

## 6

### Considerações Finais

Esse artigo analisou o impacto sobre as Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) da existência de regras de bolsas de valores que visam a proteger os direitos dos acionistas minoritários. Em particular, o foco da análise se concentrou em dois aspectos dos IPOs: os custos indiretos da emissão (desconto inicial) e o percentual de ações da firma ofertado ao mercado.

Para tanto, utilizamos uma amostra de 46 ofertas públicas iniciais ocorridas na Bovespa entre 1996 e 2006. Desses IPOs, 33 aconteceram no Novo Mercado, ou seja, no segmento especial que oferece proteção máxima aos minoritários. Ao compararmos o desconto inicial dos IPOs do Novo Mercado com o dos demais segmentos, notamos que o comprometimento a regras de proteção ao acionista minoritário não reduz o custo indireto embutido no desconto inicial. Apesar de o desconto inicial médio dos IPOs no Novo Mercado ser menor, tal diferença não é estatisticamente significativa; seja na análise multi-variada ou na uni-variada.

Em contraste, há indicações de que as regras do Novo Mercado estimulam o percentual de venda no IPO de novas ações (oferta primária) e, principalmente, o percentual de venda de ações previamente nas mãos dos antigos acionistas (oferta secundária). Por exemplo, na análise uni-variada, enquanto a oferta de novas ações pela firma (oferta primária) chega a 23,09% no Novo Mercado, a percentagem cai para 16,27% nos demais segmentos da BOVESPA; uma diferença estatisticamente significativa com p-valor de 0,11. Essa associação entre adesão ao Novo Mercado e incremento da oferta primária também aparece na análise multi-variada, que estima simultaneamente os determinantes dos percentuais de ofertas primárias e secundárias, além de controlar pela endogeneidade da adesão ao Novo Mercado e do Desconto Inicial. Nessas regressões, a adesão ao Novo Mercado aumenta o percentual médio das ofertas primárias em 4,98%, se bem que a diferença não é mais estatisticamente significativa.

Do ponto de vista das ofertas secundárias, a análise uni-variada indica que a adesão ao Novo Mercado está associada, em média, a um percentual de 19,93% de venda de ações existentes, relativamente ao número total de ações da empresa. Nos demais segmentos da BOVESPA, o percentual médio de venda é de 12,57%, uma diferença que é estatisticamente significativa com um p-valor de 0,11. Nos testes multi-variados, também encontramos que a adesão ao Novo Mercado estimula a venda de ações em ofertas secundárias, sendo esse percentual superior em 7,01%, em média, relativamente aos demais segmentos da Bovespa, uma diferença estatisticamente significativa a um p-valor de 0,15.

Por fim, nossos testes estatísticos mostram que os aumentos de vendas de ações pelas empresas e pelos acionistas controladores são da mesma ordem de grandeza; o que significa que o Novo Mercado parece ser tão importante para a capacidade de financiamento das empresas como para os ganhos de diversificação dos controladores. Ou seja, ao possibilitar o comprometimento voluntário das empresas com rígidas normas de governança corporativa, o Novo Mercado não apenas beneficia os acionistas minoritários como também aqueles que estão do outro lado da emissão: as empresas, que vêem sua capacidade de financiamento aumentada via incremento das emissões primárias, e seus acionistas controladores, que têm a possibilidade de diversificar sua riqueza via incremento das emissões secundárias.

Vale ressaltar que de dezembro de 2000 – data da criação dos níveis de governança corporativa – até o fim de 2006, a BOVESPA saltou dos 15.259 pontos para a extraordinária marca de 44.474 pontos. Sendo a variação nesse mesmo período, em termos de volume de capitalização, de 220% em dólares e de 250% em reais. Certamente, o cenário econômico de liquidez tanto local como internacional favoreceu esse crescimento. É possível, no entanto, que as mudanças das regras de governança tenham aberto perspectivas que facilitaram a valorização do mercado acionário brasileiro.

Com o passar dos anos, análises mais detalhadas poderão ser feitas com a inclusão de novos IPOs e a possibilidade de obtenção de dados sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas pós-Novo Mercado.