

## FATORES DETERMINANTES PARA O FECHAMENTO DE CAPITAL DAS COMPANHIAS ABERTAS NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS DO SETOR

Felipe Pontes Machado<sup>a</sup>, Luís Fernando Dalmas<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Graduando em Administração. ULBRA/RS. felipepontes2@gmail.com

<sup>b</sup> Especialista em Finanças. UNISINOS/RS. lsdalmas@terra.com.br

### Informações de Submissão

Recebido em 10/06/2017  
Aceito em 27/10/2017  
Publicado em 25/03/2018

### Palavras-chave

Mercado de Capitais. Fechamento de  
Capital. Bolsa de Valores.

### Keywords

Capital market. Delisting. Stock  
Exchange.

### Resumo

O presente estudo tem por objetivo demonstrar os fatores determinantes e os procedimentos que conduzem uma empresa de capital aberto a fechar seu capital e se desligar da Bolsa de Valores, dado a importância do mercado de capitais para o bom desenvolvimento da economia. Este estudo apoiou-se inicialmente em um levantamento bibliográfico a fim de compreender toda estrutura do Sistema Financeiro Nacional e também demonstrar como ocorre o processo de fechamento de capital, logo após foi elaborado um questionário direcionado aos profissionais do setor financeiro, coletando as suas opiniões a respeito do tema. O estudo é caracterizado por ser uma pesquisa-diagnóstico, que permite explorar o ambiente de modo a levantar e definir os problemas relacionados ao fechamento de capital, com isso foi possível perceber os principais problemas enfrentados pelas companhias abertas. O atual cenário econômico somado aos altos custos, foram tidos como os principais aspectos na decisão das empresas pela saída da bolsa, com isso é possível ter uma visão abrangente sobre o tema, auxiliando pequenos investidores e também a comunidade acadêmica.

### Abstract

The current study aims to demonstrate the determinants and the procedures that lead a public company to close its capital and disconnect from the stock market, because of the importance of the capital market for the good development of the economy. This study was initially based on a bibliographical survey in order to understand the structure of the National Financial System and also to demonstrate in what way occurs the closing capital process, posteriorly to that survey, a questionnaire was elaborated to the financial sector professionals, collecting their point of view about the topic. The study is characterized by being a diagnostic research, which allows to explore the environment in order to raise and define the problems related to the closing of capital and according to the questionnaire answers, it was possible to diagnose the main problems faced by publicly-held companies. The current economic scenario added to the high costs were considered as the main aspects for the decision of the companies to exit the stock market exchange, based on that results it is possible to have a comprehensive view on the subject, assisting minor investors and also the academic community.

## 1 INTRODUÇÃO

Atualmente a economia mundial passa por uma profunda crise financeira, que se iniciou em 2009 com a crise no setor imobiliário norte-americano, que rapidamente afetou o setor financeiro e bancário, o impacto dessa crise, por ser a maior economia mundial logo refletiu nos demais países.

O Mercado de Capitais é sempre afetado por qualquer mudança na economia, ele é um sistema de distribuição de valores, que visa proporcionar liquidez aos títulos de empresas e viabilizar a capitalização de recursos (MICHELS, OLIVEIRA e WOLLENHAUPT, 2012).

O Mercado de Capitais também pode ser visto como um indicador para uma economia, tendo em vista que uma economia bem desenvolvida tende a ter seu Mercado de Capitais mais ativo. Esse fato é observado nas grandes potências mundiais, já que um mercado bem desenvolvido gera mais oportunidades para a população e para as empresas.

O tema do artigo é referente a fechamento de capital e delimitasse ao estudo dos fatores determinantes para o fechamento de capital das companhias abertas na opinião de profissionais do setor.

O atual cenário econômico nacional reflete mudanças no comportamento das grandes empresas, através dos anos muitas empresas tem usado a bolsa de valores para conseguir investimentos e financiamentos para os seus projetos, dos diversos meios para se capitalizar, o mais comum tem sido abrir seu capital social.

Existem diversos benefícios de uma empresa entrar para a bolsa, mas também ocorrem altos custos para se manter o capital aberto, existe ainda a possibilidade de a empresa não obter o retorno pretendido no mercado.

Considerando o exposto anteriormente pergunta-se: Porque as empresas decidem fechar o seu capital e saírem da bolsa de valores e quais são as consequências sobre seus investidores?

Este trabalho tem como objetivo geral estudar quais são os fatores determinantes e os procedimentos que conduzem uma empresa de capital aberto a fechar seu capital e se desligar da Bolsa de Valores, de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), e o reflexo desta operação nos seus investidores.

Os objetivos específicos da pesquisa estão abordados como: Analisar a estrutura do sistema financeiro nacional e do órgão responsável pela regulamentação do mercado de capitais no Brasil; Identificar os fatores determinantes que levam uma empresa de capital aberto a se desligar da bolsa de valores; Levantar o reflexo do desligamento destas empresas

da bolsa de valores para os investidores minoritários; Analisar os procedimentos necessários para o cancelamento de registro de companhia aberta.

O aumento ao longo dos últimos anos de empresas que solicitam para saírem da bolsa representa uma mudança no cenário econômico nacional, isso demonstra a incerteza da política econômica que afeta o país, pois quanto diminui o número de empresas no mercado aberto, também diminuirá a atração de investimentos estrangeiros para o país.

O tema é relevante para pequenos investidores e acionistas, e para a comunidade em geral, a respeito de como fica os investimentos em papéis de uma empresa que se retira da bolsa e fecha o seu capital. É também uma oportunidade de elaboração de uma pesquisa acerca do assunto que é pouco difundido nos países, o que colabora com a comunidade acadêmica, pois existem poucos artigos periódicos referentes ao assunto.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Atualmente o Sistema Financeiro Nacional pode ser definido segundo Assaf Neto e Lima (2010, p.20) como “um conjunto de instituições financeiras, públicas e privadas, que atuam através de diversos instrumentos financeiros, na captação de recursos, distribuição e transferência de valores entre os agentes econômicos”.

Andrezo e Lima (2006) definem investimento e poupança como a base de todo o sistema financeiro, poupança é considerada parte da renda não consumida, onde o indivíduo concorda em trocar o poder de consumo presente por um benefício futuro e investimento é a alocação desses recursos poupados, próprios ou de terceiros.

Os mercados oferecem a função de otimizar a utilização de recursos financeiros. Assaf Neto e Lima (2010) mencionam que o mercado de capitais é um dos quatro segmentos do mercado financeiro que são divididos em: Mercado Monetário, Mercado de Crédito, Mercado de Capitais e Mercado Cambial.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a agência reguladora do Mercado de Capitais, ela tem como atribuição explícita estimular o mercado de ações, seu desenvolvimento e crescimento. A CVM é uma instituição autárquica ligada ao Ministério da Fazenda, foi instituída pela lei nº 6.385, de 7 de dezembro 1976 e tem por responsabilidade a normatização, regulamentação, controle e fiscalização do mercado de valores no Brasil (MICHELS, OLIVEIRA e WOLLENHAUPT, 2012).

Moreira (2010) destaca a abrangência dos princípios da legalidade e da separação de poderes, pois é fundamental avaliar o poder regulamentar de qualquer órgão público, como a CVM.

No âmbito brasileiro, existem juristas tradicionais que questionam o poder regulador do Poder Executivo que não esteja previsto em lei, mas por outro lado a juristas que defendem esse poder regulatório, chamados juristas modernos, assim abre-se uma discussão, em face dos princípios da separação de poderes e da legalidade, uma vez que a operação de fechamento de capital é regulamentada por atos normativos da CVM (SIQUEIRA, 2010).

Essa discussão demonstra um grave conflito entre dois interesses públicos de alta relevância, por um lado a regulamentação rápida e eficiente na captação de recursos por meio do mercado de capitais e por outro a respeito dos princípios constitucionais. Em resumo existem pensadores na doutrina brasileira que consideram sendo inconstitucional e ilegal o exercício do poder regulador do Poder Executivo, por não estar diretamente previsto em lei, e existe ainda a doutrina que considera efetivo o poder regulador do Executivo, sem violação dos princípios constitucionais, embora essa segunda tenha menor representatividade (MOREIRA, 2010).

A partir dos anos 2000, tem-se a necessidade de criar um Mercado de Capitais mais consolidado, então as nove bolsas de valores que existiam no país, foram unificadas à Bolsa de São Paulo. Em outubro 2007 a Bovespa Holding, que é um consórcio de corretoras ligadas à bolsa, abriu seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo (ASSAF NETO e LIMA, 2010).

Em 2008 foi criada a Bolsa de Valores, de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), a partir da fusão da BM&F e da Bolsa de Valores de São Paulo. A BM&FBovespa então passa a disponibilizar quatro mercados: mercado à vista, mercado a termo, mercado de opções e mercado de futuro de ações.

Atualmente as empresas estão em segmentos distintos de listagem na bolsa, na qual a BM&FBovespa utiliza os princípios e boas praticas da governança corporativa, onde as empresas se comprometem voluntariamente a adotar essas praticas de governança e *disclosure* que é um adicional exigido além da legislação brasileira. Conforme CVM (2014) existem quatro segmentos além do tradicional, sendo eles o Novo Mercado, Nível 1 e 2 e o Bovespa Mais sendo este o segmento de listagem do mercado de balcão organizado.

Atualmente podemos notar um movimento de empresas que estão deixando a listagem oficial da bolsa de valores. Segundo Militão (2012), existem três condições na qual ocorre o *delisting* das empresas da bolsa: Por exigência de órgãos reguladores; Por processos de

incorporação por outras empresas já pertencentes à BM&FBovespa; Voluntárias, que pedem o deslistamento.

O estudo busca avaliar as motivações que levam as empresas a se desligarem da bolsa de valores, então será dado o enfoque maior nas empresas que pedem o deslistamento voluntariamente. Siqueira (2010) demonstra que existem diversas razões alegadas pelas empresas para fechamento de capital, mas essas razões se repetem ou se misturam frequentemente, então autor dividiu em três grandes grupos: custos, reestruturações societárias e impossibilidade/desnecessidade de captação de recurso no mercado.

Quanto a custos, apesar de ser uma despesa relevante para as empresas, se destacam quando a empresa não necessita ou não tem condições de recorrer ao mercado. Bortolon e Junior (2015), afirmam que a variável do tamanho da companhia influencia na decisão de fechamento de capital, sendo que pequenas e médias empresas estão mais voltadas ao fato de terem seus ativos subvalorizados no mercado, em parte pela menor visibilidade de suas informações e o menor interesse de agentes do mercado.

Os autores apontam que é um aspecto relevante quanto à decisão de *delisting*, principalmente em mercados pobre em *performance*, quando as empresas tem seu valor subavaliado e problemas de agência, as mesmas são adquiridas por outra empresas e retiradas da bolsa, então passam por uma reestruturação, tornando-se mais eficientes e por consequência mais valorizadas.

Moreira (2010) cita que uma empresa de capital fechado pode se concentrar em obter melhores resultados no longo prazo, característica que difere das companhias abertas que tem que apresentar resultados favoráveis a cada trimestre para seus investidores.

Para que uma companhia cancele seu registro de companhia aberta junto a CVM, é preciso que ela se proponha a adquirir todas as suas ações em circulação no mercado, para que isso ocorra é necessário que essa aquisição se faça por meio de uma Oferta Pública de Aquisição, que é regida pela Instrução Normativa nº 361/02 da Comissão de Valores Mobiliários (MILITÃO, 2012).

Segundo a CVM (2014), a Oferta Publica de Aquisição (OPA) é a oferta na qual alguma entidade, expressa sua vontade de adquirir uma quantidade de ações específica, a preços e prazos determinados, devendo respeitar certas condições. O principal objetivo da OPA é propor igualdade de direitos a todos os acionistas, com a possibilidade de alienar suas ações, em condições que envolvem alterações na estrutura societária da empresa.

A OPA para Cancelamento de Registro, que também é conhecida como fechamento de capital, envolve uma decisão de assembleia de acionista ou normalmente a decisão dos

acionistas controladores, que após analisar uma série de fatores decidem pelo cancelamento de registro de companhia aberta.

Conforme Militão (2012) existia no mercado a prática do acionista controlador adquirir paulatinamente as ações da empresa que controla, sem realizar uma OPA para cancelar seu registro perante a CVM, sendo conhecida como fechamento branco, reduzindo assim a liquidez de suas ações, a OPA visa coibir essa prática que é prejudicial aos acionistas minoritários.

Conforme CVM (2014) para o cancelamento de registro de companhia aberta, a ser realizado pela própria empresa ou pelo acionista controlador deverá dirigir-se a todos os acionistas minoritários, assegurando seu justo tratamento. Moreira (2010) afirma que se o processo for iniciado pelo controlador ou pessoa vinculada o procedimento inicia-se pelo prévio registro da OPA perante a CVM, e se a companhia objeto for à ofertante, o procedimento inicia-se pela convocação do Conselho de Administração (CA) ou da Assembleia Geral Extraordinária (AGE), conforme dispuser no estatuto, para deliberar o cancelamento de registro.

Toda OPA deve ser obrigatoriamente registrada na CVM, salvo a OPA voluntária que só estará sujeita a registro quando envolver permuta de valores mobiliários. O registro deve ser solicitado em até 30 dias junto a CVM, a partir da publicação do fato relevante, a CVM deve deliberar o pedido em até 30 dias, mas caso haja exigências adicionais, o prazo será interrompido (MILITÃO, 2012).

A determinação do preço a ser pago pelas ações é uma forma de assegurar o direito dos acionistas minoritários e que os mesmos não saiam prejudicados, a Lei das SA e a regulamentação da CVM definem que uma empresa especializada e com experiência no mercado, determine o preço da ação (CVM, 2014).

Na avaliação são utilizados critérios, em conjunto ou separadamente, para definir o preço, sendo: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preços de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos, cotação das ações do mercado. O avaliador prepara o laudo utilizando pelo menos três critérios diferentes e informa o que entende ser o preço justo conforme Lei 6.404/76.

Após a divulgação do preço e aprovada pela CA ou AGE, é publicado o fato relevante pela empresa, que depois da publicação tem o prazo de 30 dias para registrar a OPA na CVM, com apresentação do laudo de avaliação elaborado pela instituição intermediária contratada pelo ofertante (MOREIRA, 2010).

Segundo autor, os acionistas minoritários detentores de pelo menos 10% das ações em circulação, tem o prazo de 15 dias após a publicação do fato relevante para convocar uma assembleia especial e pedir uma nova avaliação no preço das ações, para isso devem ter um pedido devidamente fundamentado que demonstrem falha ou imprecisão na metodologia de avaliação de preço.

Mas vale destacar, que se o resultado da nova avaliação for igual ou menor que o preço já proposto na OPA, os acionistas que iniciaram ou votaram a favor na nova assembleia, deverão arcar com os custos referentes à nova avaliação, bem como o avaliador e a convocação e realização da nova assembleia, mas se o novo resultado da avaliação for melhor que o utilizado na OPA, prevalecera este valor, ficando o ofertante a opção de continuar ou não a OPA (CVM, 2014).

Militão (2012) menciona, que o art. 16 da Instrução CVM nº 361/02 dá o direito ao acionista minoritário de impedir o cancelamento de registro de companhia aberta, o artigo fixa que mais de 2/3 dos proprietários de ações em circulação devem aceitar a oferta pública ou manifestar sua concordância com o fechamento de capital, também é exposto que esse calculo não é feito sobre os 2/3 do total de ações em circulação, mas sim dos acionistas que se credenciarem a participar da oferta pública.

O autor aponta que no caso de fechamento de capital, os acionistas que não se credenciaram a participar do leilão de oferta pública, ainda podem alienar suas ações pelo mesmo preço do leilão, respeitando o período de 3 meses consequentes.

Mas como esclarece a CVM (2014) a opção de aderir ou não a OPA é exclusiva do acionista minoritário, podendo o mesmo continuar a integrar o capital social da companhia fechada, porém não terá a disposição um mercado para negociar suas ações, tendo este que procurar um investidor interessado ou a própria companhia, caso resolva se desfazer de seus investimentos, neste caso pode ocorrer do acionista ter que vender suas ações por um baixo valor, considerando que seus papéis não terão liquidez e não haverá um valor de mercado formado.

O resgate de ações remanescentes trata-se de uma nova modalidade, criada pela Lei 10.303/01, que confere a empresa o direito de retirar do mercado uma pequena quantidade de ações, que seja inferior a 5% do total de ações emitidas pela empresa, que não foram compradas na oferta. Para isso é necessário que a companhia deposite em uma instituição financeira autorizada pela CVM, o valor final das ações, obtidas em leilão, à disposição dos acionistas no prazo máximo de 15 dias após a deliberação do resgate (MOREIRA, 2010).

### 3 METODOLOGIA

Este capítulo tem objetivo demonstrar as escolhas metodológicas, qual o tipo de estudo realizado, tipo de pesquisa aplicada. Conforme Barros e Lehfeld (2007) metodologia é o estudo da melhor maneira de abordar problemas no estado atual dos conhecimentos, não procura soluções, mas maneiras de encontrá-la, integrando o que se sabe dos métodos, nas diferentes disciplinas científicas e filosóficas.

Este estudo caracteriza-se pela tipologia de pesquisa-diagnóstico, que segundo Roesch (1999, p.71), “a pesquisa-diagnóstico propõe-se levantar e definir problemas, explorar o ambiente. O diagnóstico normalmente reporta-se a uma situação, em um momento definido”.

A abordagem desta pesquisa tem o enfoque qualitativo que segundo Cavalcante, Calixto e Pinheiro (2014) têm o objetivo de captar um saber que está por trás da superfície textual, assim a abordagem qualitativa aplica-se ao estudo de processos ainda pouco conhecidos, referentes a determinados grupos, o que propicia a criação de novas abordagens, revisão e criação de novos conceitos.

O delineamento do presente estudo foi realizado inicialmente através de uma pesquisa bibliográfica, que segundo Cervo, Bervian e Silva (2007) é desenvolvida a partir de material já elaborado, composto predominantemente por livros e artigos científicos, seu principal objetivo é encontrar respostas para problemas já formulados. Para isso, esta pesquisa centrou-se em autores como: Andrezo e Lima (2006), Assaf Neto e Lima (2010), Militão (2012), Moreira (2010), Siqueira (2010) entre outros.

Posteriormente foi realizada uma pesquisa exploratória, que para Gil (2010) tem objetivo de proporcionar maior familiaridade com problema, tendo em vista torná-lo mais explícito ou constituir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm principal objetivo o desenvolvimento de ideias ou descoberta novas percepções.

A aplicação destes métodos de pesquisa permitiu maior embasamento teórico ao trabalho, que subsequentemente permitiu utilizar as informações coletadas como base para aplicação de um estudo de campo, que segundo Gil (2010) permite estudar um grupo ou comunidade, não necessariamente geográfica ressaltando a interação entre seus componentes.

A aplicação ocorreu por meio de um questionário contendo 14 questões abertas que segundo Barros e Lehfeld (2007, p.105) “são aquelas que levam o informante a responder livremente com frases ou orações”. Também apresenta a vantagem de facilitar a tabulação e o tratamento de dados, embora tenha como principal limitação a sua efetiva devolução e o grau de confiabilidade das respostas.



Esta pesquisa teve como público alvo profissionais que atuam no mercado de capitais, a amostra foi aleatória por conveniência do pesquisador, sendo aplicada a 8 profissionais, que mantinham atuação no mercado financeiro. Em relação à amostra coletada, foi realizada no primeiro semestre do ano de 2017, tendo como área de estudo principal a Região Metropolitana de Porto Alegre.

Conforme Barros e Lehfeld (2007) na fase da coleta, o pesquisador registra os dados obtidos para depois passar para o processo de classificação e categorização, onde os dados são examinados e viram elementos importantes na comprovação ou não das hipóteses.

Após a coleta dos dados, ocorre a fase de análise e interpretação dos dados obtidos, que consiste em estabelecer uma ligação entre os resultados obtidos com outros já conhecidos, sejam eles derivados de teorias ou de estudos já conhecidos (GIL, 2010). Conforme Bardin (2011) a análise de conteúdo, desdobra-se nas etapas de pré-análise, exploração do material e tratamento dos resultados obtidos, o objetivo da pesquisa qualitativa é captar um saber por trás da superfície textual.

Após examinar o material coletado, iniciou-se o processo de categorização cumprindo aos critérios de exclusão mútua, homogeneidade, pertinência, objetividade, fidelidade e produtividade conforme esclarece Bardin (2011). Os dados coletados através da análise de conteúdo foram submetidos a interpretações, que tem por base a teoria pesquisada.

#### **4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

A análise de conteúdo da pesquisa busca a interpretação dos profissionais do mercado financeiro acerca dos fatores determinantes para o fechamento de capital das companhias abertas. Tendo a finalidade de responder ao problema e aos objetivos que a pesquisa expõe, os dados obtidos foram analisados conforme análise categorial proposta por Bardin (2011).

A pesquisa foi feita através de questionário com perguntas abertas, enviadas para 8 profissionais com atuação no mercado financeiro, compondo uma amostra intencional, não probabilística. Destes profissionais, 6 retornaram os questionários, sendo 3 Assessores de investimentos, 1 Back Office, 1 Gerente de escritório de investimentos e 1 Sócio diretor, com idades entre 26 e 36 anos, todos com ensino superior completo, formados entre 2002 e 2014, predominantemente em economia e administração, amostra é composta 83% pelo gênero masculino e 17% feminino.

Após a leitura fluente do material coletado, iniciou-se o processo de derivação por categorias. Cada categoria é composta por um tema dominante derivado de palavras-chave

retiradas das perguntas propostas aos entrevistados, identificaram-se então as seguintes categorias.

- Regulamentação do mercado de capitais;
- Aspectos relevantes para o fechamento de capital;
- Reflexo do *delisting* nos minoritários;
- Procedimentos para saída da bolsa.

A seguir é feita a análise dos resultados com base nas categorias propostas.

#### 4.1 Regulamentação do mercado de capitais

Os depoimentos dos entrevistados demonstram 67% dos profissionais concordam com a atuação das entidades do sistema financeiro nacional, na função de promover, regular e dar credibilidade as operações realizadas no mercado.

Favorecem ao dar segurança e credibilidade às transações realizadas no mercado, o que é imprescindível para que sistema funcione e se desenvolva cada vez mais (E3, 2017).

Atuando como reguladores neutros, com regras simples, claras e iguais/equivalentes para todos os participantes (E5, 2017).

Os demais entrevistados tem uma visão distinta dos demais, um deles expõe que a respeito do baixo conhecimento por parte dos brasileiros a respeito do mercado financeiro e de capitais, o mesmo cita que em algumas regiões a uma grande divulgação através de cursos e palestras, mas ainda assim ocorre de maneira tímida. De uma maneira geral o entrevistado acredita que o conhecimento deva ser amplamente disseminado por parte dos órgãos do SFN, de modo a fomentar o desenvolvimento do mercado financeiro (E4, 2017).

O outro entrevistado acredita que não exista hoje um incentivo por parte das entidades para desenvolver o mercado de capitais, sempre encontrou barreiras para seu desenvolvimento sustentável. O profissional também relata que infelizmente o mercado de capitais ainda é um “mercado fechado” e com pouco desenvolvimento.

Contudo nota-se que em grande parte os profissionais acreditam na efetiva atuação dos órgãos do Sistema Financeiro Nacional, conforme Assaf Neto e Lima (2010, p.20) elucidam, as funções do SFN são promover a intermediação financeira, ligando os agentes econômicos superavitários em aplicar seus recursos e dos deficitários em tomá-los emprestados.

No entanto ao se considerar as respostas dos demais entrevistados, fica claro que ainda existe uma lacuna a ser preenchido pelas instituições do SFN, aumentar os incentivos a empresas para que as mesmas ingressem no mercado e se mantenham de maneira sustentável, poderia gerar um maior desenvolvimento do mercado, assim como a ampla divulgação de informações, através de cursos e palestras para o público em geral, podendo assim gerar um aumento no número de investidores, ampliando a oferta de recursos aplicados no mercado.

Atualmente a Comissão de Valores Mobiliários é a entidade do SFN, responsável pela normatização, regulamentação, controle e fiscalização do mercado de valores no Brasil. Siqueira (2010) aponta que alguns críticos, acreditam que a concentração de poderes da CVM possa ser um incentivo para a mesma exorbitar suas funções, sendo que alguns juristas questionam o poder regulador do Poder Executivo que não esteja previsto em lei.

Cerca de 67% dos entrevistados concordam com o poder regulador da CVM, considerando importante para o bom funcionamento do mercado de capitais, entretanto eles avaliam que ainda é necessário maior desenvolvimento tecnológico e que seu papel precisa ser atualizado, pois algumas regulamentações são muito excessivas, causando um entrave nas operações do cotidiano do mercado de capitais, necessitando uma maior flexibilização. Um dos entrevistados ainda questiona o papel da CVM e sua relação com a ANCORD (Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias), que passou a regular os AAI's (Agente Autônomo de Investimentos).

Observa-se que a CVM, órgão regulador do mercado de capitais, tem atingido plenamente seus objetivos, considerando questões expostas por Siqueira (2010) e Moreira (2010) que questiona o poder regulador do Executivo, que em tese fere o princípio da separação de poderes, invadindo a área do Poder Legislativo, considerando que uma OPA ocorre através de atos normativos da CVM. Apesar desse fato ser discutido pelos autores, não gerou qualquer controvérsia entre os entrevistados, concluindo assim que a CVM tem cumprido seu papel, e atuado de forma neutra e imparcial, conforme cita um dos respondentes (E5, 2017).

Nos aspectos relevantes a atuação dos órgãos do Sistema Financeiro Nacional e regulamentação do mercado de capitais, é possível concluir que o atual modelo imposto, tem cumprido seus objetivos, embora precise melhorar em alguns aspectos como no desenvolvimento contínuo e fortalecimento do mercado de capitais, redução de empresas de capital aberto não é um bom indício para economia, deveriam ser criadas medidas para facilitar e atrair empresas, para a expansão do mercado.

## 4.2 Aspectos relevantes para o fechamento de capital

Nota-se que em 67% das respostas dadas pelos entrevistados, os profissionais concordam que existe um fator predominante, que pode levar uma empresa a optar por se desligar da bolsa de valores.

Creio que o maior motivo deve-se aos custos envolvidos no processo. O mercado acionário brasileiro é incipiente, contamos apenas com uma bolsa (BVMF - BM&FBovespa), logo os custos de IPO e permanência no mercado são maiores (E3, 2017).

Altos custos de manutenção, necessidade de total transparência e demasiada exposição às especulações do mercado (E5, 2017).

Como é possível verificar, custos é um fator extremamente relevante quando as empresas optam por deixarem a bolsa, de acordo com Siqueira (2010), apesar de ser uma despesa relevante, ela se destaca quando a empresa não necessita ou não tem condições de recorrer ao mercado, à manutenção de companhia aberta incorre altos custos, que devem ser considerados em momentos de fragilidade do mercado.

Um dos entrevistados faz menção ao atual cenário econômico, as crises e incertezas, atrelado aos altos custos influenciam diretamente as empresas na decisão de fechamento de capital. Ele também menciona o fato de que no Brasil o acesso a recursos no processo de IPO é muito burocrático, implicando no desinteresse das empresas em abrir seu capital, o que culmina ainda mais para uma escassez no número de empresas listadas (E6, 2017).

Também é citado por um entrevistado, que a reestruturação societária é um fator relevante, que de acordo com Moreira (2010), a baixa avaliação da empresa pelo mercado pode ser um fator a ser considerado para o fechamento de capital, considerando assim a atração do controlador pelas ações da empresa ou de novos controladores em investir na empresa e depois fechar seu capital, por um valor normalmente bem mais baixo (E2, 2017).

Considerando o exposto pelos dois últimos entrevistados, o atual cenário de crise e a atração de grandes investidores, motivados pela baixa avaliação das ações, que acabam determinando uma reestruturação societária da empresa, temos um cenário extremamente propício para o fechamento de capital das companhias. Portanto poderia uma empresa se sair melhor no mercado com seu capital fechado?

Moreira (2010) aponta o fato que uma empresa de capital fechado pode se concentrar em obter melhores resultados no longo prazo que a empresa de capital aberto que necessita apresentar resultado favorável a cada semestre ao investidor.

Nesse ponto alguns dos profissionais tiveram alguma divergência em suas respostas, 33% deles consideram que uma empresa aberta tem mais vantagens em se capitalizar e conseguir financiamentos.

Creio que seja difícil que empresas de capital fechado obtenham recursos melhores. Se deve, pois a abertura de capital gera poder de alavancagem muito grande as companhias, sendo complicado ou até proibitivo que empresas de capital fechado façam o mesmo através de emissão de dívidas, especialmente devido alta taxa de juros brasileira (E2, 2017).

Não acredito que este seja um fator relevante para determinar melhor ou pior resultado de uma empresa. Porém, creio que um S.A. aberta tem vantagem ao ter a possibilidade de capitalizar mais facilmente (E3, 2017).

Mas ainda assim, 67% dos entrevistados discordam, considerando outros fatores, como o cenário econômico, ou como fatores já mencionados anteriormente que envolvem altos custos e regras de *disclosure*, que definem que as empresas devem divulgar informações periódicas ao mercado.

Algumas regras para empresas fechadas diferem de algumas obrigações das empresas abertas e isso pode favorecer os resultados das empresas de capital fechado (E5, 2017).

No atual cenário econômico, o ganho com governança não compensa os altos custos. Nos últimos anos não tem sido vantajoso captar recursos no mercado acionário (E6, 2017).

Ser uma empresa de capital aberto ou fechado não é o principal determinante dos resultados de longo prazo de uma empresa. Muito mais relevante do que isso são o negócio, setor, desempenho operacional, endividamento são exemplos de fatores determinantes (E1, 2017).

Os entrevistados citaram diversas razões, considerando as regras e o atual cenário econômico, enquanto o respondente E4 (2017) não considerou relevante a empresa ser aberta ou fechada, ela até pode obter melhores resultados, mas não por esse fator. Avaliando essas respostas pode-se definir que pode ser um vantajoso para as empresas, tanto do ponto de vista estratégico como econômico, fechar o seu capital, mas isso envolve muitos outros fatores a serem considerados. Contudo, como vimos através dos resultados, o nosso mercado de valores atualmente está propício para esse tipo de operação.

#### **4.3 Reflexo do *delisting* nos minoritários**

Quanto ao impacto do fechamento de capital nos investidores minoritários, nota-se uma divisão de opiniões por parte dos respondentes, 50% deles argumentaram que os

investidores minoritários são os que saem mais prejudicados em detrimento do interesse do controlador, por serem a parte mais fraca durante o processo. Também foi levantada a questão por um respondente de que o acionista minoritário, muitas vezes mal instruído, acaba ficando com um “mico” na mão, criando um histórico ruim de experiências com o mercado.

Conforme avalia Siqueira (2010, p.55) “à sua revelia, e no exclusivo interesse do controlador, o minoritário é despojado de uma característica básica do bem que adquiriu com a consequente perda de seu valor financeiro”, referindo-se a liquidez das ações, o autor argumenta que essa é uma das operações mais traumáticas aos minoritários, exigindo extremo rigor pelos órgãos responsáveis.

Ainda assim, os demais respondentes têm uma visão diferente, considerando as políticas de proteção aos minoritários impostas pela CVM durante processo de OPA.

De forma geral o fechamento de capital é benéfico aos minoritários durante o processo devido ao ágio existente na compra de grandes lotes e políticas como *tag along* [...] (E2, 2017).

Não vejo prejuízo nesse sentido aos minoritários. Quando uma empresa fecha capital ela faz um leilão de recompra de suas ações a preços maiores do que negociados em bolsa, ou seja, na grande maioria das vezes é um bom negócio (E3, 2017).

Entendo processo de OPA como transparente e não prejudica as partes (E6, 2017).

Uma das políticas de proteção aos minoritários é a determinação de preço justo das ações, que ocorre em caso de fechamento de capital, onde deve ser contratada uma empresa especializada e com experiência no mercado para determinar o preço da ação, conforme a Lei das SA (CVM, 2014).

Esse normalmente é o maior entrave no processo da OPA, a composição do preço das ações, para Moreira (2010) os acionistas minoritários detentores de ao menos 10% das ações em circulação, tem direito de convocar uma nova assembleia especial para pedir uma nova avaliação do preço das ações, no prazo de 15 dias decorridos a apresentação do fato relevante com o laudo de avaliação de preço.

Geralmente são questionados critérios utilizados na composição do preço, como patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, entre outros, onde devem ser utilizados ao menos três critérios diferentes. Nesse ponto a uma ampla gama de opiniões a respeito.

Existem muitas variáveis envolvidas, é um processo complexo e dependendo do ramo da empresa, bastante difícil, como no ramo de tecnologia/internet. Geralmente, o método mais utilizado é o *valuation* (E3, 2017).

O processo de determinar o preço de uma ação envolve sempre muita subjetividade (E1, 2017).

Sempre vai existir discussão sobre o preço e o ágio justo para todas as partes. Não existe a possibilidade de se agradar todas as partes. Como sócios da empresa devemos nos inteirar dos riscos existentes (E6, 2017).

Em algumas respostas, os entrevistados concordam que deveriam ser o mesmo preço para majoritários e minoritários, tornando a operação equilibrada entre as partes, enquanto outro argumenta que esta seja a maneira mais eficiente, por desconhecer outras formas de efetivar o processo.

Por fim não existe a possibilidade de se chegar a uma conclusão sobre os efeitos fechamento de capital das empresas sobre os minoritários, a divergência de opiniões demonstra que, tanto pode ser benéfico para os minoritários como pode causar danos aos mesmos, entretanto as políticas adotadas pela CVM, para proteção dos minoritários torna o processo menos doloroso. Existem muitas variáveis sobre a definição de preço justo, mas dar a opção aos minoritários de recorrer sobre a avaliação do preço mantém o processo equilibrado para ambas as partes, por isso a importância de difundir o tema, como menciona um entrevistado.

#### **4.4 Procedimentos para saída da bolsa**

A OPA para cancelamento de registro, conhecida também como fechamento de capital, é uma operação que envolve uma decisão de assembleia com acionistas, normalmente dos acionistas controladores, que ao analisarem uma série de fatores decidem pelo cancelamento de registro de companhia aberta (CVM, 2014).

O cancelamento de registro de companhia aberta deve ser realizado pela própria empresa ou controlador e deverá dirigir-se a todos os acionistas minoritários, garantindo seu justo tratamento. Conforme as opiniões coletadas dos profissionais é possível ter uma visão mais ampla do processo.

Oferecendo os mesmos valores de oferta disponibilizado para os majoritários, proporcional ao número de ações (E5, 2017).

Ela permite certa disseminação da informação, mas o termo “tratamento justo” é forte. Ela apenas melhora a condição dos minoritários (E1, 2017).

Acredito que o processo de OPA é satisfatório com os minoritários nos moldes atuais (E2, 2017).

É possível constatar que o processo de OPA como ocorre atualmente, parece satisfatório na opinião dos profissionais, oferecendo mecanismos de proteção e disseminação de informações, embora não haja unanimidade na questão do tratamento justo com minoritários. Alguns consideram que o preço de recompra das ações fosse o mesmo entre majoritários e minoritários, possibilitando maior equilíbrio no processo.

O processo de OPA também oferece outro importante mecanismo de proteção para os minoritários, conforme cita Militão (2012) os acionistas minoritários tem o direito de impedir o cancelamento de registro de companhia aberta, sendo que mais de 2/3 dos proprietários de ações presente em assembleia devem manifestar ou aceitar sua concordância com o fechamento de capital.

É uma medida que equilibra o poder de decisão sobre o futuro das companhias. Acredito que sejam adequados, aumentando a transparência e simetria do mercado (E2, 2017).

Acho justo, pois é uma medida que protege os interesses de todos os acionistas e garante um tratamento justo, não deixando apenas nas mãos do controlador essa importante decisão (E3, 2017).

Com isso, os minoritários, estando organizados podem explicitar seu desejo da manutenção da condição de empresa aberta, mas nem sempre existe essa organização ou interesse (E5, 2017).

Considerando as opiniões dos profissionais, essa medida oferece maior segurança aos minoritários e todos envolvidos no processo, cabendo a eles avaliar se a decisão de fechamento de capital trará benefícios a eles e a empresa.

Pode-se constatar que o processo de OPA, cumpre com a função de tornar a operação justa e equilibrada entre as partes. Embora nem sempre seja possível satisfazer ambos os lados, evita maiores prejuízos aos minoritários como ocorria no fechamento em branco, e tem sido satisfatório na opinião dos profissionais do setor.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O principal propósito desse trabalho foi estudar os fatores determinantes e os procedimentos que conduzem uma empresa de capital aberto a fechar seu capital e se desligar da Bolsa de Valores, de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), e o reflexo desta operação nos seus investidores. Para isso, foi realizada uma pesquisa bibliográfica sobre o tema fechamento de capital, onde foram analisadas as entidades do Sistema Financeiro



Nacional que regulam o mercado de capitais, após foi feito um estudo sobre a bolsa de valores no Brasil e por fim como ocorre o processo da Oferta Publica de Aquisição de Ações (OPA).

Para a coleta de dados foi utilizado um questionário de perguntas abertas que segundo Barros e Lehfeld (2007), oferece maior liberdade nas respostas, com o menor risco de influencia do pesquisador sobre elas, além de economizar tempo e recursos financeiros na sua aplicação.

Para a análise foi utilizada a técnica de análise de conteúdo por categoria que visa identificar o conteúdo das mensagens, classificando palavras, frases ou parágrafos em categorias de conteúdo (BARDIN, 2011). Essas categorias são submetidas à interpretação inferencial, que após geram indicadores qualitativos, os quais cabem ao pesquisador analisar e interpretar utilizando teorias relevantes (BARDIN, 2011; WEBER<sup>1</sup> *apud* ROESCH, 1999).

A partir do material coletado e sua categorização em 4 temas dominantes: Regulamentação do mercado de capitais; Aspectos relevantes para o fechamento de capital; Reflexo do delisting nos minoritários; Procedimentos para saída da bolsa, devemos realizar algumas considerações a fim de verificar se os objetivos do presente trabalho foram atingidos.

A primeira categoria sobre Regulamentação do mercado de capitais expõe a visão dos entrevistados sobre eficiência dos órgãos do SFN, em sua grande maioria eles concordam que o sistema financeiro, promove credibilidade à intermediação financeira. Embora alguns deles acreditem que falte divulgação e incentivo para o mercado de capitais. O mercado brasileiro ainda é incipiente, em grande parte a população desconhece seu funcionamento, um mercado mais amplo facilita a captação de recursos e aplicação dos mesmos, sendo assim um atrativo também para as empresas.

Com relação à atuação da CVM, nenhum entrevistado fez menção ao possível conflito do poder regulador do Executivo, todos concordam com seu efetivo poder, atuando de forma neutra e imparcial. Dessa forma o objetivo sobre, analisar a estrutura do sistema financeiro nacional e do órgão responsável pela regulamentação do mercado de capitais no Brasil foi atendido.

A categoria que discute sobre aspectos relevantes para o fechamento de capital, demonstra conforme teoria estudada, os principais fatores que levam a empresa a decidir fechar seu capital. Para Siqueira (2010) esses motivos podem ser divididos em três grupos: custos, reestruturação societária e desnecessidade de captação de recursos.

---

<sup>1</sup> WEBER, R.P. **Basic content analysis**. Newbury Park: Sage, 1990.

A maior parte dos entrevistados concorda que altos custos de manutenção de capital aberto é o fator mais relevante na decisão de uma companhia pelo delisting. Também fazem menção a mais dois fatores, o atual cenário de crise econômica que o país enfrenta e reestruturação societária, sendo que na crise a baixa avaliação das empresas pode significar um interesse em controladores em adquirir ações remanescentes das empresas ou assumir controle de uma nova empresa para depois fechar o capital.

Em grande parte os entrevistados alegam que a empresa de capital fechado, no atual cenário econômico poderia se sair melhor que uma companhia aberta. A partir da base teórica que elencou vários motivos para fechamento de capital e da constatação verificada pelos entrevistados, se conclui que o segundo objetivo, identificar fatores determinantes que levam a empresa de capital aberto a se desligar da bolsa foi atingido.

Com relação ao terceiro objetivo sobre levantar o reflexo do desligamento destas empresas da bolsa de valores para os investidores minoritários, pode-se concluir a partir da categoria reflexo do delisting nos minoritários. Os profissionais do mercado não conseguem medir com precisão se a operação de fechamento de capital seria algo benéfico para os minoritários ou não, existe uma divisão de opiniões sobre o assunto. Isso que nos leva a concluir que os minoritários podem ou não se beneficiar, podendo ocorrer variações de uma para outra operação, mas fica claro que as políticas de proteção aos minoritários tem sido efetivas, a definição de preço justo acaba sendo uma das mais importantes.

Quanto a este aspecto os profissionais tiveram opiniões divergentes sobre o método de avaliação de preço, o que demonstra o conflito que pode-se abrir entre minoritários e majoritários, sendo essa uma das partes mais emblemáticas do processo. Os entrevistados também concordam com o poder de recorrer dado aos minoritários em relação à avaliação de preço. Então podemos considerar que as políticas impostas pela CVM, torna esse processo mais justo e equilibrado entre as partes, embora o tema deva ser mais divulgado por parte da CVM e BM&FBovespa.

A quarta categoria que trata dos procedimentos de saída da bolsa, demonstra que os profissionais parecem satisfeitos com o processo de OPA como ocorre nos moldes atuais, oferecendo mecanismos de proteção e disseminação de informações. Também acreditam nos mecanismos que podem impedir a OPA caso 2/3 não aprovem em assembleia, embora um dos entrevistados lembre que nem sempre ocorre esse interesse e organização por parte dos minoritários. Com isso pode-se atender ao último objetivo sobre analisar os procedimentos necessários para o cancelamento de registro de companhia aberta.

No decorrer do delineamento das quatro categorias é possível responder a questão inicial de pesquisa, levantando os principais indicadores que levam uma empresa a se retirar da bolsa de valores e o reflexo dessa operação sobre os investidores minoritários.

Através da percepção dos profissionais da área de mercado de capitais, é possível perceber que empresas tem perdido o interesse em buscar recursos através do mercado, nota-se que essa é uma das fontes mais viáveis de financiamento para as empresas, mas considerando todas as exigências impostas para as empresas e a burocracia para abrir seu capital, por vezes desestimulam as empresas em se tornarem abertas, isso expõe outro problema, não existe só o aumento no número de empresa que fazem o OPA, mas também a redução de IPO's, que demonstra um grave desequilíbrio das empresas listadas na bolsa.

Outro ponto é a alta despesa que a empresa tem para manutenção de companhia aberta, esse foi citado como mais relevante pelos profissionais, somado ao fato do país atravessar uma crise financeira, torna-se necessário discutir ou rever algumas regras impostas as companhias. Em tempo de lucro mais enxuto, a decisão pelo cancelamento de companhia aberta pode ser induzido pelo alto custo atrelado.

Na aplicação dos questionários com profissionais, houve um pouco de dificuldade na disponibilidade dos mesmos, com isso ocasionou a diminuição da mostra prevista inicialmente em 8 profissionais, sendo que apenas 6 retornaram.

Como sugestão, poderia ser disponibilizado uma maior gama de cursos e palestras pela BM&FBovespa, que já mantém uma área com esse enfoque, apenas para atrair novos investidores para o mercado, considerando que a maior parte da população desconhece sobre esse tipo de investimento.

O objetivo do estudo não foi incentivar a prática de fechamento de capital, apenas expor esse problema que tem sido pouco divulgado. Como sugestão para estudos futuros seria analisar empresas que saíram da bolsa e demonstrar seu desenvolvimento como uma companhia fechada.

## 6 REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo: Editora Thomson Learning, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Fundamentos da Administração Financeira**. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo** (Edição revista e actualizada). Lisboa: Edições, v. 70, 2011.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de metodologia científica**. 3ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BM&FBovespa. **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo**. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/index.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/index.htm)> acesso em: 10.09.2016.

BORTOLON, Patrícia Maria; JUNIOR, Anor da Silva. **Fatores Determinantes para o Fechamento de Capital de Companhias Listadas na BM&FBovespa**. Revista de Contabilidade e Finanças, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 140-153, 27/01/15 Disponível em: <[http://www.scielo.br/pdf/rcf/2015nahead/pt\\_1519-7077-rcf-201500910.pdf](http://www.scielo.br/pdf/rcf/2015nahead/pt_1519-7077-rcf-201500910.pdf)> Acesso em: 11.10.2016

CAVALCANTE, Ricardo Bezerra; CALIXTO, Pedro; PINHEIRO, Marta Macedo Kerr. **Análise de Conteúdo: considerações gerais, relações com a pergunta da pesquisa, possibilidades e limitações do método**. Revista Informação e Sociedade 2014 João Pessoa, v.24, n.1, p. 13-18, jan./abr. 2014 Disponível em: <<http://www.ies.ufpb.br/ojs/index.php/ies/article/view/10000/10871>> Acesso em: 29.10.2016

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; SILVA, Roberto da. **Metodologia Científica**. 6ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Editora CVM, 2014.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5ª edição. São Paulo: Atlas, 2010.

MICHELS, Erico; OLIVEIRA, Ney; WOLLENHAUPT, Sandro. **Fundamentos da economia**. 1ª ed. Porto Alegre: InterSaberes. 2012.

MILITÃO, Frederico Guilherme de Sales do Amaral. **Fechamento voluntário de capital e o investidor minoritário na opinião dos profissionais de mercado**. 2012. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdades Integradas Pedro Leopoldo, Minas Gerais, 2012.

MOREIRA, Ricardo Guimarães. **Sociedades Anônimas Brasileiras & Fechamento de Capital**. Curitiba: Juruá, 2010.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**. 2.ed. São Paulo, Atlas.1999.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira. **Fechamento do Capital Social: Oferta Pública de Aquisição e Outras Modalidades**. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.