

Introdução

Apesar do grande desenvolvimento do mercado de capitais nas últimas duas décadas, a localização geográfica parece ainda não ter se tornado irrelevante (Pagano, Randl, Röell e Zechner – 2001). Diferentes sistemas jurídicos e níveis de proteção aos acionistas minoritários acabam por desestimular o investimento em países onde a possibilidade de acionistas majoritários extraírem benefícios privados é maior, conforme La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer e Vishny (1998). A falta dessa proteção aos acionistas minoritários não apenas prejudica estes, mas também os próprios acionistas controladores, que vêem a capacidade de sua empresa de captar recursos no mercado acionário bastante limitada.

Diante disso, muitas empresas optam por fazer a listagem de suas ações em mais de uma bolsa (*cross-listing*). Dois motivos impulsionam essa listagem. O primeiro é o acesso a um maior fluxo de recursos. Reese e Weisbach (2002) mostram que, após listarem suas ações no mercado americano de ADRs (*American Depositary Receipts*), muitas firmas européias passaram a fazer intenso uso desses mercados para financiar suas necessidades de capital. Em contraste, após listarem suas ações nos Estados Unidos, empresas em países emergentes passam a fazer um maior uso dos mercados de capitais de seus países de origem. Essa evidência é consistente com um segundo motivo para a listagem de ações: um maior comprometimento com regras de transparência e governança corporativa, que assegurem os direitos dos acionistas minoritários.

A atração de capital por grandes bolsas, principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, acabou criando algumas distorções nos mercados locais como: redução do tamanho relativo – em número de listagens e em volume –, perda de liquidez e menor capacidade de financiamento das empresas. No Brasil, por exemplo, números do fim de 2006 mostram que somente 394 firmas têm ações listadas (capitalização de US\$ 722,6 bilhões), sendo que apenas na New York Stock Exchange (NYSE) são 2764 empresas listadas (capitalização de

US\$ 25 trilhões). Mesmo que levemos em consideração o tamanho das duas economias, a diferença brutal persiste, equivalendo a uma capitalização sobre PIB de 0,91 contra 2, respectivamente.¹ Como Rajan e Zingales (1998) argumentam, o enfraquecimento do mercado de capitais brasileiro impõe barreiras ao crescimento econômico.

Para reverter a tendência de queda de seus negócios, várias bolsas de valores criaram nos últimos 10 anos regras de transparência e governança corporativa, que, presumivelmente, replicariam algumas das vantagens dos mercados de capitais americanos. Em particular, sob a inspiração do projeto pioneiro do *Neuer Markt* da bolsa alemã, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) lançou em dezembro de 2000 os Níveis 1 e 2 de governança e o Novo Mercado; segmentos de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem voluntariamente com a adoção de regras de transparência e práticas de governança que vão além do exigido pela legislação brasileira. Dentre esses três segmentos, o Novo Mercado requer o nível mais alto de governança, seguido pelo Nível 2.

Após anos de estagnação, o Novo Mercado passou a atrair uma grande atenção do mercado a partir de 2005. De fato, esse segmento passou a ser o destino de 28 dentre as 36 empresas que fizeram suas ofertas públicas iniciais de ações entre 2005 e 2006. Nesses dois anos, seu volume de captação foi mais de três vezes superior à captação dos outros segmentos de listagem.

Ao optar por listar suas ações no Novo Mercado, as firmas se comprometem a regras que garantem um maior nível de proteção ao acionista minoritário, permitindo assim que suas ações passem a valer mais. A consequência mais discutida desse aumento de preços é uma maior capacidade de financiamento das empresas via mercado de capitais. Pouco discutido, porém, é o benefício que o Novo Mercado pode oferecer aos acionistas controladores. O aumento do preço permite que empreendedores diversifiquem sua riqueza – via venda de parte de suas ações na oferta inicial – a custos mais baixos. Esse

¹ Os números tanto da BOVESPA como da NYSE são do fim de 2006. Porém, os números de PIB são de fim de 2005.

benefício está associado a um dos ingredientes básicos para o crescimento econômico: os incentivos para desenvolvimento de novos negócios. O objetivo desse artigo é comparar a relevância desses dois potenciais benefícios do Novo Mercado: aumento da capacidade de financiamento das empresas e redução dos custos dos empreendedores de diversificar sua riqueza.

Para tanto, utilizamos uma amostra de 46 aberturas de capital por oferta pública de ações (referidas daqui em diante como IPOs) ocorridas entre 1994 e 2006 na BOVESPA. O IPO é a primeira vez que se vendem ações da empresa em um mercado organizado. Parte dessas ações vendidas vem de emissões de novas ações da firma (ofertas primárias) e parte vem da venda de ações existentes em poder dos acionistas antes do IPO (ofertas secundárias). Enquanto as ofertas primárias representam entrada de recursos para a firma, as ofertas secundárias possibilitam que os antigos acionistas diversifiquem sua riqueza. A separação das emissões de um IPO entre primárias e secundárias, portanto, permite-nos avaliar seu impacto sobre a capacidade de financiamento da firma e sobre a diversificação da riqueza dos empreendedores.

Mas como avaliar o impacto do Novo Mercado sobre a capacidade de financiamento das firmas e sobre os custos da diversificação de riqueza dos empreendedores? Uma medida de custo tradicional na literatura de IPOs é o desconto inicial. Esse desconto, também chamado de *underpricing*, é dado pela razão percentual entre o preço de fechamento e o preço inicial (de prospecto) do primeiro dia de negociação da ação. Em tese, um desconto alto sugere que o preço do IPO foi bastante abaixo do seu valor de mercado, revelado ao fim do primeiro dia de negociação. Esse baixo preço implica um custo para a empresa, que poderia ter recebido uma maior parcela de recursos na emissão primária, e para os acionistas antigos, que poderiam ter vendido sua participação por um maior preço. Sendo assim, o desconto inicial é um custo indireto da emissão tanto para a empresa, como para os acionistas antigos.

O desconto inicial foi um tema vastamente estudado na literatura internacional de IPOs nas décadas de 80 e 90. Ritter (1987), por exemplo, encontra que, entre 1977 e 1982, o desconto inicial dos IPOs nos Estados Unidos

foi de 15%. Ou seja, em média, o retorno de um investidor que adquirisse uma ação de um IPO americano no período era de 15% no dia.² Para o Brasil, estudos anteriores ao Plano Real, quando o Brasil ainda sofria de hiperinflação, encontram um desconto inicial médio de 78,5% entre 1980 e 1990, segundo Aggarwal, Hernandez e Leal (1993), em uma amostra de 64 IPOs.³

Há várias teorias que tentam explicar o *underpricing*, Michaely e Shaw (1994) e Koh e Walter (1989), entretanto, encontram evidência empírica para o modelo de Rock (1986). Este argumenta que o desconto inicial é resultado da existência de investidores com vantagens informacionais sobre o preço de colocação das ações do IPO. Tais investidores não entrariam em IPOs com preços inflados, enquanto fariam grandes pedidos de compra em IPOs a baixos preços. Logo, é maior a probabilidade de investidores não informados terem seus pedidos atendidos em IPOs a preços inflacionados. Investidores não informados, portanto, deveriam entrar em IPOs apenas se, em média, seus preços embutissem um prêmio que compensasse a perda esperada devido à potencial presença de investidores informados. O desconto inicial do IPO vem, então, da preocupação da firma em assegurar que investidores não informados participem do IPO: quanto maior a perda esperada que os investidores informados imponham aos desinformados, maior o desconto inicial.

Nesse sentido, o desconto inicial deve aumentar com a opacidade da empresa emissora, pois os ganhos de informação privilegiada devem ser maiores em circunstâncias de grande incerteza sobre o valor fundamental da firma. Espera-se, pois, que com o aumento de transparência a que se propõem os regimes especiais de listagem da BOVESPA, o desconto inicial seja reduzido. Claramente, nossa primeira medida de ganho do Novo Mercado – a redução do desconto inicial – cobre benefícios para as empresas emissoras e para os acionistas antigos; benefícios esses que estimulam a listagem de ações em bolsa.

² Mais precisamente, o retorno inicial médio foi de 15% para IPOs em que o banco de investimento responsável pela comercialização se compromete a comprar as ações que não forem vendidas (*firm commitment*) e 48% para os IPOs sem esse tipo de comprometimento (*best efforts*).

³ Ver também Ness e Pereira (1980), Leal (1989), Táboas (1992) e Leal (2004).

É pouco provável, porém, que o desconto inicial capture todos os benefícios potenciais do Novo Mercado. Em particular, o desconto inicial não incorpora os ganhos gerados por práticas de governança que garantam os direitos presentes e futuros dos acionistas minoritários. Esse comprometimento aumenta o valor das ações para os minoritários, implicando um aumento do preço da ação que, em princípio, induz a firma a emitir um maior número de ações e estimula os acionistas existentes a venderem uma fração maior de sua participação na firma. Nossa segunda medida de ganhos da BOVESPA, portanto, é o percentual de ações que a firma (emissões primárias) e os acionistas antigos (emissões secundárias) vendem no IPO.

A partir das nossas duas medidas de ganhos do Novo Mercado (desconto inicial e fração vendida no IPO), documentamos que, na nossa amostra de 46 IPOs entre 1994 e 2006, o desconto inicial médio dos IPOs no Novo Mercado (33 IPOs) é de 6,24%, enquanto o desconto inicial dos demais IPOs (13) é de 16,47%. Apesar de a diferença ser economicamente relevante, ela não é estatisticamente significativa (p-valor de 0,17). As médias do desconto inicial, assim, dão-nos evidência fraca de que o Novo Mercado diminui os custos indiretos dos IPOs.

Em contraste, há forte evidência de que o Novo Mercado estimula a venda de ações nos IPOs. No Novo Mercado, a fração média vendida nos IPOs do período foi de 44,36%, enquanto a fração média fora do Novo Mercado foi de apenas 28,84%; diferença estatisticamente significativa a 1% (p-valor de 0,01). Considerando-se apenas as ações vendidas pelos acionistas existentes (emissões secundárias) a fração vendida nos IPOs do Novo Mercado foi de 19,93% enquanto que a fração vendida nos outros IPOs foi de 12,57%, com um p-valor de 0,11 para o teste de diferenças de média.

Os resultados dos testes uni-variados se mantêm quando estimamos simultaneamente o desconto inicial e a fração vendida no IPO, controlando por características das firmas. As regressões indicam que empresas que optam pelo Novo Mercado ofertam no total - emissões primárias mais as secundárias - em média 9,52% a mais do que nos outros segmentos de listagem, a um nível de

significância de 11%. Em relação às ofertas secundárias, encontramos evidência de que o Novo Mercado é variável fundamental na decisão dos antigos acionistas em termos da diversificação de portfólio. As ofertas secundárias de empresas que abrem capital no Novo Mercado são em média 7,01% superiores (p-valor de 0,15).

Por fim, testes estatísticos sugerem que os incrementos de vendas de ações pelas firmas e pelos controladores são da mesma ordem de magnitude. Ou seja, o Novo Mercado parece ser tão importante para a capacidade de financiamento das empresas como para os ganhos de diversificação dos controladores.

Este estudo não é o primeiro a avaliar os benefícios que melhores práticas de governança geram para o mercado brasileiro. Srour (2005), por exemplo, mostra que empresas que têm ações listadas no Novo Mercado ou ADR Nível II são menos afetadas por crises externas. Carvalho e Pennacchi (2005) encontram evidência de retornos anormais em torno da data de migração para um dos níveis de governança corporativa de uma empresa que já possuía ação listada em bolsa, só que no mercado tradicional. Diferentemente desses trabalhos, enfatizamos os ganhos do Novo Mercado em termos de incentivos à abertura de capital e a importância desses ganhos para a capacidade de financiamento das empresas e para a diversificação da riqueza dos empreendedores.

O restante da dissertação está organizado em quatro partes. A Seção 2 descreve os regimes especiais da BOVESPA, mostrando as regras do Novo Mercado que visam a aumentar o nível de proteção aos acionistas minoritários. A Seção 3 discute a seleção da amostra e apresenta estatísticas descritivas. Na Seção 4, analisamos os ganhos do Novo Mercado para as firmas, apresentando o modelo econométrico e os resultados obtidos. Na Seção 5, comparamos os benefícios do Novo Mercado para a firma e para o acionista controlador, apresentando o modelo econométrico e os resultados encontrados. Concluimos na Seção 6.