

4

O contexto da pesquisa

Este capítulo descreve aspectos de contexto amplo, selecionando informações sobre o mercado de capitais para que seja possível compreender as restrições regulatórias às quais os participantes estão expostos, os motivos pelos quais abrem o capital da companhia e quem são os principais participantes do mercado de capitais e suas funções.

4.1

Breve visão do mercado de capitais

O mercado de capitais é um segmento do mercado financeiro no qual são emitidos e negociados títulos e valores mobiliários. A principal característica de um valor mobiliário (*security*) é sua fungibilidade, ou seja, o valor de uma unidade é exatamente igual ao de outra unidade do mesmo tipo. O dinheiro, por exemplo, é um bem fungível, já que uma nota de R\$10,00 tem exatamente o mesmo valor que outra de R\$10,00. Assim é com as ações e títulos de dívida de uma companhia. O valor de uma ação é idêntico ao de outra da mesma classe e espécie emitidas por uma companhia. Em oposição, um imóvel, exemplo, não é um bem fungível, pois, mesmo quando se trata de dois imóveis no mesmo prédio com as mesmas metragem e planta, ainda assim podem diferir em conservação, posição, sol da manha, etc.

É a fungibilidade que favorece o desenvolvimento de mercados secundários para a compra/venda desses valores. Portanto, uma ação, uma vez emitida, pode trocar de mãos inúmeras vezes, e, quando é negociada em mercados fechados¹ como bolsas de valores, adquire duas outras características que colaboram para a sua valorização: transparência e liquidez. A transparência está relacionada ao

¹ Mercados fechados são aqueles onde as compras/vendas de valores só podem ser feitas através de entidades que têm direito de neles participar. As bolsas de valores e de commodities são os exemplos mais comuns de mercados fechados. Nelas apenas as corretoras que têm assento podem negociar títulos e, portanto indivíduos ou empresas que queiram comprar/vender ações têm que fazê-lo através da intermediação de uma corretora.

conhecimento do preço. Em uma negociação feita na bolsa de valores, sempre se saberá a que preço um lote de ações foi comprado/vendido, o que permite perfeito conhecimento do nível de preços por parte dos participantes do mercado. Por sua vez, transparência é um fator que contribui para liquidez um conceito financeiro que diz respeito à facilidade e à velocidade² com que um ativo pode ser convertido no meio de troca (dinheiro) sem perda de valor. Voltando à comparação com um imóvel, percebe-se que seu valor de troca não tem transparência (não se sabe os valores por que cada unidade foi comprada/vendida) nem liquidez, pois monetizar-lo rapidamente significa grande perda de valor.

Essas características são as que tornam o mercado de capitais atraente para vários tipos de poupadores, pois permitem uma eficiente alocação de recursos e adequada gestão de riscos. Em consequência, ele se tornou, no mundo de hoje, a maior fonte de captação de recursos para as empresas, que desejam financiar suas operações e crescimento.

O mercado de capitais negocia vários títulos, no entanto, dois tipos ocupam posição de destaque: as ações que representam parte do capital da companhia, e as debêntures ou notas promissórias (*bonds*) que representam parte da dívida. O mercado secundário para títulos de dívida no Brasil é praticamente inexistente, e são poucas as empresas brasileiras que acessam o mercado de dívida americano. Em decorrência, nas práticas de comunicação das companhias abertas no Brasil predominam aquelas direcionadas ao investidor em ações, e, neste trabalho, se tratará exclusivamente, do mercado acionário.

As ações negociadas em bolsas de valores podem ser compradas por qualquer entidade ou pessoa física, e, por isso, as empresas que as emitem são chamadas “companhias de capital aberto” (*publicly traded*) Que para adquirirem esse status, precisam se submeter ao processo de registro junto às Comissões de Valores Mobiliários – CVM (*Securities and Exchange Commission – SEC* nos EUA) dos países onde querem que suas ações sejam negociadas. Essas autarquias são responsáveis por regulamentar e fiscalizar os participantes do mercado de capitais.

O processo de registro da empresa na CVM envolve o fornecimento de uma série de informações aos seus futuros acionistas e a assunção do compromisso de

2 Definição do Barron's Dictionary of Finance and Investment Terms, Barron's Educational Series 1991

continuar a fornecer uma gama ampla de informações de forma regular bem, como adotar procedimentos específicos para a divulgação (*disclosure*) de informações de natureza privilegiada³ (*proprietary information*). A principal preocupação das comissões de valores mobiliários é com o tratamento igualitário de todos os acionistas, impedindo que aqueles detentores de informações privilegiadas as usem para obter ganhos próprios em detrimento dos demais acionistas. Por isso, o ato de tornar pública informações privilegiadas precisa ser feito de forma simultânea para todos. Isso, na prática, significa fazer essa divulgação através do protocolo eletrônico nos sistemas de divulgação das comissões e valores mobiliários, IPE, no caso brasileiro, e EDGAR, no americano.

As obrigações de registro são muitas e têm grande impacto na gestão da companhia, como na responsabilidade assumida por seus executivos. Diante dessas exigências, então, o que faz uma companhia abrir o seu capital? Além do motivo mencionado acima – a possibilidade de obter recursos volumosos –, o principal motivo é a perspectiva de reduzir o custo de capital, isto é, o custo ao qual a companhia obtém recursos para financiar a sua expansão. Em teoria financeira, o custo de capital é representado por um indicador chamado “*weighted average cost of capital* ou WACC” que, em termos gerais, é uma média ponderada do custo ao qual obtém capital (preço de venda das ações) e capta dívida (taxa de juros que paga).

No entanto, o esforço de reduzir o custo de capital não se resume à condição de companhia de capital aberta. É necessário haver uma atividade promocional por parte dela para ganhar visibilidade e reconhecimento diante do público investidor. Informações financeiras voluntárias são divulgadas com o intuito de cultivar uma imagem de transparência⁴ (Crawford Camiocittoli, 2006). Esta atividade é realizada por um grupo de profissionais especializados que exercem a

3 Ver definição no capítulo 2 nota 2

4 Transparência é um termo bastante freqüente. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC tem a transparência como um dos princípios da boa Governança Corporativa e a define como “Mais do que ‘a obrigação de informar’, a Administração deve cultivar o ‘desejo de informar’, sabendo que a boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta em um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico financeiro mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor (IBGC- Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa – versão 3, pag. 3- WWW.ibgc.org.br). Na prática existe muita variação sobre o que é comportamento transparente.

função de Relações com Investidores e interação, diariamente, com os participantes do mercado de capitais, munindo-os de informações e esclarecendo dúvidas. A crença é de que fornecendo uma descrição precisa do desempenho e das perspectivas da companhia e administrando as expectativas de atuais e potenciais investidores (Argenti ; Forman, 2002), a credibilidade da companhia aumentará, beneficiando a avaliação de seu potencial econômico e do seu valor de mercado⁵, o que, por sua vez, reduz seu custo de capital.

A parte mais substancial do programa de Relações com Investidores é formada por atividades de comunicação, incluindo a promoção de encontros face-a-face e o fornecimento de informações escritas as quais incluem documentos obrigatórios e voluntários, e as atividades face-a-face, a participação em conferências, visitas ao parque produtivo, apresentações da diretoria em dia especial para investidores, reuniões com investidores, atendimento telefônico e ECCs.

4.1.1 O mercado de capitais brasileiro após 1990

Um dos principais fatores que fez com que houvesse crescimento do mercado de capitais brasileiro foi a entrada de dinheiro de investidores estrangeiros. Esse movimento começou no início da década de 90 e foi responsável pela apreciação do preço das ações de companhias brasileiras; entre elas, a Telebrás – holding⁶ que detinha o controle acionário das empresas estatais de telecomunicações - que, até sua cisão nas 12 holdings que foram privatizadas em 1998, representava aproximadamente 40% da composição da carteira do índice Ibovespa.

O aumento do investimento estrangeiro no Brasil fez parte de um movimento de expansão global dos recursos para investimentos. Em todo mundo, as companhias passaram a ter mais investidores cuja origem do capital não estava

⁵ O valor de mercado de uma companhia é obtido pela multiplicação do preço de suas ações pela quantidade de ações no seu capital. Quando existe mais de um tipo de ação (por exemplo, ordinárias e preferenciais) o valor de mercado pode ser uma média ponderada, ou ainda calculado com base no da ação mais líquida. Os dois métodos são aceitos.

⁶ Holding é uma empresa cuja atividade principal é ter participação acionária em outras companhias, que por sua vez, são operacionais. A Telebrás era uma holding que detinha participação em 28 operadoras de telefonia local, uma em cada estado, e na Embratel que era operadora de telefonia de longa distância.

em seu próprio país. Em grande parte, nos Estados Unidos e na Europa, e, ao se expandirem, começaram a exigir das empresas padrões de comportamento e de fornecimento de informações compatíveis com aqueles com os quais estavam acostumadas no mercado americano; até hoje, o mais desenvolvido do mundo.

Com intuito de aproveitar a oportunidade de obter recursos, várias empresas brasileiras – a pioneira foi a Aracruz Celulose – obtiveram registro junto à comissão de valores mobiliários americana – SEC, e suas ações passaram a negociar também na Bolsa de Nova Iorque (NYSE).

Além da apreciação do valor das ações dessas companhias, esse movimento trouxe, para o Brasil, o padrão de relacionamento que as empresas americanas tinham com o mercado investidor. Não foi só o padrão de divulgação exigido pela SEC, mais rigoroso do que aquele exigido pela CVM brasileira, principalmente no que diz respeito às informações periódicas anuais – que passou a ser adotado por estas empresas. O composto de práticas de divulgação voluntárias, entre elas a de resultado trimestral, foi amplamente absorvido pelas companhias brasileiras. Por isso, o *modus operandi* da atividade de relações com investidores, analistas de investimento e investidores é impregnado por maneirismos, jargões, palavras em inglês originadas no mercado americano.

Por último, o movimento importante que ocorreu no mercado brasileiro foi o de abertura de capital de grande quantidade de empresas. Entre dezembro de 2005 e outubro de 2008, sessenta e duas companhias (Fonte: Bovespa) abriram seu capital, a maior parte delas atendendo a exigências de padrões de governança corporativa mais altos do que é comum entre as empresas brasileiras. Mas não foi só isso: elas também chegaram ao mercado em outro momento de desenvolvimento das telecomunicações, o que possibilitou formas amplas de divulgação econômica e a adoção das melhores práticas de divulgação.

4.1.2

Termos técnicos, linguagem própria, formas de falar

Como em todos os segmentos profissionais, o mercado de capitais possui seu jargão próprio, no qual se inclui termos técnicos e maneira de falar. Um aspecto notável é o forte costume de mitigar notícias ruins. Isso é facilmente observável nos discursos relacionados à recente crise econômica mundial, cujo

ponto agudo se iniciou no final de setembro de 2008⁷, no qual, frequentemente, se escuta que os mercados estão instáveis ou a bolsa está instável para não dizer que a bolsa está em franca queda. Quando a tendência é de alta, ninguém fala em volatilidade. Outro exemplo interessante a se observar é que os comentaristas econômicos, quando falam em previsões do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro para 2009, não dizem “queda”, e sim, “crescimento negativo” do PIB.

4.2 Participantes do mercado de capitais

Além das companhias e dos órgãos reguladores já mencionados, outras entidades participam do mercado de capitais: investidores, corretores, bancos de investimento, câmaras de compensação e custódia de títulos, o sistema bancário e de pagamentos do país, associações de classe, prestadores de serviços especializados, imprensa, etc. Serão considerados aqui os grupos de relevância para o estudo: investidores, corretoras e bancos de investimento.

Bancos de Investimento (*investment banks*) - São especializados em negócios, e, no mercado de capitais, seu papel é exercido na ocasião em que a companhia faz a emissão do título. É sua responsabilidade estruturar a operação e colocar⁸ os papéis⁹. Cabe a eles avaliar as condições de mercado e definir o tamanho adequado da emissão bem como a faixa de preços a que se pretende oferecer o título para a venda. Os bancos de investimento também auxiliam as companhias com os procedimentos de registro – levantamento e preparação das informações e confecção do prospecto de venda da operação – e, pelo processo de *due dilligence* que se refere à checagem, se as informações e as afirmações feitas pela companhia são verdadeiras. Quando pronta a documentação e aprovada a emissão, organizam *roadshows* (visitas aos escritórios de investidores) para fazer o *marketing* e a venda dos papéis junto aos clientes das corretoras que participarão

7 A atual crise começou com os problemas de inadimplência em títulos hipotecários de baixa qualidade de crédito nos Estados Unidos, chamados no jargão de mercado de “subprime” e culminou com a fragilização do sistema financeiro internacional, desencadeando um processo econômico recessivo (queda de PIB) nas principais economias mundiais, cuja profundidade, impactos e duração, ainda não estão dimensionados.

8 Colocar é o jargão de mercado para dizer vender os títulos. O termo tem significado um pouco diferente de uma venda comum, pois, na situação de uma emissão de títulos, se trata de uma venda em “massa” e simultânea.

9 Jargão do setor. Papeis são os títulos mobiliários (ações, notas promissórias ou debêntures).

da colocação da emissão. Os bancos de investimento são remunerados por um percentual do valor da operação de emissão de ações – a comissão de *underwriting*, que gira em torno de 7% (Mahoney, 2007) – e, por isso, eles têm interesse de que a venda das ações ocorra no preço mais alto possível¹⁰ já que aumentam a sua remuneração.

Corretoras (*brokers*) - Fazem a intermediação da compra/venda das ações, geralmente, têm assento na bolsa de valores e são “donas” da clientela investidora. As corretoras são remuneradas por uma corretagem, um percentual do valor da operação de compra ou venda realizada por seu cliente. Portanto, a elas interessa que ocorram muitas operações de compra e venda, pois ganham comissão nas duas¹¹.

O serviço de corretagem tem pouca diferenciação, já que todas as corretoras prestam o serviço com características e qualidade bastante semelhantes, é um serviço muito competitivo. Para se diferenciarem, as corretoras americanas desenvolveram o serviço de pesquisa (*research ou equity research*). Contrataram analistas financeiros, especialistas que têm, como função, reunir informações sobre as companhias, projetar seus resultados e escrever relatórios de pesquisa (*equity research reports*) recomendando, ou não, a compra de ações. Alguns analistas de investimentos se destacam e podem ter grande poder de formação de opinião pública. No jargão do mercado, são chamados de analistas *sell-side* por trabalharem para as corretoras que querem vender papéis para seus clientes, e seu trabalho será aprofundado no capítulo 5.

Investidores - Último grupo participante do mercado de capitais de importância para esse estudo e, em última instância, são as pessoas físicas, que muitas vezes investem seus recursos através de instituições que são organizações especializadas em administrar recursos de terceiros, chamadas de investidores institucionais dos quais existem vários tipos, como fundos de pensão, fundos mútuos, *hedge funds* e seguradoras. Cada um desses tem um propósito de investimento diferente, o que fará com que tenham critérios de investimento

10 Alguns exemplos de bancos de investimento são: Morgan Stanley, Credit Suisse, Goldman Sachs, UBSPactual, e JPMorgan. Os bancos comerciais brasileiros ItaúUnibanco e Bradesco também têm seu braço de investimento.

11 Geralmente, todos os bancos de investimento possuem corretoras e os nomes das principais corretoras também são os mesmos nomes dos bancos de investimento – UBSPactual, Morgan Stanley, Bradesco, Itaú, entre outros. Algumas corretoras independentes no Brasil são a Ágora, a Ativa e a Geração Futuro.

diferentes. Os fundos de pensão, por exemplo, investem recursos dos patrocinadores e têm o objetivo de fazer crescer o patrimônio no longo prazo para que honrem os vencimentos dos pensionistas. Por isso, gostam de investimentos mais seguros, que distribuem muitos dividendos, e podem esperar retornos em prazos mais longos. Costumam ter muitas restrições sobre que investimentos fazer. Por outro lado, os *hedge funds*, muitas vezes, vistos como especuladores, procuram apreciação de capital no curto prazo e têm bastante liberdade para investir.

Há dois tipos de profissionais a destacar que atuam em casas de investimentos: os “administradores de recursos” (*portfolio managers*) decidem a composição da carteira do fundo, e os “analistas” estudam as empresas, fazem recomendações de investimento para os administradores e são a eles subordinados. Esses analistas, no jargão de mercado, são chamados de *buy-side* e também serão tratados com mais detalhes neste capítulo.

4.3 A divulgação do resultado trimestral

Um dos principais eventos comunicativos entre empresa e mercado investidor é a divulgação de resultado trimestral. A obrigatoriedade de divulgação consiste, simplesmente, em preencher o formulário adequado (informações trimestrais – ITR no Brasil) e o protocolo na CVM. No entanto, a prática de mercado é bem mais complexa do que isto. Criou-se um evento voluntário, denominado “resultados trimestrais” (*quarterly earnings*) que é absolutamente ritualizado e contém várias etapas.

1) Enviar um convite eletrônico para a lista de distribuição da companhia, anunciando a data da divulgação e da ECC que seguirá para discutir os resultados¹².

2) No dia da divulgação, o *press release (quarterly earnings press release)*, contendo os resultados do trimestre e os comentários da administração sobre o

12 O Comitê de Orientação para a Divulgação de Informações ao mercado (CODIM), organização representada por diversas organizações de classe ligadas ao mercado de capitais como a ABRASCA, AMEC, ANBID, ANCOR, APIMEC, BOVESPA, CFC, IBGC, IBRACOM, e IBRI, que elabora pareceres de orientação com o objetivo de alinhar as Melhores Práticas de Divulgação, recomenda que as teleconferências devem ser públicas, anunciadas com antecedência e de maneira ampla, permitindo o acesso e a interatividade de todos os públicos estratégicos da companhia ([HTTP://www.codim.org.br/CODIM.asp?pg=oque.htm](http://www.codim.org.br/CODIM.asp?pg=oque.htm)).

desempenho da companhia, é protocolado eletronicamente junto aos órgãos reguladores, CVM e SEC, este último, só no caso de empresas brasileiras que também tenham registro de capital aberto nos EUA, e, logo em seguida, é distribuído via eletrônica para as listas de distribuição das companhias, que costumam incluir organismos de imprensa¹³.

3) Em data posterior à divulgação do release de resultados, ocorre a ECC de resultados. Este evento tem duas partes: uma apresentação de um executivo de alto escalão da companhia e uma sessão de perguntas e respostas. As ECCs, hoje em dia, são simultaneamente transmitidas via *webcast*, onde se pode acompanhar tanto as imagens da apresentação como a gravação de voz, atingindo assim o objetivo de dar acesso amplo ao seu conteúdo àqueles que não participam via telefone diretamente.

4) Após o término da ECC, o material fica disponível no *website* da companhia com os prazos que variam de empresa para empresa.

Dada à enorme importância que o resultado tem na formação das percepções sobre a qualidade do investimento, a companhia e seus profissionais de Relações com Investidores dedicam muito trabalho em sua preparação. Entre esses preparativos feitos antes da divulgação de resultado, há:

1) discussões sobre o resultado para avaliar o desempenho, suas implicações para o negócio;

2) avaliação da repercussão do resultado no mercado e em relação ao que foi dito antes pela companhia;

3) elaboração das explicações que serão passadas para o mercado, avaliação destas;

4) preparação do discurso que será passado ao mercado, inclusive antecipando seus desdobramentos e

5) avaliação do impacto desses discursos para diversos públicos.

Participam, dessas discussões, executivos de várias áreas: controladoria, planejamento, jurídico, marketing, regulatório/governo e, evidentemente, o financeiro.

¹³ Nos EUA, o costume é de fazer disseminação ampla do *earnings press* release através de sistemas eletrônicos que enviam o documento simultaneamente para diversos organismos de imprensa (jornais, rádio, TV) em todo território americano sendo este mecanismo aceito pela SEC como atingindo o objetivo de dar divulgação ampla a informação. Com esses procedimentos a informação deixa o âmbito privilegiado e passa para o domínio público.