relações com os Investidores	Entrevista estruturada	
Interveniente:						
Listagem no Nível de Governança	Nível e data de adesão	Quando ocorreu a adesão? A qual nível?	-	Site da Bovespa	Análise documental	

3.4.3 Pré-teste

A fim de checar a adequação do instrumento ao propósito da pesquisa, foi aplicado um pré-teste a três empresas que fazem parte da população pesquisada.

A seguir, o instrumento utilizado e a avaliação de sua aplicabilidade.

Este questionário é parte de uma pesquisa de dissertação de mestrado da FEA/USP sobre o Novo Mercado. O objetivo é estudar a adesão das empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa aos demais níveis (Nível 2 e Novo Mercado).

As informações aqui coletadas são de caráter sigiloso, apenas os pesquisadores terão acesso às folhas de resposta, além do que a análise será feita globalmente, sem indicar resultados individuais de cada empresa.

Agradecemos antecipadamente a sua colaboração.

Empresa: _____ Data: _____

PARTE I: Nesta seção, são apresentados alguns itens que fazem parte dos Regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado, a fim de serem classificados como obstáculos e como atrativos.

São entendidos como obstáculos aqueles itens que atrapalham a mudança de nível, ou seja, que são difíceis de se conquistar ou realizar. Como atrativos entendem-se os itens que incentivam esforços para alcançar a mudança de nível ou estimulam a vontade de participar de outro nível. Logo, não são excludentes, um mesmo item pode constituir tanto um obstáculo como um incentivo.

A escala prevê as seguintes respostas:

5	4	3	2	1
concordo plenamente	concordo em parte	não concordo nem discordo	discordo em parte	discordo totalmente

O item “Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias” constitui um:

- 1. obstáculo.

5	4	3	2	1
- 2. atrativo.

5	4	3	2	1

O item “Tag Along” constitui um:

- 3. obstáculo.

5	4	3	2	1
- 4. atrativo.

5	4	3	2	1

O item “Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração” constitui um:

- 5. obstáculo.

5	4	3	2	1
- 6. atrativo.

5	4	3	2	1

5	4	3	2	1
----------	----------	----------	----------	----------

O item “Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários” constitui um:

--	--	--	--	--

7. obstáculo.

8. atrativo.

5	4	3	2	1

O item “Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP” constitui um:

9. obstáculo.

10. atrativo.

5	4	3	2	1

5	4	3	2	1

O item “Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores” constitui um:

11. obstáculo.

12. atrativo.

5	4	3	2	1

5	4	3	2	1

O item “Emissão apenas de ações ordinárias” constitui um:

13. obstáculo.

14. atrativo.

5	4	3	2	1

5	4	3	2	1

PARTE II: Nesta seção procura-se identificar o tempo necessário para adequar-se aos itens constantes dos Regulamentos.

A escala prevê as respostas anteriores, acrescidas da opção “não se aplica”, para os itens que já estão em prática na empresa.

6	5	4	3	2	1
não se aplica	concordo plenamente	concordo em parte	não concordo nem discordo	discordo em parte	Discordo totalmente

15. É possível adequar-se ao item “Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias” em até 3 anos.

6	5	4	3	2	1

16. É possível adequar-se ao item “Tag Along” em até 3 anos.

6	5	4	3	2	1

17. É possível adequar-se ao item “Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração” em até 3 anos.

6	5	4	3	2	1

18. É possível adequar-se ao item “Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários” em até 3 anos.

6	5	4	3	2	1

19. É possível adequar-se ao item “Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP” em até 3 anos.

6	5	4	3	2	1

20. É possível adequar-se ao item “Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores” em até 3 anos.

6	5	4	3	2	1

21. É possível adequar-se ao item “Emissão apenas de ações ordinárias” em até 3 anos.

6	5	4	3	2	1

PARTE III: Esta seção procura comparar os itens em termos de rapidez para se alcançá-los.
A escala prevê as seguintes respostas:

5	4	3	2	1
concordo plenamente	concordo em parte	não concordo nem discordo	discordo em parte	discordo totalmente

22. É mais rápido alcançar o proposto na pergunta 15 do que na 16.

5	4	3	2	1

23. É mais rápido alcançar o proposto na pergunta 16 do que na 17.

5	4	3	2	1

24. É mais rápido alcançar o proposto na pergunta 17 do que na 18.

5	4	3	2	1

25. É mais rápido alcançar o proposto na pergunta 18 do que na 19.

5	4	3	2	1

26. É mais rápido alcançar o proposto na pergunta 19 do que na 20.

5	4	3	2	1

27. É mais rápido alcançar o proposto na pergunta 20 do que na 21.

5	4	3	2	1

PARTE IV: Esta seção contém 3 perguntas abertas, porém objetivas:

28. Quando a empresa estará listada no NM?

29. Há a possibilidade de passar primeiro pelo Nível 2 ou irá direto para o NM?

30. A empresa cogita ou já cogitou a possibilidade da Bovespa decidir encerrar o NM devido à baixa adesão? Qual seria o posicionamento da empresa neste caso?

A) Avaliação do pré-teste

A aplicação do pré-teste mostrou-se bastante útil, pois foi possível perceber sua objetividade e clareza. Os três respondentes concordaram que não houve dificuldade alguma no preenchimento, inclusive alegando que se trata de temas relativos a governança, com o qual eles estão familiarizados.

No entanto, foi levantada por um dos respondentes a relevância da Parte III do questionário. Na verdade, como dito anteriormente (seção 3.4.1), esta parte destina-se a confirmar os resultados da Parte II, constituindo uma forma de aumentar a consistência interna do instrumento (vide seção 3.4). Ou seja, é um instrumento de controle para o pesquisador.

Além disso, um outro respondente apresentou seu desejo de expor os obstáculos para a adesão ao Novo Mercado, diferentes daqueles que integram o Regulamento. Para tanto, seria necessário construir um novo instrumento capaz de prever e/ou evitar tantos vieses do respondente que surgiriam a partir de perguntas abertas e com um grande número de possíveis respostas. Acredita-se que um trabalho como este, partindo do ponto de vista das empresas e não da Bovespa – como o presente trabalho –, e inclusive com o propósito de estabelecer relações de causa e efeito entre variáveis de mercado, adequar-se-ia a um projeto de tese de Doutorado.

Quanto ao processo, os respondentes foram contatados num primeiro momento por telefone, onde houve uma explicação por parte da pesquisadora de que se tratava de um pré-teste embutido em uma pesquisa de dissertação. Todos os respondentes preferiram receber o questionário por e-mail e, posteriormente, serem entrevistados por telefone sobre o preenchimento do mesmo (dificuldades, clareza etc.). As respostas foram enviadas prontamente (um dia a uma semana).

Quase todas as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa disponibilizam em seus *sites* nomes, telefones e endereços eletrônicos dos responsáveis pela área de Relações com os Investidores, o que facilita bastante este primeiro contato com a empresa, ao evitar um desgaste na identificação de uma pessoa qualificada para colaborar na pesquisa.

Assim, apesar da terminologia bastante específica em alguns casos, como a questão relativa ao *tag along*, acredita-se que o questionário atende ao que se propõe como instrumento de coleta de dados.

3.5 Método de análise

Triviños (1987) alerta para a precisa delimitação de técnicas, métodos, modelos e teorias que orientem a coleta e interpretação dos dados, podendo-se fazer análise quantitativa, apoiada em tratamento estatístico, ou qualitativa, que também pode ter apoio quantitativo, porém não se aprofundando na análise estatística.

“Análise é a categorização, ordenação, manipulação e sumarização de dados. Seu objetivo é reduzir grandes quantidades de dados brutos passando-os para uma forma interpretável e manuseável de maneira que características de situações, acontecimentos e de pessoas possam ser descritas sucintamente e as relações entre as variáveis estudadas e interpretadas” (Kerlinger, 1980: 353).

Creswell (1994) apresenta e compara os estudos quantitativos e qualitativos:

O estudo quantitativo é um processo de questionamento de problemas humanos ou sociais, baseado no teste de uma teoria composta de variáveis, medidas com números e analisadas com procedimentos estatísticos, com o fim de determinar se as generalizações previstas na teoria se confirmam.

A estatística é a *“forma de analisar dados obtidos de amostras para descrever a população”* (Kerlinger, 1980: 353).

O estudo qualitativo é um processo de questionamento de problemas humanos ou sociais, baseado numa realidade complexa, holística, cujo resultado é formado com palavras, reportando detalhadamente as informações dos respondentes, em entrevistas conduzidas no meio.

Estudos quantitativos são dedutivos, desenvolvem generalizações para melhor prever, explicar e entender fenômenos. Assim, hipóteses, conceitos e variáveis são definidos *a priori* e não são modificados ao longo da pesquisa. Estudos qualitativos são indutivos, as categorias “emergem” a partir das informações dos respondentes, logo não estão identificadas *a priori*.

O estudo quantitativo apresenta menor risco por ter um método já fixado e menos ambigüidades ocorrerem. O qualitativo não tem regras, nem procedimentos fixos.

No estudo quantitativo o problema surge da literatura. Já existe bastante literatura a respeito do assunto e as variáveis são conhecidas, podendo ser testadas e verificadas. No

qualitativo existe pouca informação a respeito do assunto, então tem que explorar o contexto para poder moldar a compreensão do fenômeno.

O pesquisador do estudo quantitativo vê a realidade de forma objetiva; algo pode ser medido objetivamente usando um questionário ou outro instrumento. Para o pesquisador qualitativo, a única realidade é a construída pelos indivíduos envolvidos na situação de pesquisa. Logo, são múltiplas as realidades.

No quantitativo o pesquisador está afastado e independente do que é pesquisado. No qualitativo ele interage. Assim, no primeiro os valores do pesquisador estão fora da pesquisa. No segundo, sofre influência.

Os tipos de estudos quantitativos, que estendem, completam ou replicam a literatura já existente sobre o assunto, são:

- Experimentais: experimentos reais com amostra, controlando as alterações.
- *Surveys*: coleta de dados para generalizar da amostra para a população.

Alguns tipos de estudos qualitativos são:

- Fenomenológicos: acompanha experiências humanas para estabelecer padrões de significados;
- Estudos de caso: explora uma só entidade ou fenômeno;
- Etnográficos: estuda um grupo cultural intacto em seu meio; etc.

Os instrumentos comuns no estudo qualitativo são: observação, entrevistas, documentos, material visual.

Mas, é possível combinar os dois paradigmas, com um dos objetivos seguintes: para entender melhor o fenômeno, para usar duas fases distintas (cada uma com um paradigma), ou para integrar os dois paradigmas. Exemplos são: uma coleta quantitativa + uma qualitativa, para checar os resultados; uma grande parte quantitativa + uma parte qualitativa, para ilustrar os dados do primeiro; uma quantitativa + uma qualitativa, para comparar.

Este é um estudo semi-quantitativo, que apresenta características quantitativas, porém não se aprofunda em análises estatísticas, já que toda a população foi pesquisada, não havendo amostra ou necessidade de generalizações. Além disso, a técnica de coleta de dados utilizada, a entrevista, é típica de estudos qualitativos, onde existe a interação entre o pesquisador e o entrevistado.

A estrutura de coleta de dados elaborada na seção 3.4.2 foi elaborada com o objetivo de auxiliar na análise dos dados após a sua coleta. Inicialmente seu papel foi o de desenhar a

pesquisa, concatenando as variáveis com o objetivo de cada questão da entrevista, além de apresentar as formas de obtenção dos dados.

Na verdade, para a análise dos dados foi utilizado um recurso de estatística básica, com o uso de frequências, similar ao estudo de Lepsch (2001), citado na seção anterior. Ou seja, admitiu-se que frequências conjuntas de pontuações 4 e 5 superiores a 70% significam alto grau de concordância na questão / variável, entre 50% e 70% média concordância e abaixo de 50% baixa.

Os resultados da primeira parte do estudo dizem respeito a identificar atrativos e obstáculos, e o tempo necessário para adaptar-se às exigências dos Regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado. Este tempo é medido em médio e longo prazo.

Num segundo momento, a análise deveria ser feita dividindo-se a população em dois grupos, para comparar as médias das empresas que entraram espontaneamente e as que foram forçadas pela já citada Resolução da Bovespa, o que infelizmente não foi possível devido a não abertura de capital no período considerado.

Como se trata de um estudo da população, e não da amostra, não se deve utilizar testes de hipóteses. O teste de hipóteses permite aceitar ou refutar uma hipótese através dos resultados de uma amostra. Testar hipóteses é um dos problemas a serem resolvidos pela inferência estatística, que por sua vez, serve para “... *fazer afirmações sobre características de uma população baseando-se em resultados de uma amostra*” (Morettin e Bussab, 1981). Quando temos a informação completa, colher uma amostra não é necessário.

Lapponi (1997: 276) corrobora:

“... *hipótese é uma afirmação acerca do valor de um parâmetro de uma população. A hipótese não é necessariamente verdadeira, ela pode ser correta ou errada, sendo necessário obter uma amostra para ajudar a definir sua validade*”.

É importante ressaltar que ao identificar quais exigências constituem atrativos e quais obstáculos, tais características não são excludentes, ou seja, uma mesma exigência pode ser difícil de se colocar em prática, porém representar uma motivação para se chegar ao Novo Mercado. Ao mesmo tempo, não se pretende comparar dentre os atrativos e obstáculos qual é mais forte e qual é mais fraco. Logo, o método quantitativo agiliza a análise por ter indicações padrões (concordo / discordo), diferentemente do que ocorreria com o método qualitativo, onde surgiriam respostas diferentes e haveria necessidade de se aplicar uma técnica como a análise de conteúdo.

Além disso, não se está julgando quais exigências devem ser mantidas e quais excluídas, mas sim discutindo a facilidade e o tempo necessário para se adaptar a tais

exigências, definido como médio ou longo prazo. Dentro desta linha, talvez futuramente, com novos IPOs acontecendo na Bolsa, será possível comparar a “agilidade” das empresas que deram o primeiro passo espontaneamente e as que foram forçadas.

Então, quanto à segunda parte proposta inicialmente para esta análise, quando houver dados suficientes será possível revelar se os dois grupos têm percepções semelhantes ou diferentes quanto às exigências do Nível 2 de Governança e do Novo Mercado.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados a seguir dispostos foram obtidos a partir de um questionário enviado a todas as empresas participantes do Nível 1, o qual 21 das 24 empresas responderam.

Os mesmos são apresentados de acordo com a variável independente que medem. As questões 1 a 8 e 15 a 18 tratam de governança. As questões 9 a 12 e 19 e 20 são as relativas à transparência e as questões 13, 14 e 21 são as referentes à emissão apenas de ações ordinárias.

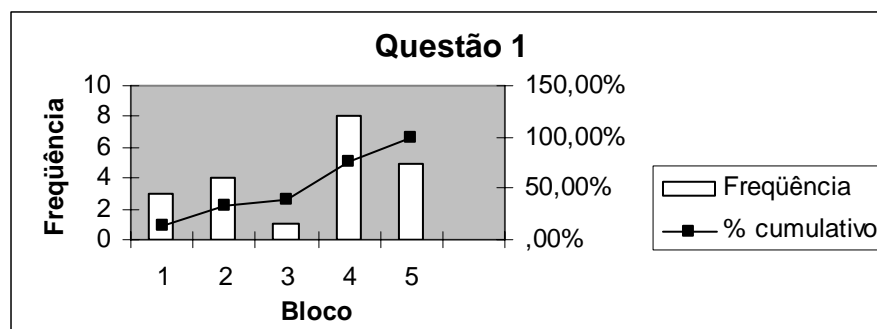
As questões 22 a 27 serviram ao seu propósito e confirmaram as respostas das questões 15 a 21. Quer dizer, não foi detectada contradição entre as respostas destas duas partes para nenhum dos entrevistados.

As questões abertas, 28, 29 e 30, têm seus resultados condensados e discutidos ao final.

Na questão 1, *O item “Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias” constitui um obstáculo*, houve média concordância, com 61,9% das respostas nas alternativas 4, concordo em parte, e 5, concordo plenamente.

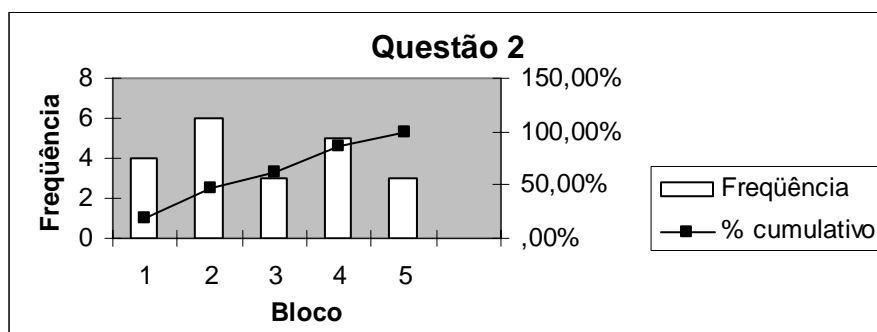
Quase todas as empresas posicionaram-se, quer concordando ou discordando (respostas 1 e 2), com apenas um entrevistado marcando a alternativa neutra.

<i>Bloco</i>	<i>Freqüência</i>	<i>Freqüência Relativa</i>	<i>% cumulativo</i>
1	3	14,29%	14,29%
2	4	19,05%	33,33%
3	1	4,76%	38,10%
4	8	38,10%	76,19%
5	5	23,81%	100,00%



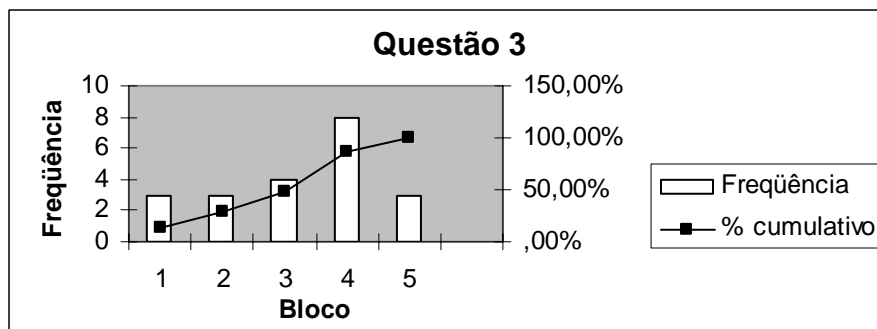
Na questão 2, O item “Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias” constitui um atrativo, o percentual acumulado de respostas 4 e 5 foi de 38,1%, caracterizando baixa concordância.

Bloco	Frequência	Frequência	
		Relativa	% cumulativo
1	4	19,05%	19,05%
2	6	28,57%	47,62%
3	3	14,29%	61,90%
4	5	23,81%	85,71%
5	3	14,29%	100,00%



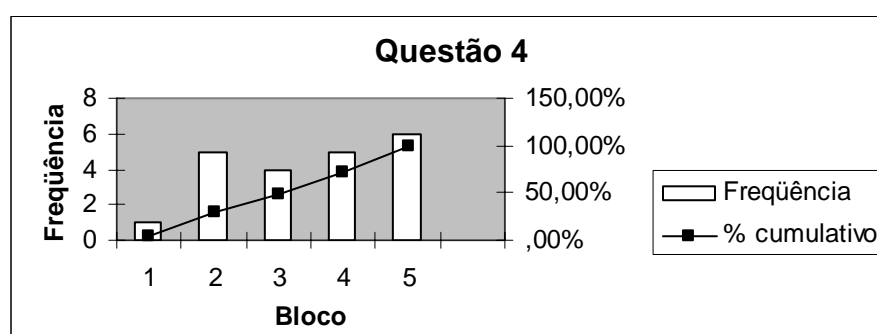
Na questão 3, O item “Tag Along” constitui um obstáculo, 52,38% dos entrevistados concordam, gerando uma média concordância que, no entanto, concentra-se na resposta 4, concordo em parte.

Bloco	Frequência	Frequência	
		Relativa	% cumulativo
1	3	14,29%	14,29%
2	3	14,29%	28,57%
3	4	19,05%	47,62%
4	8	38,10%	85,71%
5	3	14,29%	100,00%



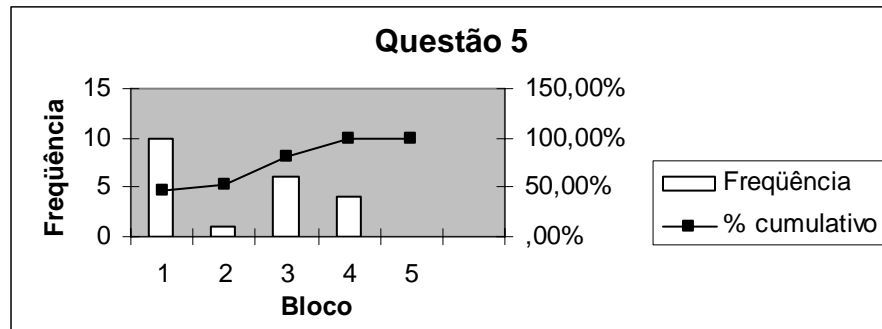
Na questão 4, *O item “Tag Along” constitui um atrativo*, o percentual de concordância coincidentemente também foi de 52,38%, de média concordância, no entanto, composto de forma diferente. Houve mais casos de pleno acordo (o dobro) e menos casos de discordância total (um terço).

Bloco	Frequência	Frequência	
		Relativa	% cumulativo
1	1	4,76%	4,76%
2	5	23,81%	28,57%
3	4	19,05%	47,62%
4	5	23,81%	71,43%
5	6	28,57%	100,00%



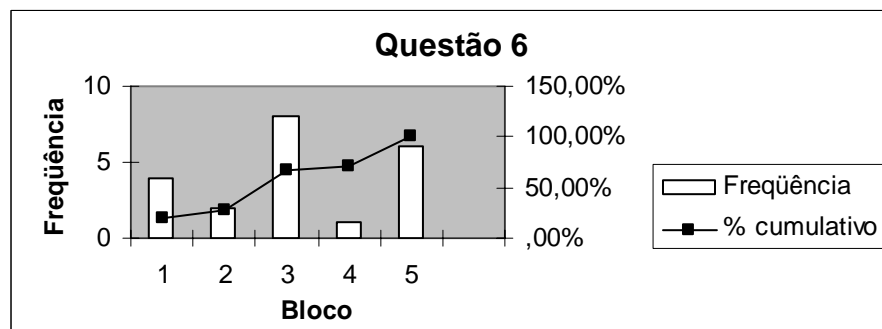
Na questão 5, *O item “Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração” constitui um obstáculo*, teve uma das menores concordâncias desta pesquisa, 19,05%, sendo todas as alternativas de concordância assinaladas como parcial (4). No outro extremo, o item que acumulou a maioria das respostas foi o 1, discordo totalmente, e apenas um respondente optou pela discordância parcial.

Bloco	Frequência	Frequência	
		Relativa	% cumulativo
1	10	47,62%	47,62%
2	1	4,76%	52,38%
3	6	28,57%	80,95%
4	4	19,05%	100,00%
5	0	0,00%	100,00%



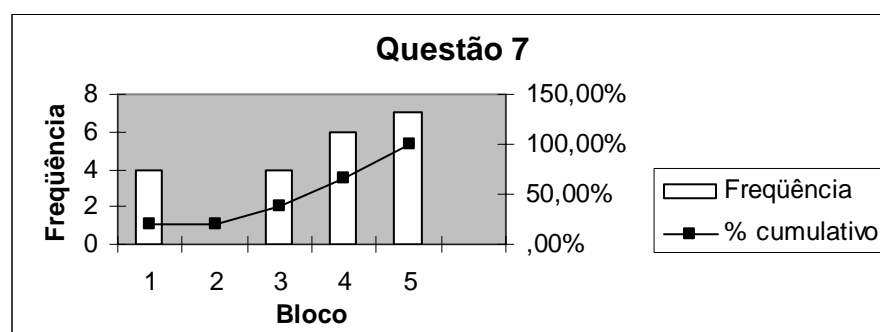
Na questão 6, O item “Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração” constitui um atrativo, houve baixa concordância, 33,33%. É, porém, um resultado curioso que praticamente 40% dos entrevistados tenham optado pela alternativa 3, não concordo nem discordo.

Bloco	Freqüência	Freqüência	
		Relativa	% cumulativo
1	4	19,05%	19,05%
2	2	9,52%	28,57%
3	8	38,10%	66,67%
4	1	4,76%	71,43%
5	6	28,57%	100,00%



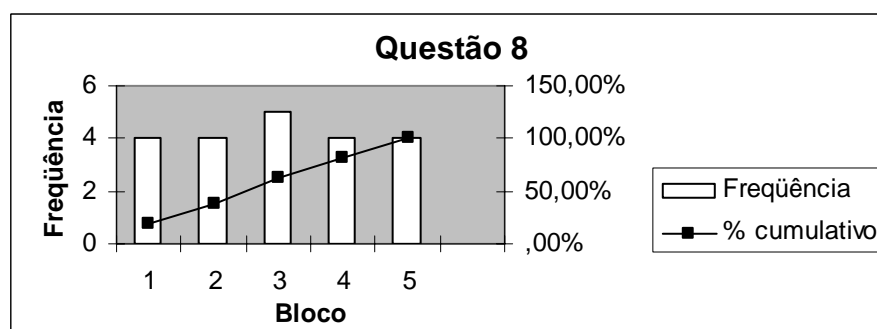
Na questão 7, O item “Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários” constitui um obstáculo, 61,9% dos entrevistados concordaram, caracterizando média concordância. Porém, os que discordaram o fizeram de forma enfática, assinalando a alternativa 1.

Bloco	Frequência	Frequência Relativa	% cumulativo
1	4	19,05%	19,05%
2	0	0,00%	19,05%
3	4	19,05%	38,10%
4	6	28,57%	66,67%
5	7	33,33%	100,00%



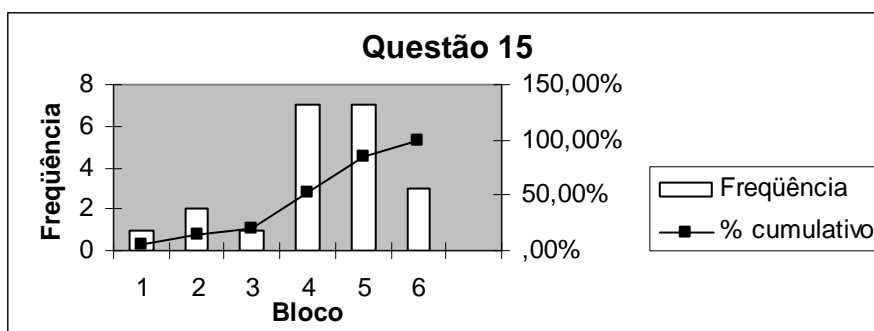
Na questão 8, O item “Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários” constitui um atrativo, a concordância foi baixa, com 38,1% das respostas concentradas em 4 e 5. Na verdade, cada alternativa obteve praticamente o mesmo percentual de respostas.

Bloco	Frequência	Frequência Relativa	% cumulativo
1	4	19,05%	19,05%
2	4	19,05%	38,10%
3	5	23,81%	61,90%
4	4	19,05%	80,95%
5	4	19,05%	100,00%



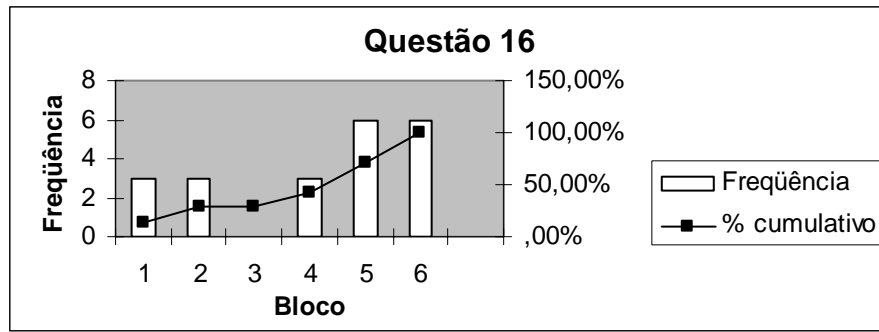
Na questão 15, *É possível adequar-se ao item “Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias” em até 3 anos*, o percentual de concordância, excluindo-se a alternativa 6, que observa as empresas que já atendem ao requisito e que totalizam 14,29% dos entrevistados, foi alta, 77,78%.

Bloco	Frequência	Frequência Relativa	% cumulativo
1	1	4,76%	4,76%
2	2	9,52%	14,29%
3	1	4,76%	19,05%
4	7	33,33%	52,38%
5	7	33,33%	85,71%
6	3	14,29%	100,00%



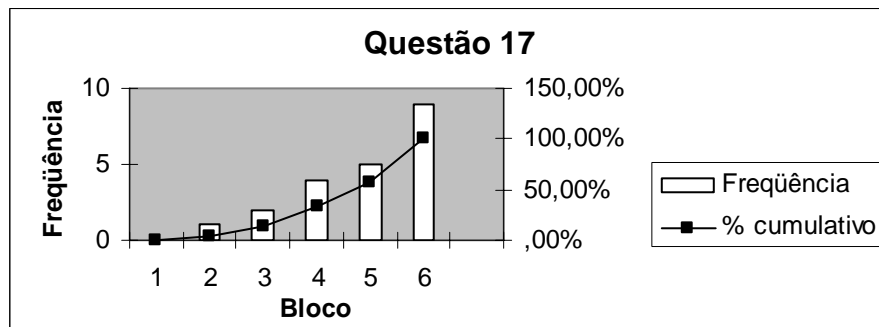
Na questão 16, *É possível adequar-se ao item “Tag Along” em até 3 anos*, excluindo-se a alternativa 6, 60% dos entrevistados concordaram, sendo média concordância. Esta foi a única questão na qual todos os entrevistados se posicionaram; não houve resposta neutra. Com relação às empresas que já atendem ao requisito, constituem quase 30% do grupo.

Bloco	Frequência	Frequência Relativa	% cumulativo
1	3	14,29%	14,29%
2	3	14,29%	28,57%
3	0	0,00%	28,57%
4	3	14,29%	42,86%
5	6	28,57%	71,43%
6	6	28,57%	100,00%



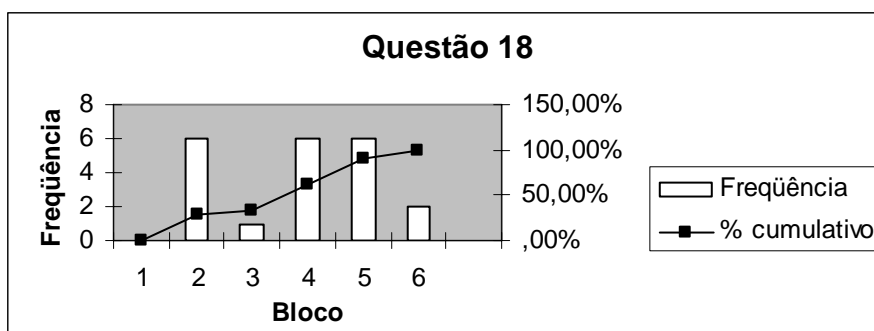
Na questão 17, *É possível adequar-se ao item “Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração” em até 3 anos*, excluindo-se a alternativa 6, houve alta concordância, 83,33% de respostas. Apenas um entrevistado discordou parcialmente e nenhum totalmente. Quanto a este item do regulamento, 42,86% das empresas já praticam.

Bloco	Freqüência	Freqüência Relativa	% cumulativo
1	0	0,00%	0,00%
2	1	4,76%	4,76%
3	2	4,76%	14,29%
4	4	23,81%	33,33%
5	5	23,81%	57,14%
6	9	42,86%	100,00%



Na questão 18, *É possível adequar-se ao item “Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários” em até 3 anos*, excluindo-se a alternativa 6, houve média concordância, com 63,16%. Ainda são poucas as empresas que já praticam o item, apenas duas.

Bloco	Frequência	Frequência	
		Relativa	% cumulativo
1	0	0,00%	0,00%
2	6	28,57%	28,57%
3	1	4,76%	33,33%
4	6	28,57%	61,90%
5	6	28,57%	90,48%
6	2	9,52%	100,00%



Para fins de governança, é possível estabelecer algumas considerações a respeito do que os dados indicam.

As questões 1 e 2 indicam que oferecer *“direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias”*, constitui um obstáculo, mas não um atrativo. Embora seja um obstáculo, ou seja, difícil de se colocar em prática, é possível fazê-lo no médio prazo para quase 80% das empresas.

As questões 3 e 4 colocam o *“tag along”* tanto como obstáculo, bem como atrativo. Com relação ao prazo, todos os entrevistados expressaram opinião, sendo que pouco mais de 50% acredita que no médio prazo será possível aplicá-lo. Além disso, quase 30% afirmam já oferecer aos acionistas não-controladores este direito.

O *tag along* gerou muita discussão, principalmente pela alteração da lei pelo governo para beneficiar-se no período das privatizações, em 1997, e novamente quando da sua reintegração na votação da Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, em 2001. A discussão ficou pública, com a atenção da mídia e da comunidade acadêmica, contribuindo para o posicionamento em defesa do acionista não-controlador.

Juntamente com uma postura mais em acordo com o que se vê nos mercados internacionais, a governança corporativa começou a ganhar voz no Brasil através de matérias como esta. Aliás, o *tag along* talvez seja a matéria mais reivindicada pelos acionistas não-controladores atualmente.

O *tag along* pode ser visto como atrativo pela percepção da empresa de que isto agradará aos investidores. No entanto, é um obstáculo, e isso se reflete na sua consecução. Embora seja maioria, apenas uma parte dos entrevistados acredita que o conseguirá no médio prazo; uma parcela considerável só conseguirá no longo prazo.

Já o direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, para quase 80% dos entrevistados pode ser realizado no médio prazo, embora seja também um obstáculo, mas não tenha sido considerado um item atrativo.

Esta matéria ainda não é um atrativo porque não tem sofrido as pressões que o *tag along* tem. Ambos os itens estão muito relacionados a poder, um de decisão e o outro de barganha, e ninguém gosta de perder poder. Mas, o segundo tem sofrido pressões, o que justificaria ser encarado como atrativo para a empresa praticá-lo, enquanto o primeiro não.

Pelas questões 5 e 6, o “*mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração*” não constitui um obstáculo, mas também não é um atrativo. Quase todos concordam que é possível aplicá-lo no médio prazo e quase 40% das empresas já o fazem.

O mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração é um instrumento de proteção ao acionista não-controlador, inclusive com sua representação e, portanto, serve para diminuir a expropriação que o mesmo sofre por parte do acionista controlador.

Os entrevistados discordaram de sua dificuldade de aplicação na empresa, mas também não concordaram que seja um atrativo. Então, este talvez seja um outro exemplo de questão que não é tão interessante para o controlador e ainda não foi muito exposta a discussões, por isso não aparece como atrativo, mas que é fácil de se aplicar, e por este motivo não constitui um obstáculo.

Além disso, há de se tornar a mencionar a limitação deste instrumento, para justificar o porquê de não ser considerado obstáculo. Souza (2002), na página 28 deste trabalho, alerta sobre o fato de que está prevista a eleição de membros do conselho por acionistas não-controladores, mas com garantias ao acionista ou grupo de acionista com mais de 50% “. . . das ações com direito a voto de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros . . .” previsto no estatuto.

Assim, pode ser relativamente insignificante para o acionista controlador ter um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração em sua empresa.

Por outro lado, analisando-se novamente a questão 6, verifica-se que quase 40% das empresas assinalaram a alternativa neutra, não concordo nem discordo, com relação ao item constituir um atrativo. Ao observar-se o resultado da questão 17, descobre-se que mais de 40% das empresas já conta com o mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração, o que pode indicar que para estas empresas, pelo menos, este item já não merece grande consideração, quer como obstáculo ou como atrativo, pois já está sendo amplamente praticado.

As questões 7 e 8 indicam que a “*adesão à Câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários*” é considerada um obstáculo, mas não um atrativo, embora tenha dividido as opiniões. Quanto ao prazo, a maioria das respostas aponta o médio prazo para que isto ocorra.

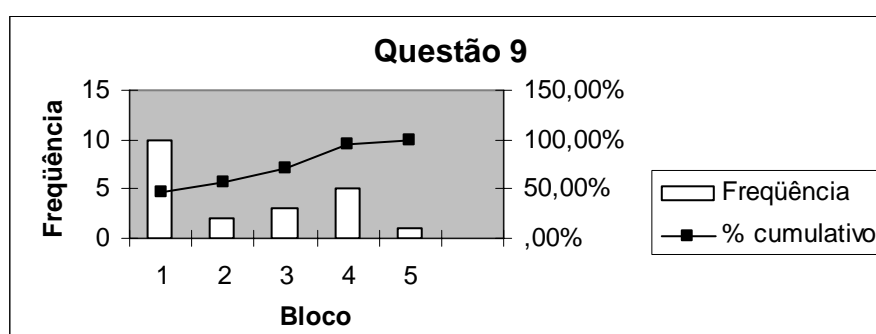
Quanto à caracterização como obstáculo, o maior número de respostas se concentrou na alternativa 5, concordo totalmente. Seria isto reflexo da falta de confiança neste sistema? Mas neste caso, há de se considerar que uma interpretação válida seria a de que os respondentes não avaliam a Câmara de Arbitragem como um bom substituto para a justiça brasileira, o que seria um dado surpreendente, pela morosidade desta última em resolver conflitos.

O fato de acreditarem que no médio prazo será possível aderir à Câmara, no entanto, pode indicar que existem dúvidas quanto ao seu funcionamento, mas à medida que as empresas forem aderindo, as demais estarão observando seu êxito.

Ao avaliar como atrativo, as respostas ficaram bastante divididas, alguns acham que sim, outros acham que não, e há os que não souberam dizer. Este pode ser mais um reflexo da falta de confiança no novo sistema, mostrando que ainda estão resabiados em relação à sua funcionalidade.

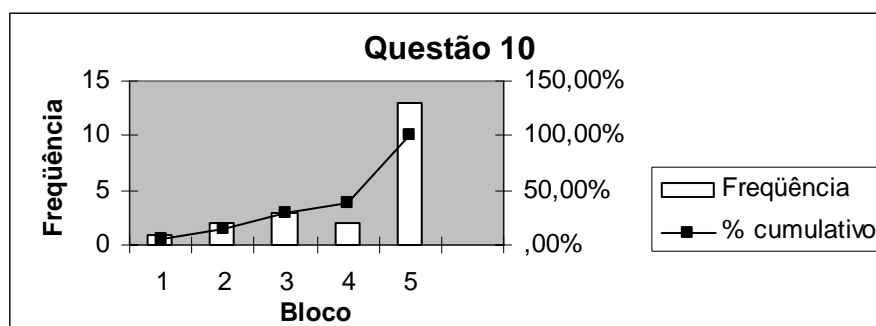
Na questão 9, O item “Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP” constitui um obstáculo, a concordância foi baixa, 28,57% dos entrevistados. Quase 50% dos entrevistados posicionaram-se na alternativa 1, discordo totalmente.

Bloco	Frequência	Frequência Relativa	% cumulativo
1	10	47,62%	47,62%
2	2	9,52%	57,14%
3	3	14,29%	71,43%
4	5	23,81%	95,24%
5	1	4,76%	100,00%



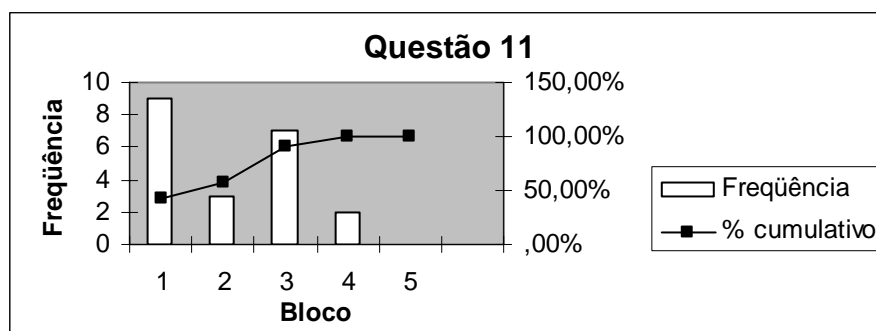
Na questão 10, O item “Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP” constitui um atrativo, 71,43% dos entrevistados concordaram, caracterizando alta concordância. Inclusive, mais de 60% dos entrevistados concordaram plenamente, assinalando a alternativa 5.

Bloco	Frequência	Frequência Relativa	% cumulativo
1	1	4,76%	4,76%
2	2	9,52%	14,29%
3	3	14,29%	28,57%
4	2	9,52%	38,10%
5	13	61,90%	100,00%



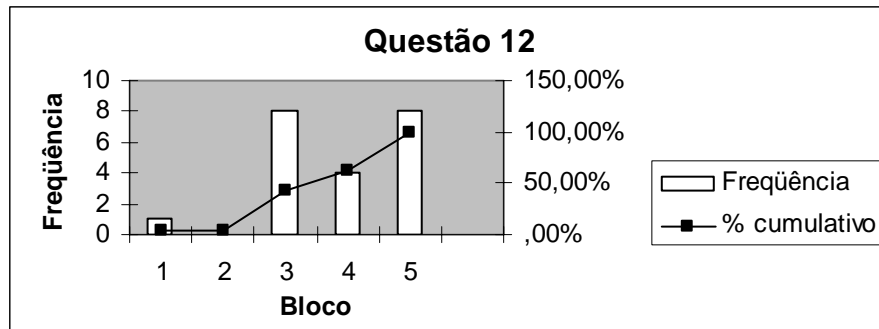
Na questão 11, *O item “Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores” constitui um obstáculo*, obteve a mais baixa concordância, 9,52%, todas assinaladas como concordância parcial. No entanto, um terço das empresas absteve-se de emitir opinião nesta questão.

Bloco	Freqüência	Freqüência Relativa	% cumulativo
1	9	42,86%	42,86%
2	3	14,29%	57,14%
3	7	33,33%	90,48%
4	2	9,52%	100,00%
5	0	0,00%	100,00%



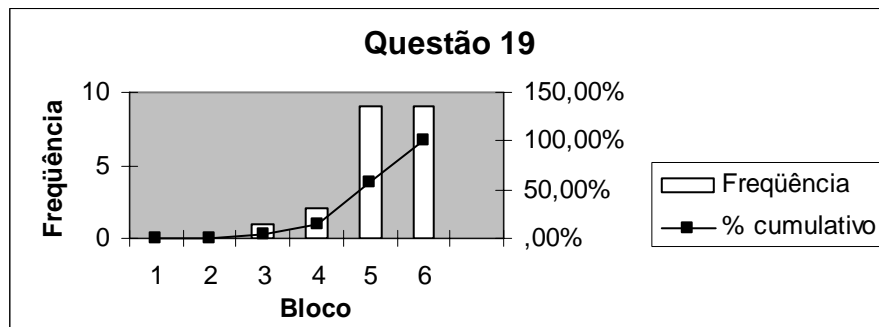
Na questão 12, *O item “Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores” constitui um atrativo*, houve média concordância, com 57,14%. Porém, quase 40% dos entrevistados, assim como na questão anterior, assinalaram a alternativa neutra. Efetivamente, apenas uma empresa discordou totalmente e nenhuma parcialmente.

Bloco	Freqüência	Freqüência Relativa	% cumulativo
1	1	4,76%	4,76%
2	0	0,00%	4,76%
3	8	38,10%	42,86%
4	4	19,05%	61,90%
5	8	38,10%	100,00%



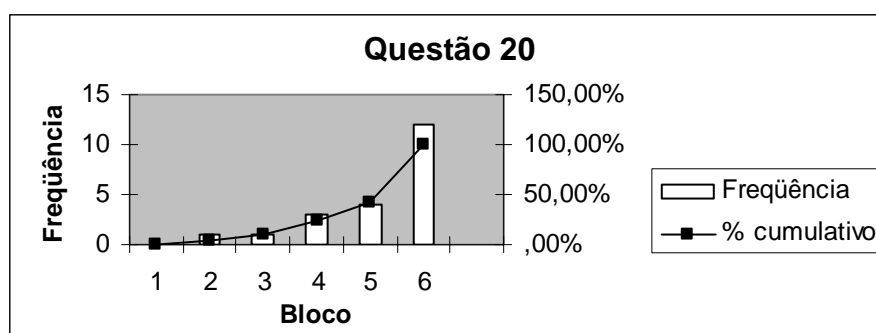
A questão 19, *É possível adequar-se ao item “Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP” em até 3 anos*, teve a mais alta taxa de concordância, com 91,67%, excluindo-se a alternativa 6. Nenhum dos entrevistados discordou nesta questão, e apenas um assinalou a alternativa neutra. Mais de 40% das empresas já aplicam este item.

Bloco	Frequência	Frequência Relativa	% cumulativo
1	0	0,00%	0,00%
2	0	0,00%	0,00%
3	1	4,76%	4,76%
4	2	9,52%	14,29%
5	9	42,86%	57,14%
6	9	42,86%	100,00%



Na questão 20, *É possível adequar-se ao item “Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores” em até 3 anos*, excluindo-se a alternativa 6, houve alta concordância, 77,78%. Apenas uma empresa discordou parcialmente. A maioria das empresas (57,14%) já atende a este requisito do Regulamento.

Bloco	Frequência	Frequência	
		Relativa	% cumulativo
1	0	0,00%	0,00%
2	1	4,76%	4,76%
3	1	4,76%	9,52%
4	3	14,29%	23,81%
5	4	19,05%	42,86%
6	12	57,14%	100,00%



Quanto à transparência, é possível estabelecer as seguintes considerações a respeito do que os dados indicam.

Nas questões 9 e 10, é possível perceber que *“demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP”*, não é considerada obstáculo, apenas atrativo, e pode ser alcançada pela maioria das empresas no médio prazo. Inclusive com a mais alta taxa de concordância, nenhuma discordância, e com mais de 40% das empresas já realizando demonstrações contábeis dentro dessas normas.

Nas questões 11 e 12, a *“assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores”*, também não é considerada obstáculo, apenas atrativo, e também pode ser alcançada pela maioria das empresas no médio prazo.

Além disso, os dois itens apresentam um alto índice de empresas que já o praticam, o primeiro com 42,86% das empresas, e o segundo com 57,14%.

Porém, muitos respondentes optaram pela alternativa neutra ao definir as restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores, em ambos os casos: obstáculo e atrativo. Já na questão das normas internacionais aplicadas às demonstrações

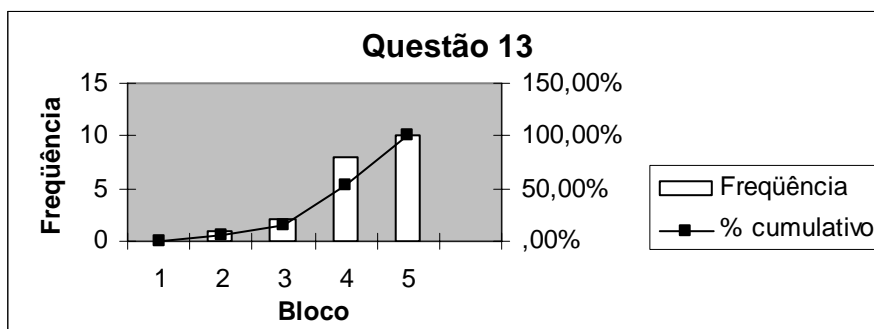
contábeis, quase todos os entrevistados foram enfáticos ao concordarem que é um atrativo e não um obstáculo.

Podemos relacionar ao fato de que muitas das empresas listadas no Nível 1 têm ADRs na Bolsa de Nova York; assim, esta exigência já vem sendo cumprida anteriormente ao próprio interesse de participar do Novo Mercado.

De qualquer forma, parece ficar bastante claro que os mecanismos que asseguram maior transparência estão sendo mais valorizados, neste primeiro momento, do que os relacionados à governança corporativa.

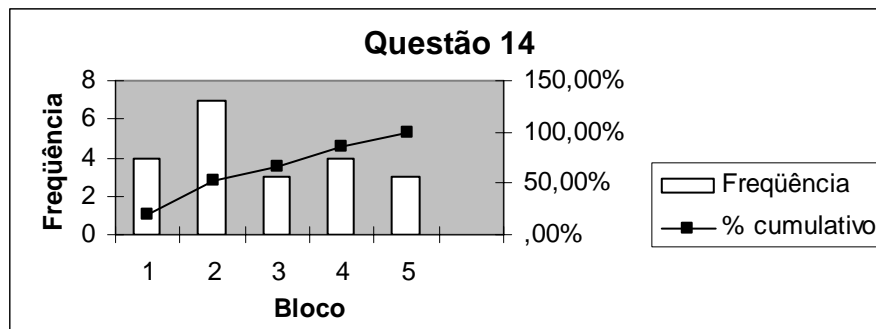
Na questão 13, *O item “Emissão apenas de ações ordinárias” constitui um obstáculo*, houve alta concordância, 85,71%. Apenas um entrevistado discordou parcialmente e dois não concordaram, nem discordaram.

<i>Bloco</i>	<i>Frequência</i>	<i>Frequência Relativa</i>	<i>% cumulativo</i>
1	0	0,00%	0,00%
2	1	4,76%	4,76%
3	2	9,52%	14,29%
4	8	38,10%	52,38%
5	10	47,62%	100,00%



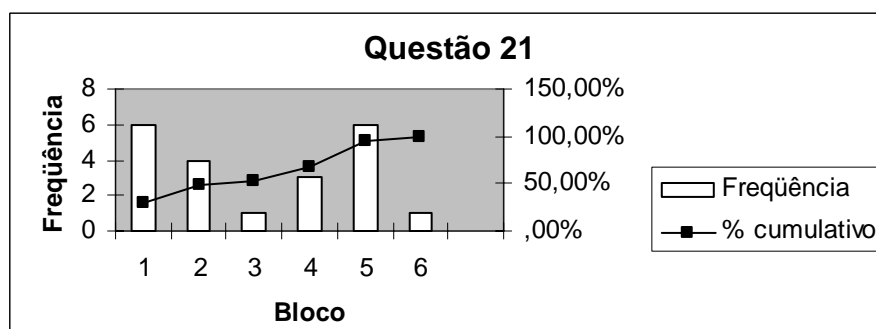
Na questão 14, *O item “Emissão apenas de ações ordinárias” constitui um atrativo*, houve baixa concordância, 33,33%. A alternativa mais assinalada foi a 2, discordo parcialmente.

<i>Bloco</i>	<i>Frequência</i>	<i>Frequência Relativa</i>	<i>% cumulativo</i>
1	4	19,05%	19,05%
2	7	33,33%	52,38%
3	3	14,29%	66,67%
4	4	19,05%	85,71%
5	3	14,29%	100,00%



Na questão 21, *É possível adequar-se ao item “Emissão apenas de ações ordinárias” em até 3 anos*, excluindo-se a alternativa 6, 45% dos entrevistados concordaram, havendo baixa concordância. Os resultados nos dois pólos, concordância e discordância, foram bastante similares. Curiosamente, uma empresa assinalou a alternativa 6, não se aplica, o que significaria que este item já é uma prática na empresa. No entanto, de acordo com a composição do capital social das empresas listadas na Bovespa, disponível no *site* da mesma, é possível verificar que a empresa em questão ainda possui ações preferenciais.

Bloco	Freqüência	Freqüência Relativa	% cumulativo
1	6	28,57%	28,57%
2	4	19,05%	47,62%
3	1	4,76%	52,38%
4	3	14,29%	66,67%
5	6	28,57%	95,24%
6	1	4,76%	100,00%



Na análise das questões relativas a emissão apenas de ações ordinárias, é possível perceber que é um obstáculo para a grande maioria das empresas, 85,71%, e que é difícil de atender este requisito no médio prazo, portanto o longo prazo é a opção da maioria dos entrevistados.

Uma das empresas assinalou a alternativa 6, não se aplica. Talvez nesta empresa exista uma preocupação de que em chamadas de capital futuras, apenas ações ordinárias sejam consideradas. De qualquer forma, é bastante claro aqui que a resposta foi assinalada de forma incorreta, levantando a possibilidade de que outras questões tenham sido interpretadas de forma errônea, quer pelo mesmo entrevistado, quer pelos demais.

Além de constituir um obstáculo, o que se justificaria na atual constituição do capital social das empresas, geralmente com forte presença de ações preferenciais, este item não é um atrativo para mais de 50% das empresas. Neste caso, volta-se à questão da perda do poder, o que não costuma ser desejável.

Finalmente, as três perguntas abertas obtiveram respostas bastante diretas:

- *Quando a empresa estará listada no NM?:* Dezesesseis (16) empresas afirmam não haver previsão. A maioria complementa que dependerá das condições do mercado, da relação percebida de custo-benefício, e das estratégias da empresa, dentre outros aspectos. Cinco (5) empresas afirmam não cogitar listar-se no Novo Mercado.
- *Há a possibilidade de passar primeiro pelo Nível 2 ou irá direto para o NM?:* A maioria, quinze (15) empresas, afirmam que sim, irão passar primeiro pelo Nível 2. Há três (3) empresas que dizem não saber e uma (1) que, havendo condições de evitar o Nível 2 e ir direto para o Novo Mercado, o fará. Duas (2) empresas não cogitam mudanças, ou seja, pretendem continuar no Nível 1.
- *A empresa cogita ou já cogitou a possibilidade da Bovespa decidir encerrar o NM devido à baixa adesão? Qual seria o posicionamento da empresa neste caso?:* Dezoito (18) empresas não cogitam esta hipótese, inclusive defendem que seria um retrocesso para o mercado de capitais brasileiro e os recentes ganhos na área de governança corporativa. No entanto, uma (1) empresa acredita que sim, é possível que o Novo Mercado seja encerrado, uma (1) não tem posição a respeito, e uma (1) sugere o encerramento, pela dificuldade de se alcançar os itens propostos no Regulamento do Novo Mercado.

4.1 Limitações

Este trabalho apresenta algumas limitações.

A primeira delas refere-se aos vieses provocados pelos respondentes, ou seja, pelo fato de se obter os dados a partir da percepção das pessoas.

O viés do respondente pode acontecer por dois motivos: aquiescência e desejo social. O primeiro trata de se mudar a atitude de acordo com a situação, evitando respostas que “soem” negativas. O segundo é em virtude de se tentar provocar uma boa impressão (Bearden e Netemeyer, 1999).

A forma encontrada para minimizar este tipo de viés foi usar a palavra *possibilidade*, em vez de *intenção*, na entrevista. Isto porque se entende que a palavra intenção poderá causar o viés de aquiescência, ou seja, o respondente concordar por saber que a situação demanda um sim (“claro que temos a intenção de progredir nos Níveis de Governança até o Novo Mercado”). Então o respondente, que tem uma atitude racional, deve ser tratado no sentido de visualizar a possibilidade do evento ocorrer, e não o que a empresa deseja.

No entanto, como comentado anteriormente, foi detectada uma resposta onde claramente foi incorrido um erro por parte do respondente, embora não relacionado à aquiescência ou desejo social, e sim à interpretação incorreta.

Embora tenha ficado tão visível por estar incoerente com as demais respostas, sendo até possível chamar a atenção para este erro no corpo da análise, o fato em si levanta a possibilidade de que possa ter ocorrido o mesmo tipo de viés em outras questões, para o mesmo entrevistado ou mesmo com os demais.

Outra limitação diz respeito ao trabalho não ser capaz de prever acontecimentos futuros. O ambiente modifica-se constantemente e muitos fatores influenciam a tomada de decisões relativas ao aspecto financeiro. Embora seja um estudo que compreenda a população das empresas envolvidas, os resultados alcançados dificilmente poderão ser utilizados para definir a atitude das demais empresas brasileiras. As próprias empresas aqui entrevistadas ressaltam que suas decisões quanto ao Nível 2 e ao Novo Mercado dependerão de uma série de fatores combinados, tais como: amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, movimento das Bolsas de Valores internacionais, estratégias etc.

Assim, pretendeu-se levantar a conveniência das exigências já regulamentadas, e não modificá-las. Inclusive porque já foi feito um estudo para a implantação deste segmento de listagem, que observou experiências internacionais.

Enfim, o presente trabalho não é capaz de indicar quais empresas irão listar-se no Novo Mercado, nem quando exatamente isto vai ocorrer, e sim identificar o que motiva e o que atrapalha as empresas que hoje já estão neste caminho.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A administração é uma ciência um tanto particular, onde comumente as questões de pesquisa são trazidas da realidade das empresas para o meio acadêmico, sob a forma de soluções encontradas para problemas e as quais tenta-se estudar e esquematizar, com o intuito de verificar sua capacidade de replicar resultados em outros ambientes.

Desta peculiaridade surgiu o questionamento deste trabalho. Alguns mecanismos de governança corporativa e de transparência, que buscam aumentar a segurança do investidor, foram compilados em Regulamentos pela Bovespa, ao criar uma nova alternativa de listagem para as empresas brasileiras.

Observando em particular uma experiência internacional, o Neuer Markt da Alemanha, a Bovespa criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2.

O Neuer Markt já foi encerrado, após passar por algumas dificuldades. De qualquer forma, o Novo Mercado foi apenas inspirado neste modelo. A realidade brasileira, com sua legislação falha em proteger o acionista não-controlador, abriu espaço para exigências até mais severas para as nossas empresas do que as encontradas naquele modelo na Alemanha.

Com participações bastante reduzidas no Novo Mercado e no Nível 2, o Nível 1, por outro lado, tornou-se a “porta de entrada” desta nova sistemática, o que levou à pergunta: *as empresas listadas no Nível 1 de Governança têm a intenção de progredir em direção ao Novo Mercado?*

Assim, este trabalho é o resultado da busca por uma resposta a esta indagação. Tal processo foi realizado em etapas, de acordo com os objetivos pré-estabelecidos.

O objetivo geral era *identificar se há indícios de que as empresas listadas no Nível 1 pretendam listar-se no Novo Mercado, diretamente ou via Nível 2, verificando quais características são apontadas como mais relevantes para esta ação.*

Para alcançá-lo, foram definidos objetivos específicos. O primeiro deles, de caráter bibliográfico, permeia boa parte da revisão de literatura desta dissertação, ao apresentar as características do mercado de capitais brasileiro e explicitar os Regulamentos do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

- Investigar as características do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança a fim de se perceber o processo de evolução que encadeiam;

O segundo e o terceiro objetivo foram alcançados através da análise no Capítulo 4, onde foi possível identificar, dentre os itens inicialmente propostos, quais constituem obstáculos e quais atrativos, além do prazo, médio ou longo, para que as empresas progridam para o Novo Mercado efetivamente.

- Verificar quais características do Novo Mercado são especialmente atrativas para as empresas que já aderiram ao Nível 1 e quais representam obstáculos;
- Levantar o tempo necessário para as empresas adequarem-se aos principais itens constantes dos Regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado (médio ou longo prazo);

Para tanto, foram estabelecidos sete indicadores, divididos em três categorias, a fim de identificar o que as empresas listadas no Nível 1 percebem em relação às exigências para participar dos demais níveis.

Categorias:

1. Governança (indicadores 1 a 4)
2. Transparência (indicadores 5 e 6)
3. Emissão apenas de ações ordinárias (indicador 7)

Indicadores:

1. Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias
2. *Tag along*
3. Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários
4. Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração
5. Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP
6. Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores
7. Emissão apenas de ações ordinárias

Os resultados foram obtidos a partir de um questionário enviado a todas as empresas participantes do Nível 1, o qual 21 das 24 empresas responderam. Infelizmente, três delas alegaram diferentes motivos para não participar da pesquisa.

Na seção anterior, foi possível tecer alguns comentários a partir da leitura dos resultados.

Percebeu-se que quatro dos indicadores são encarados como obstáculos, ou seja, difíceis de se conquistar ou realizar, e apenas três como atrativos, ou seja, que incentivam

esforços para alcançar a mudança de nível ou estimulam a vontade de participar de outro nível.

Além disso, dentre os obstáculos, três são construtos de governança e um refere-se à emissão apenas de ações ordinárias. Já os atrativos são dois indicadores de transparência e apenas um de governança.

O quadro a seguir apresenta um resumo dos resultados encontrados.

Variáveis Independentes	Indicadores	Obstáculo	Atrativo	Médio prazo	Longo prazo
Governança	Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias	X		X	
	<i>Tag along</i>	X	X	X	
	Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários	X		X	
	Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração			X	
Transparência	Demonstrações contábeis seguindo normas do USGAAP ou IAS GAAP		X	X	
	Assimetria da informação: restrições à negociação de ações por parte dos administradores e controladores		X	X	
Emissão apenas de ações ordinárias	Emissão apenas de ações ordinárias	X			X

Quanto ao prazo para atender estes requisitos, as empresas acreditam que os indicadores de governança e transparência poderão ser atendidos no médio prazo, e somente a emissão apenas de ações ordinárias demanda um tempo maior para sua consecução, estando no longo prazo.

Assim, o verdadeiro atrativo para as empresas participarem dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado, neste primeiro momento, parece ser a exigência, por parte do mercado, de maior transparência.

Os indicadores de governança podem constituir ainda uma novidade muito grande a ser implementada. Além de três dentre eles aparecerem como obstáculos, apenas um foi encarado pela maioria das empresas como um atrativo: o *tag along*.

Se a questão da transparência ganhou tanta evidência nos últimos anos, em virtude de uma série de eventos no mercado norte-americano que comprometeram a confiança do investidor, no Brasil o *tag along* desfruta do mesmo status. O fato de ter sido amplamente discutido faz com que se sobressaia dentre os demais indicadores de governança.

A principal restrição das empresas, contudo, continua sendo o compartilhamento do poder, através das ações com direito a voto. A emissão apenas de ações ordinárias foi apontada como obstáculo, e dentre estes, o único que só poderá ser ultrapassado no longo prazo.

As perguntas abertas foram bastante eficientes ao indicar esta “aversão” à perda do poder de controle.

Embora nenhuma empresa tenha previsão de quando estará listada no Novo Mercado, quase todas complementaram suas respostas com as condições que direcionarão a empresa neste sentido: mercado, bolsas de valores, estratégias da empresa, e até mesmo o movimento das demais empresas.

Além disso, a maioria afirma que pretende passar primeiro pelo Nível 2.

Há, no entanto, as que admitem sequer cogitarem a mudança de Nível, e surpreendentemente, uma das empresas posicionou-se favorável ao encerramento do Novo Mercado. As dificuldades para atender seus requisitos justificariam manter apenas os Níveis 1 e 2 de Governança.

De qualquer forma, há de se elogiar a iniciativa destas empresas em apoiar um novo segmento de listagem no Brasil. A melhora nos padrões de governança e transparência proposta no Nível 1, mesmo que pequena, é um sinal da seriedade com que os tópicos começam a ser tratados no país.

A fim de se confirmar este fato, foi proposto um quarto objetivo específico:

- Verificar se as respostas aos dois objetivos específicos anteriores são semelhantes para os dois grupos que fazem parte do Nível 1: os que entraram espontaneamente e os que foram obrigados pela Resolução nº 280/02-CA da Bovespa (ver anexo A).

O último processo de abertura de capital no país foi o da CCR, Companhia de Concessões Rodoviárias, primeira empresa a aderir ao Novo Mercado. Desde fevereiro de 2002, quando ocorreu este processo, as empresas que aderiram ao Nível 1 já possuíam ações negociadas no segmento tradicional da Bovespa.

Por isso, não houve dados que permitissem a comparação proposta neste último objetivo. Esta é, portanto, a primeira sugestão para estudos futuros nesta linha de pesquisa. Tão logo houver empresas em número o suficiente para dividir em dois grupos e sujeitá-los à comparação, será possível revelar se os dois têm percepções semelhantes ou diferentes quanto às exigências do Nível 2 de Governança e do Novo Mercado.

Uma segunda sugestão diz respeito a uma oportunidade que não foi percebida a tempo para este trabalho. A análise poderia ter ficado mais rica se hipóteses sobre os resultados de cada pergunta do questionário houvessem sido preparadas a priori.

Com hipóteses sobre quais indicadores seriam apontados como obstáculos, como atrativos, e qual o prazo para adequar-se, saber-se-ia de antemão quais resultados seriam esperados e, ao encontrar-se resultados diferentes daqueles, novas e interessantes interpretações poderiam surgir.

Uma última sugestão diz respeito à variedade de mecanismos de transparência que têm ganhado destaque. Os organismos responsáveis pelas normas de contabilidade das empresas, em vários países, vêm sofrendo uma certa pressão em virtude de escândalos em grandes corporações americanas, como o caso Enron.

No contexto deste trabalho, uma dessas metodologias chama a atenção por ser um instrumento misto de transparência e de governança. O *revenue recognition* prevê a necessidade da assinatura de um responsável para que operações que gerem receita sejam contabilizadas. Ao instituir um instrumento de controle, previsto por uma boa governança corporativa, a transparência também foi reforçada, pela veracidade das informações disponibilizadas ao público.

Para finalizar, como incentivo às empresas que ainda não deram o primeiro passo, vale a pena mencionar os resultados do trabalho “Efeitos da Migração para os Níveis de

Governança da Bovespa”, preparado pelo Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho, em janeiro de 2003, a pedido da Bovespa.

Os resultados apontam:

- Um efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas em torno da data de migração, embora não possam precisar a magnitude do ganho;
- Aumento absoluto no volume negociado, também sem precisar a magnitude do aumento; e
- Aumento de liquidez após a migração, com os preços respondendo menos ao volume negociado.

Face ao exposto, fica evidente que as empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa, embora ainda não tenham fixado o tempo que levarão para aderirem ao Novo Mercado, estão sensíveis a uma progressão a ele através do Nível 2. A atitude das demais empresas e do próprio mercado secundário poderão estimular esse processo positivamente.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDREZO, Andréa Fernandes, LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 2000. 338p.
- ARCHER, Stephen H., D'AMBROSIO, Charles. SHARPE, William F. (Colaboradores). *Business Finance: theory and management*. New York: The Macmillan Company, 1966. 569p.
- BASTOS, Lília da Rocha, PAIXÃO, Lyra, FERNANDES, Lúcia Monteiro. *Manual para a elaboração de projetos e relatórios de pesquisa, teses e dissertações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1982. 117p.
- BEARDEN, William O., NETEMEYER, Richard G. *Handbook of Marketing Scales: multi item measures for marketing and consumer behavior research*. 2nd ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 1999. 537p.
- BERLE, Adolf A. MEANS, Gardiner C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril, 1984. [c1932] 335p.
- BLACK, Bernard S. Next steps in Corporate Governance Reform: 13(d) rules and control-person liability. In: LEHN, Kenneth, KAMPHUIS Jr., Robert W. *Modernizing U.S. Securities Regulation: economic and legal perspectives*. New York: Irwin, 1992. 575p., Cap. 14, p. 225-238.
- BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 24 ago. 2002.
- BOVESPA. *Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: nov 2002.
- BOVESPA. *Regulamento do Novo Mercado*. Versão posterior à lei nº 10.303 e ICVM 358. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: jul 2002.

- BOVESPA. *Regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*. Versão posterior à lei nº 10.303 e ICVM 358. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: jul 2002.
- BRONFMAN, Corinne M. If it ain't broke, don't regulate it. In: LEHN, Kenneth, KAMPHUIS Jr., Robert W. *Modernizing U.S. Securities Regulation: economic and legal perspectives*. New York: Irwin, 1992. 575p., Cap. 28, p. 407-420.
- BULHÕES, Octavio Gouvêa de, CASTRO, Paulo Rabello de, VITAL, Sebastião Marcos, WADDINGTON, Ary. *Evolução do Capitalismo no Brasil*. 1ª. Ed. Rio de Janeiro: Bloch, 1976. 219p.
- BURTON, Maureen, LOMBRA, Ray. *The Financial System and the Economy: principles of money and banking*. Cincinnati: South-Western College Publishing, 2000. 627p.
- BUSHROD, Lisa. Neuer Markt to close. *European Venture Capital Journal*. London, p. 16-18, Oct 1st 2002.
- COASE, Ronald H. *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988. 217p.
- CRESWELL, John W. *Research Design: qualitative & quantitative approaches*. Thousand Oaks: Sage, 1994. 228p.
- DEMSETZ, Harold. *Ownership Control and the Firm: the organization of economic activity*. v. 1. Massachusetts: Basil Blackwell, 1990. 300p.
- DUNCAN, W. Jack. Application of a Triangulation Technique to the Study of Organizational Culture in a Rehabilitative Health Care Setting. In: *National Academy of Management Meeting*, (Local ?), 1987.
- EMDE, Thomas. German Capital Markets. *International Financial Law Review*. London, p. 50, Apr 1998.

EUROPE'S growth industry. *The Economist*. London, p. 78, Mar 15th 1997.

EUROWEEK Neuer Markt poll. *Euroweek*. London, Nov 1998.

EWING, Jack, CAPELL, Kerry and bureau reports. The Neuer Markt: Can It Hang on? *Business Week*. New York, July 30, 2001.

FAMÁ, Rubens, GALDÃO, Almir. *A Função Financeira*: uma análise esquemática de sua evolução. Texto fornecido pelo professor Famá na disciplina Teoria Avançada de Finanças. 1º trimestre de 2002.

FINANCE and Economics: Market-makers. *The Economist*. London, May 6th, 2000, p. 77-79.

GALLOWAY, Jennifer. Survival of the most liquid. *LatinFinance*. Coral Gables, p. 31-32, Jul 2001.

GERMAN investors turn to Neuer Markt as turmoil clouds new issue pipeline. *Euroweek*. London, p. 10, Nov 7, 1997.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1988. 159p.

GOODE, William J. HATT, Paul K. *Métodos em Pesquisa Social*. 3ª ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1969. 494p.

GREEN, Paula L. Brazil brings it on. *Global Finance*. New York, p. 69-70, Mar 2001.

HAIR, Joseph F. *Multivariate Data Analysis*. 5th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1998. 112p.

HAYEK, Friedrich A. *Individualism and Economic Order*. Indiana: Gateway Editions, 1948. 272p.

HOBSON, John A. *A Evolução do Capitalismo Moderno*: um estudo da produção mecanizada. Trad. Benedicto de Carvalho. São Paulo: Abril, 1983. 368p.

- IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). *Plano Diretor do Mercado de Capitais*. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 08 mai. 2002.
- JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. p. 305-360, Oct 1976.
- JESSOP, Bob. The Governance of Complexity and the Complexity of Governance: preliminary remarks on some problems and limits of economic guidance. In: AMIN, Ash, HAUSNER, Jerzy. *Beyond Market and Hierarchy: interactive governance and social complexity*. Lyme: Edward Elgar, 1997. 327p., Cap. 5, p. 95-128.
- KERLINGER, Fred Nichols. *Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais: um tratamento conceitual*. São Paulo: EPU, 1980. 378p.
- LANCHNER, David. IPO of the month: Germany's MobilCom. *Global Finance*. New York, p. 22, Apr 1997.
- LAPPONI, Juan Carlos. *Estatística usando Excel 5 e 7*. São Paulo: Laponi Treinamento, 1997. 401p.
- LEPSCH, Sérgio Luiz. *Estratégias dos grandes e médios supermercados brasileiros na virada do século XX para o XXI: um estudo exploratório com 31 empresas do setor*. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2001. 130 p.
- MADURA, Jeff. *Financial Markets and Institutions*. 5th Ed. Cincinnati: South-Western College Publishing, 2001. 698p.
- MAIDEN, Ben. Reform puts Brazil on a different path. *International Financial Law Review*. London, p. 51-55, Aug 2002.

MARKOWITZ, Harry M. *Portfolio Selection: efficient diversification of investments*. 2nd ed. Cambridge: Blackwell, 1991. 384p.

MATTAR, Fauze Najib, FOWLER, Fábio Roberto, TAVARES, Mauro Calixta, PIEREN, Roberto Wright. Redação de Documentos Acadêmicos – Conteúdo e Forma. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v. 1, n. 3, p. 31-66, 2º. Sem/96.

MORETTIN, Pedro A. BUSSAB, Wilton O. *Estatística básica: métodos quantitativos para economistas e administradores*. São Paulo: Atual, 1981.

MULHERIN, J. Harold. Market Transparency: pros, cons, and property rights. In: LEHN, Kenneth, KAMPHUIS Jr., Robert W. *Modernizing U.S. Securities Regulation: economic and legal perspectives*. New York: Irwin, 1992. 575p., Cap. 25, p. 375-382.

NEUER Markt change afoot after critical report findings. *Euroweek*. London, Aug 31, 2001.

NEUER Markt off to a flying start. *Euroweek*. London, p. 8, Apr 1998.

NEUER Markt report sets stage for sweeping German reforms. *International Financial Law Review*. London, Oct 2001.

O'BRIEN, Maria. CCR braves the equity waters. *LatinFinance*. Coral Gables, Mar 2002.

O'BRIEN, Maria. Doing the right thing. *LatinFinance*. Coral Gables, p. 22-25, Jul 2002.

OLIVEIRA NETO, José Dutra de. *Proposta de um instrumento para mensuração da satisfação do usuário como um componente importante para o sucesso dos sistemas de informação, no contexto de aplicativos específicos: um caso aplicado em uma amostra de alunos de cursos de pós-graduação lato sensu da FEA-RP*. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2000. 106 p.

OSÓRIO, José Luiz. Committed to reform. *LatinFinance*. Coral Gables, p. 56-58, Nov 2001.

PATTON, Michael Quinn. *Qualitative Evaluation and Research Methods*. 2^a ed. Newbury Park: Sage, 1990. 532p.

RABELO, Flávio M., VASCONCELOS, Flávio C. Corporate governance in Brazil. *Journal of Business Ethics*. Dordrecht, p. 321-335, May 2002.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, FAMÁ, Rubens. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o Novo Mercado. *RAUSP*, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 29-38, jan./mar. 2002.

ROCCA, Carlos Antonio (coord. e red.). *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2001. 175p.

SANVICENTE, Antônio Zoratto, MELLAGI FILHO, Armando. *Mercado de Capitais e Estratégias de Investimento*. São Paulo: Atlas, 1988. 157p.

SELLTIZ, Claire. JAHODA, Marie, DEUTSCH, Morton, COOK, Stuart W. *Research Methods in Social Relations*. New York: Holt, Rinehart and Winston, 1959. 622p.

SHARPE, William F. *Portfolio Theory and Capital Markets*. New York: McGraw-Hill, 1970. 316p.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. v. 52, n. 2, p. 737-783, June 1997.

SORMANI, Ângela. Neuer Markt: striving for perfection. *European Venture Capital Journal*. London, Nov 1, 2001.

SOUZA, Augusto Cesar Barbosa de. Brazil: impact of recent legislative developments on private equity investments. *International Financial Law Review*. London, p.153-156, 2002.

STRUGGLING towards a single market. *Economist.com/global agenda*. London, Sep 30, 2002.

THE STRUGGLE for transparency. *LatinFinance*. Coral Gables, p. 22-25 Sep 2001.

TRIVIÑOS, Augusto N. S. *Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação*. São Paulo: Atlas, 1987. 175p.

WERNER, H. M. Microsiga first up on new exchange. *Venture Capital Journal*. Wellesley Hills, p. 30-32, Apr 1st 2001.

WILLIAMSON, Oliver E. *The Mechanisms of Governance*. New York: Oxford University Press, 1996. 429p. Capítulos: 1, 6, 7 e 9.

YIN, Robert K. *Case Study Research: design and methods*. 2^a ed. Thousand Oaks: Sage, 1994. 171p.

ZINGALES, Luigi. *Corporate Governance*. University of Chicago, October, 31, 1997.

ANEXO A - RESOLUÇÃO Nº 280/02-CA DA BOVESPA

Alteração nas Regras de Listagem

O Conselho de Administração da BOVESPA, por meio da Resolução n.º 280/02-CA, deliberou que as empresas que solicitarem registro nesta Bolsa e que, simultaneamente, estiverem pleiteando o registro de distribuição pública, primária ou secundária de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de emissão da companhia na CVM, deverão aderir, no mínimo, ao Nível 1 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa.

Caso se trate de distribuição pública secundária em que o acionista controlador não participe como ofertante vendedor, a empresa estará dispensada dessa exigência.

O propósito da deliberação é incentivar a adoção, pelas companhias, de mais transparência na divulgação das informações e de esforços adicionais para a dispersão de suas ações entre um número maior de acionistas, o que deve favorecer a liquidez de seus ativos no mercado.

A medida alinha-se com os interesses dos investidores e com outras iniciativas dos setores privado e público, visando à elevação das práticas de governança corporativa vigentes no mercado brasileiro de capitais. Assim, obviamente, é facultado às companhias aderirem ao Nível 2 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa ou ao Novo Mercado.