

1

Introdução

1.1

O problema e os objetivos do estudo

A popularização dos programas de recompra em empresas abertas tem se tornado um movimento mundial nas últimas décadas, o que tem atraído a atenção de pesquisadores sobre o tema e intensificado de forma significativa as análises dessa prática como estratégia de atuação corporativa.

Em uma avaliação superficial, a implementação de recompra de ações pelas empresas pode ser vista apenas como uma alternativa aos tradicionais dividendos de distribuição de capital aos acionistas. Diferentemente de outras formas de distribuição de recursos, contudo, a execução de programas de recompra de ações possibilita a ocorrência de efeitos secundários exclusivos, como alteração na composição dos ativos da empresa, mudança da composição do capital social e votante, alteração do nível de alavancagem e endividamento, eliminação de impostos, além da possibilidade de atuar como uma simples sinalização de valor aos acionistas (Dann, 1981).

Os estudos desenvolvidos nessa área de pesquisa têm como objetivo buscar melhor entendimento da anomalia observada nos preços das ações após anúncios dos programas de recompra (Vermaelen, 1981; Comment e Jarrell, 1991; Stephens e Weisbach, 1998; Cesari *et al.*, 2012). Retornos anormais são observados desde a década de 1980 e as evidências encontradas no mercado americano indicam que este efeito não se limita ao curto prazo e se estende em períodos de até quatro anos (Ikenberry *et al.*, 1995 e 2000).

A identificação de efeitos secundários dos programas de recompra de ações, aliada ao aumento do número de anúncios de recompras e à identificação de retornos anormais positivos imprimiram aos trabalhos desenvolvidos na área uma tendência em estabelecer e analisar algumas hipóteses sobre as possíveis

motivações dos programas de recompra e dos ganhos anormais observados no mercado. Dentre as hipóteses estão a de sinalização (Vermaelen, 1981 e 1984; Stephens e Weisbach, 1998; Lie, 2005; Cesari *et al.*, 2012), de fluxo de caixa livre (Grullon e Michaely, 2004; Bozanic, 2010), de substituição de dividendos (Brav *et al.*, 2005; Jagannathan *et al.*, 2000; Grullon e Michaely, 2002), dissuasão de *takeovers* (Sinha, 1991; Dittmar, 2000; Bozanic, 2010), expropriação dos credores (Dann, 1981; Bartov, 1991) e mudança de risco (Dann *et al.*, 1991; Bartov, 1991).

É possível observar também que, ao contrário de outras anomalias identificadas no mercado financeiro que deixaram de existir à medida que os estudos foram realizados, os retornos anormais após recompras continuam presentes mesmo após anos de pesquisas (Peyer e Vermaelen, 2009).

Além dos efeitos secundários exclusivos na estrutura de capital das empresas mencionados anteriormente, os programas de recompra de ações também merecem destaque devido a opcionalidade embutida em seus anúncios. Diferentemente dos dividendos que, uma vez anunciados, são pagos em um curto prazo de tempo, os programas de recompra de ações, dependendo da forma de implementação, podem ser executados ao longo de um período longo ou, inclusive, podem não ser completados. Cabe ressaltar que essa decisão sobre a velocidade de execução depende exclusivamente das escolhas da diretoria da empresa, que é o órgão interno responsável por essa execução.

A percepção de discricionariedade por parte dos diretores e *insiders* na tomada de decisões sobre a execução ou não dos programas de recompras têm atraído a atenção para uma possível utilização dessa ferramenta para manipular os preços das ações de forma a permitir que os *insiders* obtenham ganhos em detrimento aos demais acionistas (Cesari *et al.*, 2012; Bonaimé e Ryngaert, 2013).

Ao mesmo tempo que se observa uma evolução gradual dos estudos sobre recompra de ações nos mercados desenvolvidos, como no caso dos Estados Unidos, é surpreendente o *gap* de conhecimento sobre estes eventos no Brasil. Além do número restrito de análises desenvolvidas, a maioria dos trabalhos se baseia em um período amostral caracterizado por mudanças regulatórias significativas e com um número de eventos – de certa forma – reduzido.

É interessante observar também que a maioria dos estudos seminais na área, apesar de apresentarem resultados interessantes e significativos, analisa recompras implementadas via ofertas públicas. Embora sejam relevantes no mercado

americano, os estudos não refletem as características dos programas de recompras anunciados no Brasil.

Outro problema presente nos estudos até então desenvolvidos está relacionado às variáveis utilizadas como *proxy* para as estimativas de recompra de ações, que apresentam valores que diferem significativamente entre si e em relação aos valores reais que foram divulgados nos últimos anos, gerando divergências que podem afetar diretamente os resultados. De maneira semelhante, os diferentes cálculos de retorno normal e anormal também são de certa forma preocupante, tendo em vista que os resultados dos estudos de eventos são diretamente dependentes desta variável.

Um terceiro fator que vem sendo mencionado em trabalhos mais recentes é a diferença cada vez maior entre o número de programas de recompras anunciados e o número de ações efetivamente recompradas (Ikenberry *et al.*, 1995; Stephens e Weisbach, 1998; Bonaimé, 2012).

Considerando as lacunas e os questionamentos existentes sobre o tema, este trabalho tem por objetivo analisar as anomalias observadas nos preços das ações após os anúncios de recompra sob um ângulo diferenciado dos estudos já desenvolvidos no Brasil, buscando superar as limitações discutidas até agora e responder as seguintes questões centrais:

1. Existem evidências de retornos anormais nos programas de recompra de ações efetivamente implementados e executados no Brasil?
2. Existem sinais de sinalização e *underreaction*?
3. Os *insiders* se comportam de maneira coerente com o discurso corporativo?
4. Empresas com melhor governança apresentam um perfil mais consistente de execução das recompras e alinhamento dos *insiders* com os minoritários?

1.2 Relevância da Pesquisa

A relevância deste estudo se justifica pelo fato observado no mercado brasileiro que, apesar do aumento no número de anúncios de programas de recompra e no volume financeiro, o percentual de programas efetivamente executados tem sido menor ao longo dos anos, saindo de um nível de execução de 55% em 2007 para um mínimo de apenas 24% em 2012. Ou seja, em 2012, 76% das ações que deveriam ter sido recompradas não foram executadas. Cabe ainda destacar o grande número de programas de recompra anunciados que nunca recompraram sequer uma ação, que atingiu em 2012 um total de 38%. Ao mesmo tempo, o percentual de programas de recompra que foram totalmente executados apresentou uma redução significativa no mesmo período.

A evidência desse desalinhamento entre o anúncio e a execução dos programas de recompra aliada à inexistência de estudos detalhados sobre o mercado brasileiro resultam um *gap* de conhecimento preocupante para os investidores e reguladores, tendo em vista os potenciais conflitos de interesse e efeitos secundários que podem estar associados às recompras.

A partir da criação de uma base de dados inédita com detalhes sobre os anúncios e as execuções dos programas de recompra no período de sete anos (28 trimestres), entre 2007 e 2013, e a utilização de diferentes metodologias para análise do comportamento dos retornos no período após os anúncios dos programas, são obtidas evidências concretas da existência de um retorno anormal.

O baixo nível de execução dos programas de recompra anunciados (média anual inferior a 50%) resulta na identificação de um efeito reputacional, através do qual empresas que possuem histórico de execução apresentam maiores retornos anormais com relação às datas de anúncio dos programas de recompra. Além deste efeito reputacional, quando são analisadas explicações para o grau de execução dos programas, também são obtidas evidências positivas do papel da governança corporativa e da compra por *insiders* nos meses anteriores ao anúncio, além de uma relação negativa com o retorno passado.

A partir desses resultados, são realizadas análises complementares para verificação do papel dessas três variáveis (retornos anteriores, *insiders* e

governança corporativa) que se mostraram explicativas para o nível de execução dos programas executados.

Os resultados encontrados nesta pesquisa são importantes para cobrir um *gap* de conhecimento sobre o processo de implementação das recompras no Brasil. Foram identificadas características únicas, tal como o alto nível de recompras anunciadas e não executadas, assim como são encontradas evidências da credibilidade do discurso das empresas de melhor governança corporativa, além do destaque sobre o comportamento das negociações dos *insiders* e a possibilidade de existência de conflito de interesse com os demais acionistas.

1.3 Estrutura da tese

Como ponto de partida para o desenvolvimento do trabalho, o segundo capítulo apresenta uma revisão da literatura e dos principais conceitos acerca dos programas de recompra de ações, começando por análises, métodos e motivações americanos. As recompras geram uma série de efeitos secundários e impactos distintos sobre as companhias, dificultando assim a identificação de um fator único para sua execução e existência de suas anomalias, o que impulsionou o desenvolvimento de diversos trabalhos que analisam hipóteses que são apresentadas separadamente neste estudo: sinalização, fluxo de caixa livre, substituição de dividendos, dissuasão de *takeovers* expropriação de credores e mudança de risco. Além da conceituação geral, a tese traz uma breve análise do comportamento dos *insiders*, por ser um fato relevante observado em todas as teorias disponíveis. Por fim, são apresentados o histórico e os principais estudos sobre os programas de recompra de ações no Brasil.

O capítulo três aborda o processo de construção da base de dados utilizada na tese, assim como as diferentes metodologias adotadas. O capítulo quatro discute os resultados encontrados e o capítulo cinco apresenta as conclusões.