

Área Temática: Economia das Organizações

Desmutualização, Abertura de Capital e Fusão da Bovespa e BM&F: uma Análise de suas Vantagens, Desvantagens e Conseqüências

AUTORES

KELMA RODRIGUES BICHARA

Centro Universitário de Belo Horizonte - UNI-BH

krbichara@gmail.com

MARCOS ANTÔNIO DE CAMARGOS

Faculdade Novos Horizontes - FNH

marcos.camargos@unihorizontes.br

Resumo

Seguindo uma tendência mundial de competitividade, de avanços tecnológicos e principalmente de atuação, o segmento de bolsas de valores está se reestruturando para atender à dinâmica do mercado mundial, avançando na sua consolidação. O objetivo deste artigo foi analisar as vantagens, desvantagens e conseqüências da desmutualização, da abertura de capital e da fusão da Bovespa e BM&F. Trata-se de um estudo de caso múltiplo, descritivo, conduzido por um enfoque qualitativo no qual se utilizou principalmente os dados secundários obtidos por pesquisa documental nos prospectos de abertura de capital e sites das instituições pesquisadas e imprensa especializada. Argumenta-se que, se por um lado, as transformações organizacionais implantadas pelas duas bolsas, apesar de terem acarretado no aumento dos custos e despesas da abertura de capital e manutenção como companhia aberta; por outro, resultaram em uma instituição com poder tecnológico, operacional e financeiro com potencial de expansão local, por meio da oferta de novos produtos e serviços, e regional, por meio de aquisições de outras bolsas na América Latina. Além disso, consolidou o segmento bursátil do país.

Palavras-chave: Desmutualização, Abertura de Capital, Fusão, Bolsas de Valores.

Abstract

Following a worldwide trend of competitiveness, technological advances and mainly of performance, the stock exchange segment is reorganizing to take care of to the dynamic macroeconomics of the worldwide market, advancing in its consolidation. The objective of this research was to analyze the advantages, disadvantages and consequences of the demutualization, of initial public offering, and the merger between Bovespa and BM&F. Thus, it is a study of multiple, descriptive case, driven towards a qualitative approach with secondary data by documentary research in the prospects and sites of the searched institutions and the specialized press. One argues that, if on the other hand, the recent organization transformations of two stock exchanges, although to have caused the increase of the costs and expenditures of the flotation of shares and maintenance as public company; for another one, they had resulted in an institution with being able technological, operational and financial with local potential of expansion, offering new products and services, and regional, by

acquisitions of other stock exchanges in Latin America. Moreover, it consolidated the stock exchange segment of the country.

Key- Words: *Demutualization, Initial Public Offering, Merger, Stock Exchange.*

1. INTRODUÇÃO

O cenário atual de negócios internacional apresenta como características dominantes a crescente necessidade de adaptação a novas tecnologias, mercados e formas de atuação, desencadeada pelo acirramento da concorrência, crescente integração econômica e financeira, e principalmente uma necessidade de obtenção de diferenciais e recursos que garantam a competitividade e a sustentabilidade empresarial. Essa dinâmica tem levado a uma reestruturação societária, patrimonial, produtiva e concorrencial, dando início à consolidação de vários segmentos econômicos, dentre os quais o de bolsa de valores, fundamental para o mercado de capitais de qualquer país.

O mercado de capitais pode ser visto como uma alternativa de diversificação de investimentos pessoais e de capitalização de empresas. O desenvolvimento do mercado de capitais é uma excelente opção de financiamento e capitalização das empresas para viabilizar os seus projetos de investimentos e também, para as pessoas físicas, na medida em que se torna uma alternativa de aplicação financeira e formação de patrimônio de longo prazo.

Nessa perspectiva, torna-se evidente a importante contribuição do mercado de capitais e, especificamente, o destacado papel do mercado acionário para o desenvolvimento econômico de um país.

As bolsas de valores são instituições intermediadoras que atuam no mercado como centros de negociação de valores mobiliários, utilizando e desenvolvendo para isso, plataformas eletrônicas de negociação de compras e vendas desses valores. A principal função de uma bolsa de valores é proporcionar um ambiente transparente e líquido, adequado à realização de negócios com valores mobiliários. Somente por meio das corretoras, os investidores têm acesso aos sistemas de negociação para efetuarem suas transações de compra e venda dos títulos disponíveis valores.

Os mercados de capitais são mais eficientes em países nos quais existem bolsas de valores bem estruturadas, transparentes e líquidas. Para que elas desempenhem suas funções, o ambiente de negócios do país tem que ser livre e as regras claras. Dessa maneira, as bolsas podem beneficiar todos os indivíduos da sociedade e não somente aqueles que detêm ações de companhias abertas.

As bolsas de valores firmaram-se, historicamente, como entidades sem fins lucrativos, pertencentes às corretoras, em uma estrutura organizacional fechada. Entretanto, na última década, em virtude da alta competitividade, da necessidade de investimentos pesados em tecnologia e de uma maior eficiência na condução de suas atividades, algumas das bolsas mais importantes do mundo adotaram uma nova estrutura organizacional, com um enfoque mais comercial, passando a visar o lucro em suas atividades. Esse processo é conhecido como desmutualização, no qual há a transformação de uma associação sem fins lucrativos em uma empresa que visa obter superávit em suas atividades. Além disso, algumas delas abriram seu capital social pela primeira vez ao mercado, em processo conhecido no mercado de capitais como *initial public offering* (IPO) ou oferta pública inicial (OPI). A última tendência do segmento bursátil são as associações e parcerias com outros pares, dando início ao que parece à consolidação do setor.

No mercado brasileiro a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) e a BM&F (Bolsas de Mercadorias & Futuros) ingressaram nessa tendência, ao desmutualizarem e abrirem o capital (segundo semestre de 2007) e, mais recentemente, celebraram um acordo no qual fizeram uma fusão (fevereiro de 2008).

Inserido na temática acima, esta pesquisa tem por objetivo identificar e analisar as vantagens, desvantagens e conseqüências da desmutualização, do *IPO* e da fusão da Bovespa e da BM&F, no que se refere aos aspectos financeiros, operacionais e estratégicos. Este artigo tem a seguinte estrutura, após esta introdução, são apresentados os fundamentos teóricos que nortearam o estudo na seção 2, seguidos da metodologia utilizada e da discussão e análise dos

dados nas seções 3 e 4, respectivamente. Encerra-se o estudo tecendo-se algumas considerações e conclusões sobre o tema na seção 5, encerrando-se com as referências consultadas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Mercado Financeiro e de Capitais

O mercado financeiro faz a ligação entre as pessoas ou empresas que têm dinheiro e as pessoas ou empresas que precisam de dinheiro. Para que isso ocorra, é preciso um intermediário – as instituições financeiras (bancárias ou não). O mercado financeiro leva o dinheiro de quem tem para quem não tem, cobrando por essa intermediação, além de taxas de corretagens, emolumentos, uma remuneração do capital (taxa juros).

Assim, os mercados financeiros podem ser definidos como o mecanismo ou ambiente por meio do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam os preços. São mercados nos quais os recursos financeiros são transferidos desde unidades superavitárias, isto é, que tem excesso de fundos, até aquelas deficitárias, ou seja, que têm necessidade de fundos (PINHEIRO, 2006).

No mercado financeiro as pessoas também vão buscar serviços, como seguro de vida, planos de previdência, cobrança bancária, etc. Todos esses processos são fiscalizados e controlados por entidades, como o Banco Central (Bacen), a Bovespa, Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre outras, todas elas subordinadas ao Conselho Monetário Nacional (CMN).

Um dos segmentos mais importantes do mercado financeiro é o mercado de capitais, o qual segundo Pinheiro (2006) pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas, por meio da sua renegociação entre os diversos tipos de investidores.

No mercado de capitais, segundo Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005, p. 17) são negociados:

títulos representativos do capital de empresas (ações) ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas (debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição ou commercial papers) que permitem a circulação para custear o desenvolvimento econômico. Assim, uma empresa não precisará ficar restrita a sua geração de lucros (eventualmente insuficiente para suas necessidades) ou novos aportes de seus acionistas (limitando ao patrimônio destes) para financiar seus planos de investimentos, podendo captar recursos junto a novos investidores.

Ou seja, são negociados essencialmente os títulos das chamadas sociedades anônimas (S/A's), as quais segundo Andrezzo e Lima (2002, p. 84), foram criadas pela Lei nº 4.506/64, com o objetivo de estabelecer incentivos fiscais às companhias que tivessem suas ações dispersas entre diversos investidores. Posteriormente, as Leis nº 4.728/65, nº 6.404/76 e nº 10.303/01 conferiram a esta forma de organização societária as características que têm hoje, bem como delimitaram seus direitos, deveres, atribuições, partes constitutivas e órgãos reguladores. Destaca-se esta última que além de conferir maiores direitos aos acionistas minoritários, trouxe avanços importantes para a governança corporativa das empresas brasileiras.

Basicamente os participantes do mercado de capitais podem ser sintetizados em agentes: i) emissores (companhias abertas); ii) intermediários (instituições financeiras); iii) administradores e reguladores (bolsas, companhias de liquidação e custódia, CVM); iv)

investidores (pessoas físicas, institucionais, empresas, estrangeiros, etc.) e; v) outros (analistas de mercado, consultorias e auditorias).

Segundo Assaf Neto (2003), dentre as várias formas que um mercado de capitais pode ser dividido / classificado destaca-se o mercado primário e o secundário. Segundo Lopes e Rossetti (1998) o mercado primário é aquele em que se realiza a primeira aquisição ativo, assim que emitido. É nesse mercado que efetivamente se transferem fundos de agentes superavitários para agentes deficitários, no financiamento das atividades produtivas e do consumo. Ou em outras palavras, é o mercado no qual ocorrem as emissões de novos títulos por parte das S/A's, que obtêm dessa forma, financiamento para seus projetos de investimento.

Já o mercado secundário é aquele em que são renegociados ativos financeiros já existentes e primariamente adquiridos quando de sua emissão, tranferindo-se, assim, de um proprietário para outro . Esse mercado não exerce precipuamente a função de aumentar o estoque de ativos financeiros e, conseqüentemente, o fluxo agregado de financiamentos; sua finalidade principal é de aumentar a liquidez do estoque de ativos financeiros da economia, tornando mais atraente sua aquisição primária (LOPES e ROSSETTI, 1998).

De acordo com Pinheiro (2006), a diferença entre os mercados primários e secundários é que, enquanto o primeiro caracteriza-se pelo encaixe de recursos na empresa, o segundo apresenta mera transação entre compradores e vendedores de títulos, não ocorrendo assim alteração financeira na empresa.

2.2 As Bolsas de Valores

Historicamente as bolsas de valores caracterizavam-se por serem associações civis sem fins lucrativos, que gozavam de autonomia operacional, financeira, gerencial e tecnológica para realizar a intermediação das negociações no mercado. Além disso, exerciam também a função de fiscalizadoras das operações e dos agentes participantes do mercado.

Pode-se dizer que a função de uma bolsa de valores não é a de criar riqueza, mas a de transferir os recursos da economia, pois a cada entrada de fundos no mercado bursátil corresponde a uma fuga de capitais previamente aplicados, que representa simples transferência de propriedade. Isso não significa que as bolsas são organizações neutras com relação à economia. A existência das bolsas propicia aos possuidores de títulos patrimoniais e os subscritores de novas emissões a certeza da liberação do capital investido, e essa convicção os leva a realizar o investimento (PINHEIRO, 2006).

Pinheiro (2006) destaca também que as funções das bolsas de valores podem ser sintetizadas em: levantar capital para negócios; mobilizar poupanças em investimentos; facilitar o crescimento de companhias; redistribuir a renda; aprimorar a governança corporativa; criar oportunidades de investimento para pequenos investidores; atuar como termômetro da economia e ajudar no financiamento de projetos sociais.

A economia brasileira já chegou a contar com nove bolsas de valores que atuavam nas suas diversas regiões. Entretanto, no início dos anos 2000 essas bolsas foram integradas, passando a Bovespa ser o centro de referência de negociações do país. Atualmente, a Bovespa e a BM&F são seus dois centros bursáteis. A primeira atua no chamado mercado a vista operações de compra e venda em pregão, de determinada quantidade de ações para liquidação financeira imediata (3º dia útil). A segunda com o mercado futuro, de operações de compra e venda em pregão, de determinada quantidade de títulos, valores mobiliários e *commodities* para liquidação financeira ou física futura (CAVALCANTE FILHO, MISUMI e RUDGE, 2005).

A Bovespa é o maior centro de negociação com ações da América Latina, concentrando cerca de 70% do volume de negócios realizados na região. A BM&F é a quarta

maior bolsa de futuros do mundo, um mercado sofisticado que oferece instrumentos financeiros para diminuição de riscos e potencialização de lucros.

Uma vez desmutualizada, a bolsa pode tomar várias formas. Algumas bolsas se desmutualizaram e se tornaram sociedades anônimas com ações listadas nela mesma (como foi o caso da Bovespa). Outras desmutualizaram-se, mas, continuam a ser sociedades com capital fechado. Outras ainda são subsidiárias de uma S/A controladora cujas ações são negociadas em outras bolsas. O tema da abertura de capital, pelo qual passaram a Bovespa e a BM&F é apresentado na seção seguinte.

2.3 A abertura de Capital

No cenário econômico mundial atual predominam a tecnologia, a competição e a integração dos mercados. As empresas não podem depender unicamente dos recursos próprios e bancários para financiarem sua expansão. Uma alternativa é a abertura de capital, mediante a subscrição de ações, mecanismo pelo qual as empresas captam recursos para financiar seus projetos de investimento.

Abrir o capital significa tornar-se uma companhia de capital aberto, ou seja, emitir ações para o público, que poderão ser transacionadas em bolsas de valores e nos mercados organizados. Em síntese, abrir o capital significa ter novos sócios (CAVALCANTE, MISUMI e RUDGE, 2005, p.165).

O processo de abertura de capital pode realizar-se em duas modalidades, por meio do mercado primário e do mercado secundário. Na distribuição primária, a empresa emite e vende novas ações ao mercado e na distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor e/ou algum de seus atuais sócios. Conforme salienta Assaf Neto (2003), o percentual do capital total que será disponibilizado ao mercado é uma decisão estratégica que envolve questões de controle, poder e de governança corporativa. Após a criação de segmentos diferenciados de governança corporativa a Bovespa tem “incentivado” as empresas a abrirem o seu capital nesses segmentos, principalmente no seu nível de maior *disclosure*, o novo mercado (NM).

Segundo Pinheiro (2006), os lançamentos de ações novas no mercado, de forma ampla e não restrita à subscrição pelos atuais acionistas, chamam-se lançamentos públicos de ações ou operações de *underwriting*. O termo *underwriting* (“subscrição” em português) significa lançamento ou emissão de papéis para captação de recursos de acionistas. Existe uma diferença entre o processo de IPO e o lançamento de ações primárias, pois o segundo pode ocorrer sempre que a empresa optar pela captação de recursos por meio do mercado de capitais e o IPO ocorre somente uma vez.

O lançamento inicial de ações secundárias ocorre quando as ações já se encontravam em poder de acionistas e passam a ser negociadas em mercados organizados (bolsas de valores ou mercado de balcão) e, como não se subscrevem novas ações, os recursos movimentados não são revertidos para a companhia.

Grinblatt e Titman (2005) enumeram algumas vantagens e desvantagens da colocação pública de ações:

Quadro 1: Vantagens e desvantagens da abertura de capital

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> - melhor acesso ao mercado de capitais; - ganho de liquidez para os acionistas; - pulverização da participação acionária; - o monitoramento e a informação são providos por mercados de capital externo; - proporciona à empresa emissora credibilidade com clientes, fornecedores e empregados. 	<ul style="list-style-type: none"> - custo das operações; - custo de negociação com os acionistas; - abertura de informações para concorrentes; - pressão pública.

Fonte: Grinblatt e Titman (2005).

Os gastos com o processo de abertura de capital variam muito de empresa para empresa. Normalmente, envolvem despesas com a contratação de auditoria externa, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de marketing da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação. Já os custos de manutenção da condição de companhia aberta consistem geralmente em: auditoria independente, publicação de atos societários e de demonstrações financeiras, anuidades relativas à bolsa de valores, taxas de fiscalização da CVM, serviço de escrituração de ações e área de relações com investidores (BOVESPA, 2008).

2.4 Os Processos de Fusões e Aquisições

O cenário de negócios das duas últimas décadas, marcado pela abertura comercial e pelo conseqüente aumento do fluxo de transações e a crescente integração de mercados, tem redefinido, no âmbito da economia mundial, as estruturas e as forças de mercado, e no âmbito interno, os processos produtivos, organizacionais, societários e de controle. Nesse cenário o fenômeno das F&As ganhou destaque, por ser uma das alternativas para se adaptar a essas mudanças.

Os processos de fusões e aquisições (F&A) têm recebido atenção na imprensa especializada devido à sua intensidade, quantidade de operações, cifras envolvidas, segmentos econômicos e conseqüências para concorrentes, sociedade e economia que pertencem.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), na fusão ou consolidação as firmas envolvidas geralmente têm porte semelhante e combinam-se por meio de uma simples permuta de ações, dando origem a uma outra firma (consolidação), enquanto na aquisição ocorre a compra de uma firma por outra e geralmente uma dela mantém a identidade.

Considerando fatores econômicos, uma F&A pode ser classificada em:

QUADRO 1: Classificação dos processos de fusões e aquisições

Classificação	Definição
<i>horizontal</i>	união entre firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes
<i>vertical</i>	quando resulta da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores; ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores
<i>Conglomerado (diversificação)</i>	quando envolve firmas em ramos de atividade não relacionados, cujo principal objetivo é a diversificação de investimentos, visando reduzir riscos e aproveitar oportunidades de investimento

Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Weston e Brigham (2000)

Os processos de F&As integram a estratégia empresarial, mediante os quais as empresas conseguem expansões rápidas, conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, defesa contra aquisições indesejadas entre outros. Apesar disso, não devem ser encarados como uma solução simples para

problemas internos ou ameaças mercadológicas, devido ao elevado grau de complexidade e incerteza que permeiam essas operações.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é um estudo de caso, o qual de acordo com Yin (2005), é um estudo empírico que investiga um fenômeno atual dentro do seu contexto de realidade, quando as fronteiras entre o fenômeno e o contexto não são claramente definidas e no qual são utilizadas várias fontes de evidência. Um estudo de caso pode ser único ou múltiplo, como ocorreu neste artigo, no qual foram analisados os dados das duas bolsas brasileiras, a Bovespa e a BM&F.

Esta pesquisa é do tipo descritiva, a qual segundo Richardson (1999) é usada quando se deseja descrever as características de um fenômeno. No contexto desta pesquisa analisou-se uma nova realidade vivenciada por duas importantes instituições do mercado de capitais brasileiro, descrevendo suas vantagens, desvantagens e conseqüências em termos financeiros, operacionais e estratégicos.

Segundo Gil (1999), a coleta de dados em um estudo de caso é baseada em diversas fontes de evidências. Diante do objetivo proposto nesta pesquisa, fez-se necessária uma análise dos dados com base em uma investigação documental e uma pesquisa bibliográfica, realizada em periódicos, sites das duas instituições pesquisadas, imprensa especializada e os prospectos definitivos e preliminares de oferta pública de distribuição secundária de ações ordinárias de emissão da Bovespa Holding S.A. e BM&F S.A., denominados a partir daqui de apenas prospecto definitivo e prospecto preliminar da Bovespa ou BM&F.

Foram utilizados dados secundários extraídos de periódicos, sites das instituições, imprensa especializada e principalmente dos prospectos definitivos e preliminares da Bovespa e BM&F. Os documentos analisados foram publicados desde a desmutualização das bolsas (segundo semestre de 2007) até o meados de abril de 2008.

No que se refere ao enfoque, esta pesquisa é qualitativa, segundo Richardson (1999), difere, em princípio, do quantitativo à medida que não emprega um instrumental estatístico como base de processo de análise de um problema. Não pretende numerar ou medir unidades ou categorias homogêneas.

4. ANÁLISE DA DESMUTUALIZAÇÃO, IPO E DA FUSÃO

4.1 A Bovespa

A Bovespa é único centro de negociação de ações do país, a maior bolsa da América Latina e uma das maiores do mundo. Nela são negociados principalmente as ações de companhias abertas e títulos privados de renda fixa, entre outros valores mobiliários. Foi inaugurada em 1890, passando por inúmeras transformações e avanços tecnológicos até chegar à sua fusão com a BM&F.

Em 28 de agosto de 2007 foi aprovada a desmutualização, processo pelo qual a Bovespa deixou de ser uma associação civil sem fins lucrativos, transformando-se em uma sociedade por ações. Este fato ocasionou mudanças em sua estrutura societária, na distribuição de suas atribuições e, principalmente, nas regras de acesso aos seus ambientes de negociação. Com a conclusão da reorganização societária, a nova estrutura societária passou a ser a seguinte:

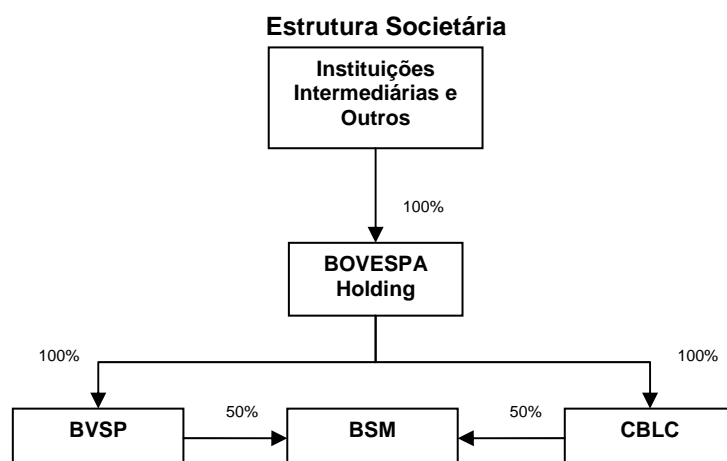


Figura 1: A nova estrutura societária da Bovespa
Fonte: Bovespa (2008).

Segundo a Bovespa (2008), esta nova estrutura societária surgiu com a entrega da participação societária da Bovespa Serviços na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) para a Bovespa, em razão da redução do capital da Bovespa Serviços com devolução aos acionistas; a cisão parcial da Bovespa, seguida de incorporação das parcelas cindidas na Bovespa Holding e na Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP); a incorporação pela Bovespa Holding, sociedade criada com o fim de concentrar as participações societárias na BVSP e na CBLC, das ações da BVSP e CBLC, tornando-se, assim, controladora integral de ambas as sociedades; e a constituição da Bovespa Supervisão de Mercados (BSM), associação sem fins lucrativos, criada com objetivo de analisar, supervisionar e fiscalizar o mercado de forma independente, além de ser responsável pela administração do MRP (Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos), cujo patrimônio foi constituído de contribuições iguais de suas associadas BVSP e CBLC.

A companhia passou ter como objeto social: i) participar em sociedades que exerçam atividades de negociação, liquidação, custódia e supervisão da negociação, ou outros serviços relacionados a valores mobiliários; ii) exercer outras atividades afins ou correlatas; e iii) participar do capital de outras sociedades (BOVESPA, 2008).

4.2 A BM&F

Localizada no centro de São Paulo, a Bolsa de Mercadorias e Futuros, ou BM&F, é a maior da América Latina e a 4^a maior bolsa de futuros do mundo, em número de contratos negociados e é a única bolsa de futuros atuante no Brasil. Nela são negociados ativos financeiros no chamado mercado futuro de *commodities* agropecuárias, entre outros. Desde a sua fundação em 1985 foram muitos os avanços tecnológicos, operacionais e de produtos oferecidos por ela, até chegar a sua fusão com a Bovespa, como a criação das *clearings* de câmbio e de ativos e do banco BM&F.

Os produtos e serviços oferecidos pela BM&F podem ser divididos nos seguintes grupos: i) taxas de juro e índices de inflação; ii) taxas de câmbio; iii) índices de ações; iv) *commodities*; v) mini-contratos derivativos negociados no sistema *web trading*; vi) derivativos negociados em balcão e liquidados pela *clearing* de derivativos.

A desmutualização da BM&F, conforme aprovada em Assembléia Geral em 20 de setembro de 2007, foi realizada por meio da cisão do patrimônio da BM&F-Associação e transferência de parte desse patrimônio para a BM&F e teve efeitos a partir de 1º de outubro

de 2007. A BM&F deixou de desenvolver suas atividades operacionais sob a forma de associação civil sem fins lucrativos, passando a fazê-lo sob a forma de sociedade por ações, que conduz seus negócios visando o benefício no longo prazo de seus acionistas.

Sinteticamente o objetivo social, definido no artigo 3º do Estatuto Social (BM&F, 2008), passou a ser: i) efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas em pregões e/ou sistemas da BM&F; ii) organizar, prover o funcionamento e desenvolver mercados livres e abertos para negociação de quaisquer espécies de títulos e/ou contratos de derivativos e futuros; iii) manter serviços de padronização, classificação, análises, cotações, estatísticas, educação, formação profissional, estudos, publicações, informações, biblioteca e software sobre assuntos que interessem à BM&F; iv) prestar serviços de custódia fungível e infungível de mercadorias, de títulos e valores mobiliários; v) participar, como sócia ou acionista do capital de outras sociedades; e vi) executar outras atividades correlatas aos negócios desenvolvidos.

Antes da colocação das ações, a BM&F havia estabelecido duas parcerias. Uma foi feita com a empresa *General Atlantic (GA)*, que, por meio do fundo *G. A. Private Equity Group*, adquiriu 9,8% do capital social da companhia por R\$1 bilhão, passando a ter assento no Conselho de Administração da BM&F S.A. A outra foi firmada com o *CME Group*, controlador da *Chicago Mercantile Exchange*, maior bolsa de futuros do mundo, para aquisição de novas ações a serem emitidas pela companhia equivalentes a cerca de 10% de seu capital social, pelo valor aproximado de R\$1,3 bilhão, em troca de participação societária de 2% no capital do *CME Group* (BM&F, 2008).

O organograma a seguir representa a estrutura societária na qual passou a estar inserida após a realização da oferta pública inicial, sem considerar o exercício da opção de ações suplementares:

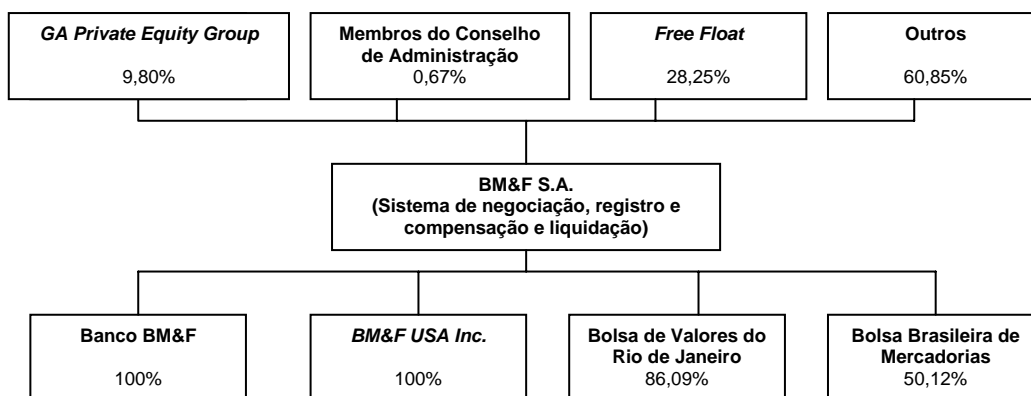


Figura 2: A nova estrutura societária da BM&F

Fonte: BM&F (2008).

Em conexão com o processo de desmutualização, as bolsas efetuaram reorganizações societárias, alterações na estrutura de custos e benefícios a que eram sujeitas e promoveram a adequação das estruturas de administração, de auto-regulação e de operações para a abertura de capital.

Algumas funcionalidades e atividades providas pelas bolsas até então, sem ônus às corretoras passaram a ser oferecidas em caráter oneroso. As corretoras que operavam nos ambientes das bolsas passaram a operar nos ambientes de negociação das companhias de acordo com os mesmos termos e condições e sujeitos às mesmas regras e controles até então impostos a elas. Os títulos patrimoniais que as corretoras detinham se transformaram nas ações que foram ofertadas em parte ao mercado.

4.3 As Alterações Tributárias e Financeiras

Após a desmutualização e abertura de capital, as duas bolsas foram preponderantemente transferidas para uma sociedade por ações sujeita ao pagamento de impostos, como o PIS (Programa de Integração Social), COFINS (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social), ISS (Imposto sobre Serviços) sobre receitas provenientes da prestação de serviços, e a incidência de IR (Imposto de Renda) e de CSLL (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido).

Como consequência da desmutualização, da obtenção do registro de companhia aberta na CVM e da listagem das ações no NM (Novo Mercado), elas sofrerão um aumento em seus custos anuais de aproximadamente R\$3,5 milhões, distribuídos em: i) despesas com a criação e manutenção do departamento de relações com investidores (R\$1,5 milhão); ii) despesas com publicações legais obrigatórias às companhias abertas (R\$1,0 milhão); iii) aumentos das despesas com auditoria (R\$600 mil); iv) despesas com apresentações ao mercado e reuniões com investidores (R\$200 mil); v) contratação de instituição financeira para prestação dos serviços de agente escriturador das ações de emissão (R\$150 mil); vi) taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários, cobrada pela CVM (R\$13 mil) e anuidade referente à listagem das ações na Bovespa (R\$90 mil).

Ou seja, em termos tributários aparentemente a desmutualização e o IPO só trarão custos e despesas com a manutenção como companhia aberta e dessa forma mais desvantagens, caso não haja um aumento significativo no volume de receitas. Dessa forma, as bolsas são obrigadas a buscar sempre aumentos de receitas adicionais visando cobrir custos e despesas advindos das estratégias implementadas. Fato que impactará na sua situação financeira, nos seus níveis de lucratividade e consequentemente no desempenho de suas ações no mercado.

4.4 A Oferta Pública Inicial das Bolsas

As estratégias após a desmutualização das “bolsas S/A’s” foram bem parecidas quanto à pretensão de ampliar volumes negociados e número de investidores nacionais e estrangeiros, mas diferenciam-se um pouco quando se trata de estratégias de longo prazo. Enquanto a BM&F mostra-se mais preocupada em desenvolver tecnologia, parcerias e expansões, a Bovespa, aparentemente buscava racionalizar custos e buscar receitas.

Antes mesmo da abertura de capital no segundo semestre de 2007, as companhias vinham sendo sondadas por grandes investidores. Quando estreou no pregão, em 30 de novembro, a BM&F já tinha vendido 20% de suas ações, sendo 10% para o fundo de *private equity* GA e 10% para o controlador da CME. A Bovespa Holding, que chegou ao mercado em 26 de outubro, teve 1% das ações compradas pela Nyse Euronext. Posteriormente, o fundo da gestora *Marsico Capital Management* comprou outros 5,02%. Segundo fontes do mercado, investidores estrangeiros já estariam se preparando para apresentar ofertas pelo controle de ambas.

Após a desmutualização, a Bovespa (BOVH3) e a BM&F (BMEF3) lançaram suas ações no mercado em 25/10/2008 e 29/11/2008, respectivamente. Segundo os prospectos definitivos da BM&F S.A. e Bovespa Holding S.A., as ofertas consistiram de uma distribuição pública secundária, não foi recebido nenhum recurso proveniente das ações, os quais foram integralmente destinados aos acionistas vendedores (corretoras-membro). Os custos da abertura de capital foram arcados exclusivamente pelas bolsas. Alguns dados dos IPO's são apresentados na TAB. 1.

Tabela 1: Dados dos IPO's da Bovespa e BM&F

	BOVH3	BMEF3
<i>Free Float</i>	40,80%	33,20%
Tipo de ação	ON	ON
Mercado	NM	NM
Quantidade de ações vendidas com lote suplementar	288,07 milhões	299,19 milhões
Preço emissão prospecto preliminar	R\$17,00	R\$18,50
Preço emissão prospecto definitivo	R\$23,00	R\$20,00
Fechamento no 1º dia	R\$32,59	R\$24,40
Máxima até 14/05/2008	R\$34,46	R\$24,95
Mínima até 14/05/2008	R\$18,79	R\$12,92
Recurso captado no IPO	6,63 bilhões	5,98 bilhões
Participação dos estrangeiros	78%	77%

Fonte: Bovespa (2008) e BM&F (2008).

A Bovespa obteve melhores resultados em seu IPO do que a BM&F, pois captou 642 milhões a mais do que esta e suas ações foram mais valorizadas antes e depois da abertura de capital, em mais de 50% no primeiro pregão. A participação estrangeira em ambas as bolsas aproximou-se dos 80% e os recursos captados foram destinados às corretoras. Os preços das ações de lançamento superaram as expectativas das bolsas, das corretoras e dos analistas do mercado.

Depois de estréias em bolsa bem sucedidas no final de 2007, as ações das duas empresas passaram a cair. Os papéis da Bovespa *Holding* começaram a serem negociadas no mesmo nível do preço inicial definido em seu IPO, enquanto que os da BM&F ficavam abaixo. Segundo analistas do mercado os dois papéis foram prejudicados, antes da fusão, por diversos fatores: i) saíram com um preço inicial muito alto; ii) perderam muito valor com a saída dos investidores estrangeiros no país no início do ano diante da crise de *Subprime* nos Estados Unidos; iii) o esfriamento do volume de negociações, uma vez que a receita de ambas vêm exatamente desse volume (SALLES, 2008).

As ações da Bovespa *Holding* e da BM&F fecharam no dia 07/01/2008 no menor valor desde a estréia na Bovespa. Os papéis sofrem com os dias de fluxo de venda do investidor estrangeiro e também com a expectativa do mercado de que a elevação de 9% para 15% da alíquota da CSLL do setor financeiro também afetaria negativamente os resultados das bolsas. Queda revertida posteriormente, com a notícia de que essa tributação que não atingiria as bolsas.

Analisando outros fatores das aberturas das bolsas, há que se ressaltar que essas foram realizadas em um período estratégico, em que o Brasil encontrava-se em um raro momento de estabilidade e mercado favorável após ciclos de altas e baixas do passado. Certamente as duas bolsas fizeram uma análise detalhada para se chegar ao momento mais oportuno.

O objetivo da abertura de capital da Bovespa, conforme noticiado pela imprensa especializada é responder aos novos desafios do mercado de capitais brasileiro e ao aumento da competição internacional e em um segundo momento defender-se de uma possível aquisição por parte de bolsas estrangeiras. Mas certamente, foi também motivada pela necessidade de reestruturação organizacional e aumento do superávit/lucro, bem como aproveitar o momento oportuno (valorização) do mercado de capitais brasileiro em uma estratégia deliberada de valorização e/ou crescimento.

Analisando-se o procedimento de abertura de capital das duas bolsas, constatou-se que não teve dificuldades e nem etapas adicionais ou diferentes em relação à abertura de capital de uma empresa comercial que visa lucro, foram os mesmos processos e custos de abertura de capital, como a contratação de auditoria externa, confecção do prospecto, preparação da documentação e outros. Elas apenas tiveram que se desmutualizar para então abrir o capital.

A atividade das bolsas brasileiras era regulada pela resolução nº. 2.690 do CMN. Como a regra era antiga, não estava adaptada às mudanças do mercado de capitais do último ano, como por exemplo, o processo de desmutualização das bolsas. O CMN criou então, uma regra com norma que ataca pontos polêmicos que seriam levantados após a desmutualização, como a questão do conflito de interesse entre o papel de uma bolsa fiscalizadora e o de uma empresa com fins lucrativos, decorrente da mudança de objetivos de negócio e na estrutura de propriedade. A CVM propôs a criação de um conselho e de uma estrutura de auto-regulação, que teriam o papel de identificar e julgar irregularidades. Essas atividades são exercidas separadamente das funções administrativas e comerciais das bolsas, que ficam sob a tutela do conselho de administração, permitindo independência entre o objetivo de lucro e suas funções regulatórias e fiscalizatórias.

Fato que é preocupante, pois, além de ter praticamente o monopólio do setor a nova bolsa passa a ter como um dos seus principais objetivos o lucro. Dessa forma, essa sobreposição de funções suscita algumas indagações, como por exemplo, até que ponto haverá essa independência? Até que ponto não ocorrerão conflitos de interesse nas atividades com fins lucrativo e a atividade auto-reguladora do mercado? Certamente o CMN e a CVM em um futuro próximo terá que rever essa regulação, adaptando-a à nova realidade de união das bolsas. Se por um lado se ganha em agilidade e em autonomia operacional, por outro, se observa o surgimento de vários custos e despesas adicionais, que deverão ser pagos pelos usuários dos serviços de intermediação financeira das bolsas.

A abertura de capital das bolsas apresenta como principal desvantagem o custo do processo de abertura e o aumento de custos para manutenção como companhia de capital aberto. E como vantagens, melhoria das práticas de governança corporativa, melhoria da imagem institucional, bem como melhorias operacionais. Isso sem mencionar o eminente aumento de superávit / lucro.

Analisando em perspectiva o desdobramento e as alterações societárias implantadas no último ano, tudo indica que a desmutualização e abertura de capital foram apenas etapas de um objetivo maior, que é o de empreenderem a fusão entre elas e em uma etapa posterior fazer aquisições ou associações com outras bolsas seguindo uma tendência do segmento bursátil.

4.6 A Fusão das Bolsas

Desde a abertura de capital de ambas as bolsas no final de 2007, especulava-se no mercado que o futuro delas passaria por um processo de fusão, visando ganhar escala e aumentar o leque de atuação, ou mesmo que seriam alvo de aquisições por parte de outras bolsas.

A integração da Bovespa com a BM&F deu origem à BM&F Bovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros), nome definitivo. A nova companhia nasce como a terceira maior bolsa do mundo e líder de mercado na América Latina. O objetivo social da nova bolsa consiste basicamente de proporcionar um ambiente organizado e atualizado tecnológica e operacionalmente para a negociação e custódia de títulos e valores mobiliários, de renda variável e renda fixa, nos mercados de bolsa e de balcão organizado, a vista e futuro. Merece destaque também a participação no capital de outras sociedades ou associações, sediadas no país ou no exterior, seja na qualidade de sócia, acionista ou associada.

A operação consistiu na junção de todos os acionistas da BM&F e de todos os acionistas da Bovespa em uma sociedade *holding*. A nova bolsa deterá a totalidade dos ativos, passivos, direitos e responsabilidades da BM&F e 100% das ações da Bovespa e de suas controladas. As ações da BM&F e da Bovespa Holding serão trocadas pelas ações da nova empresa BM&F Bovespa S.A. e participarão integralmente de todos os benefícios da nova

companhia, inclusive dividendos e remuneração de capital que vierem a ser declarados pela nova entidade.

Ou seja, trata-se de uma fusão, concretizada pela permuta das ações das duas companhias, seguida de uma consolidação, na qual foi criada uma terceira empresa, que absorveu todos os direitos e obrigações das duas bolsas. Além disso, foi uma fusão horizontal, pois mesmo que não fossem concorrentes diretas atuavam no mesmo segmento.

Segundo analistas do mercado a fusão foi um movimento defensivo, pois haveria um certo canibalismo entre elas, com o oferecimento de produtos e serviços semelhante, passando elas então a competir diretamente entre si. Com a fusão, isso não ocorrerá mais e ainda trará sinergias. Isso sem mencionar que elas se tornam mais forte para lidar com o cenário de consolidação das bolsas mundiais (SALLES, 2008).

A fusão das duas maiores bolsas brasileiras deve trazer vantagens e desvantagens não só para as duas empresas, mas também para os investidores, o mercado e as corretoras. Com a integração das operações, reduzem-se os custos operacionais das bolsas pela unificação das plataformas de negociação, facilitando a comunicação de corretoras e investidores entre os dois mercados. Mas ao diversificar os mercados, aumenta-se a concorrência entre as corretoras por atingir um número maior delas, o que contribui para a diminuição da taxa de corretagem, que é positivo apenas para os investidores. Pode haver um aumento da liquidez das empresas que negociam ações em pregão, atraindo novos investidores ao mercado além de consolidar o setor das corretoras. Além disso, a integração evita uma concorrência futura entre as bolsas brasileiras e aumenta a atratividade delas resultante aos olhos dos investidores estrangeiros, numa fase em que a busca de parceiros torna-se tendência entre as bolsas de todo o mundo.

As bolsas justificam a fusão apontando a existência de uma pressão concorrencial exercida por diversas bolsas espalhadas pelo mundo, mas que ainda não existe no Brasil, devido às restrições para investidores internacionais (outras bolsas) operarem nas bolsas instaladas no país e para investidores nacionais operarem nas bolsas internacionais, conforme instrução da CVM nº 461¹.

4.9 As Perspectivas da BM&F Bovespa S.A.

A expansão da economia brasileira certamente levará a um aumento na utilização de instrumentos financeiros para diminuição de riscos e potencialização de lucros na negociação de *commodities* agrícolas, como soja, café e álcool, além dos mercados de juros, câmbio e ações, o que aumentará muito as receitas da BM&F Bovespa. Em especial o crescimento do uso do biocombustível em nível mundial pode gerar um potencial extraordinário de negócios no setor, aquecendo ainda mais o mercado e, fortalecendo a disputa com bolsas estrangeiras a posição de centro mundial para negociação de contratos futuros de etanol. Já as corretoras especializadas nesses contratos poderão aumentar o suporte dado a fundos e investidores estrangeiros, que hoje utilizam pouco o mercado de derivativos brasileiro, como uma forma de ganhar na concorrência com as outras, pois, após a desmutualização e fusão, criou-se uma liberdade de negociação por não estarem mais presas a um título patrimonial adquirido da bolsa para usar os serviços.

As corretoras não poderão vender todas as suas ações de uma vez. Dessa forma, além do dinheiro captado na estréia dos papéis no pregão, poderão, no futuro, conseguir mais recursos, pois com a fusão houve uma valorização dos papéis, podendo lucrar ainda mais.

¹ Instrução CVM nº 461 de 23 de outubro de 2007. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizados.

Para acompanhar toda essa mudança no mercado das bolsas, as corretoras para sobreviver deverão adquirir maior especialização e qualidade no atendimento aos clientes, aproveitando o capital recebido dos IPO's das bolsas que as estruturaram e as fortaleceram. Isso seria um dos benefícios gerados pelas transformações das duas bolsas para os investidores.

Atualmente a soma do valor de mercado da BM&F e da Bovespa resulta na terceira maior bolsa mundial em valor de mercado, a US\$ 23,34 bilhões (cotação de 02/05/08), atrás apenas da alemã Deutsche Börse (US\$ 31,41 bilhões) e da americana CME (US\$ 25,98 bilhões). Um ponto positivo para a nova bolsa é que ela não depende de aquisições como a maioria das bolsas mundiais para crescer, ela ainda tem muito potencial para desenvolver suas atividades e produtos no próprio mercado interno.

Destaca-se também o momento propício em que se deu a fusão, com o país obtendo o grau de investimento (*investment grade*) de duas das três principais agências de classificação de risco do mundo. Fato que certamente trará benefícios para a nova bolsa, ao melhorar a imagem da economia brasileira, atraindo novos investidores e investimentos.

5. Considerações Finais e Conclusão

Partindo do objetivo de identificar e analisar as vantagens, desvantagens e conseqüências da desmutualização, do IPO e a fusão da Bovespa e da BM&F, no que se refere aos aspectos financeiros, operacionais e estratégicos, conclui-se que as transformações organizacionais pelas quais as duas principais bolsas brasileiras passaram reflete a realidade do mercado bursátil mundial. Nesse sentido, elas acompanham os avanços da consolidação desse mercado em nível mundial.

Em geral os impactos dessas transformações foram positivos em termos de crescimento, democratização e liquidez, para as bolsas, corretoras, investidores e mercado de capitais brasileiro. Esses processos já ocorreram nos principais mercados de capitais do mundo, atingindo bons resultados, o que se espera que não seja diferente no Brasil.

A Bovespa e a BM&F estão seguindo tendências das bolsas mundiais para se manterem competitivas no cenário globalizado e consolidado, por meio da separação da propriedade da gestão, que permite maior estrutura para tomada de decisão e governança, e da obtenção de resultados que proporcionam fundos para avanços tecnológicos e operacionais.

As duas bolsas abriram seu capital em um momento estratégico de estabilidade da economia no final de 2007. Os resultados dos lançamentos de ações no mercado das bolsas superaram as expectativas das próprias bolsas, do mercado, dos analistas e das corretoras. Em destaque o da Bovespa, que até então foi o maior IPO do Brasil. As ações começaram a cair em 2008, decorrente da crise americana e o anúncio de aumento da tributação para o setor financeiro, mas que não se confirmou para o segmento bursátil. A fusão serviu como uma recuperação das melhores expectativas dos títulos, valorizando-os e como uma estratégia contra a futura concorrência interna das próprias bolsas e externa das grandes bolsas mundiais.

A integração deu origem à terceira maior bolsa do mundo e a liderança de mercado na América Latina. As perspectivas para as bolsas e o mercado são boas, pois agora estão à altura das cinco melhores, com força e capital para grandes parcerias e até aquisições.

O mercado está aquecido com todos esses últimos acontecimentos, tornou-se mais diversificado, capitalizado, eficiente e transparente o que está atraindo ainda mais investidores nacionais e os estrangeiros, aumentando a concorrência entre as corretoras que reagem com maior especialização e qualidade no atendimento aos clientes. Já as bolsas, apesar dos custos e despesas adicionais e preocupações com a receita, estão mais preparadas para a competição global entre seus pares.

Diante dos fatos ocorridos, o mercado de ações brasileiro mostra um grande potencial futuro (apesar da crise nos EUA que afeta o mundo inteiro) aumentando significativamente o desenvolvimento econômico do Brasil, pois os mercados de capitais são mais eficientes em países onde existem bolsas de valores mais estruturadas, transparentes e líquidas.

Tendo em vista os acontecimentos firmados com a GA e a CME, aparentemente fazia parte dos planos desta última uma ampliação na participação no capital ou até mesmo a aquisição da BM&F. Nessa perspectiva, a fusão das duas bolsas principais bolsas brasileiras pode ser vista como uma fusão defensiva, no sentido de ganhar porte, poder econômico e de atuação ou pelo menos diminuindo as possibilidades de uma delas vir a ser adquirida por uma bolsa estrangeira. Além disso, apesar das declarações em contrário dos seus dirigentes, um dos objetivos da união é ganhar poder financeiro para num futuro próximo promover aquisições de bolsas da América Latina, resultando em uma possível integração regional, avançando na consolidação mundial do setor.

Enfim, ponderando-se os aspectos positivos e negativos da reorganização do mercado bursátil brasileiro, conclui-se que foi vantajoso para BM&F Bovespa que se tornou uma instituição com poder tecnológico, operacional e financeiro com potencial de expansão local por meio da oferta de novos produtos e serviços e regional, por meio de aquisições e associações com outras bolsas na América Latina. Em síntese, pode-se dizer que a fusão das bolsas resultou na consolidação do setor bursátil da economia brasileira.

REFERÊNCIAS

- ANDREZZO, A. F.; LIMA, Iran S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2. ed. São Paulo: Thomson, 2002.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BM&F BOVESPA. A nova bolsa. Apresenta informações sobre a nova bolsa da bolsa de valores resultante da fusão da Bovespa e BM&F, cotações on line. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 25 mai. 2008.
- BM&F. **Oferta pública de ações da BM&F: desafios e oportunidades**. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br>>. Acesso em 20/05/2008.
- BM&F. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F S.A.** Disponível em: <<http://www.bmf.com.br>>. Acesso em 08/04/2008.
- BOVESPA. **Custos da abertura de capital e manutenção da cia. aberta**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 12/05/2008.
- BOVESPA. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bovespa Holding S.A.** <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 04/04/2008.
- BOVESPA. **Prospecto Preliminar de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bovespa Holding S.A.** <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 15/05/2008.
- CAVALCANTE FILHO, F. S.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 5. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- GIL, A. C. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**: corporate finance. São Paulo: Atlas, 2002.

SALLES, Y. Fusão dá fôlego aos papéis de Bovespa e BM&F, dizem analistas. **Folha Online**, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.folhaonline.com.br>>. Acesso em: 25 mai. 2008.

YIN, R. K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.