

2

Revisão da Literatura

2.1.

Recompras de ações

Apesar de já ter sido objeto de estudos desde a primeira metade do século XX, a análise dos programas de recompra de ações intensifica-se durante a década de 1980, acompanhando o aumento do anúncio de recompras de ações pelas empresas nos Estados Unidos, que chegou a representar 34% do total de distribuições das empresas norte-americanas no final desta década, versus 25% no início do período (Comment e Jarrell, 1991).

No mercado americano existem três maneiras clássicas de implementar um programa de recompra de ações. A primeira delas, e a mais analisada pelos acadêmicos na década de 80, é a recompra através de ofertas públicas, nas quais as empresas anunciam que recomprarão dos acionistas um determinado número de ações em uma data específica futura (geralmente alguns meses após o anúncio) a um preço específico estabelecido pela própria empresa, podendo ter ou não condições de número mínimo ou máximo de aceitação (Vermaelen, 1984).

A segunda forma de implementação é por meio das *Dutch Auction*, mecanismo parecido com o descrito por Vermaelen, porém com algumas diferenças importantes. Em ambos os modelos, tanto na oferta pública quanto na *Dutch Auction*, as empresas determinam o prazo da oferta e a quantidade de ações que estão dispostas a recomprar. No entanto, as empresas estabelecem apenas o preço máximo que estão dispostas a pagar e não o preço exato a ser pago, como no caso das ofertas públicas. Trata-se de um mecanismo que permite aos acionistas escolher o nível de preço mínimo no qual desejam vender suas ações, de tal forma que, no dia específico da recompra, as empresas recomprarão o número desejado de ações que foram colocadas à venda pelos menores preços. Ou seja, diferentemente da

recompra via oferta pública, a *Dutch Auction* permite a empresa adquirir o número de ações desejado a preços mais baixos.

A terceira forma é denominada recompra no mercado aberto, na qual as empresas anunciam o programa, estipulam a quantidade e o preço máximo a ser pago, porém implementam a recompra ao longo dos meses ou anos, com compras graduais diretamente no mercado através de corretoras (Bartov, 1991). Assim como no caso das *Dutch Auction*, as recompras no mercado aberto evitam o custo do prêmio que é oferecido nas ofertas públicas (Asquith e Mullins, 1986). Apesar do modelo de recompras no mercado aberto ser a forma mais comum de implementação de recompras, os principais estudos desenvolvidos para analisar as hipóteses de motivação de recompras até a década de 90 focaram suas análises nas recompras via oferta pública (Bartov, 1991).

Os estudos dos programas de recompra de ações têm como objetivo principal proporcionar um melhor entendimento da anomalia observada nos preços das ações após anúncios das recompras (Vermaelen, 1981; Comment e Jarrell, 1991; Stephens e Weisbach, 1998; Cesari *et al.*, 2012). Estes retornos anormais são observados tanto no curto prazo como no longo prazo. Vermaelen (1981) encontra um retorno anormal acumulado acima de 17% nos 15 dias após o anúncio de recompra enquanto Lie (2005) observa evidências de retornos anormais médios de 3% no intervalo de três dias.

Já Stewart (1976) analisa os retornos em um período mais longo e observa retornos anormais presentes a partir do segundo e terceiro ano após os anúncios, resultado semelhante ao prisma de Ikenberry *et al.* (1995 e 2000), que encontram retornos anormais em períodos de até quatro anos. Em determinados casos a anomalia é tão forte que uma estratégia de compra de ações de uma empresa, antes da expiração da oferta de recompra, acompanhada de venda subsequente no programa de recompra das ações, produz, em média, 9% de retorno em um período inferior a uma semana (Lakonishok e Vermaelen, 1990).

É interessante observar também que, ao contrário de outras anomalias identificadas no mercado, os retornos anormais após recompras continuam presentes mesmo após anos de estudos e pesquisas (Peyer e Vermaelen, 2009). Estudos mais recentes, como Bonaimé e Ryngaert (2013), mostram que os retornos anormais acumulados de determinados subgrupos de empresas alcançam até 16,93% em três anos.

As recompras de ações também resultam em uma série de efeitos secundários nas empresas. Diferentemente de uma distribuição de capital através de dividendos, a recompra consegue alterar a composição dos ativos da empresa, mudar a composição do capital social e votante, alterar o nível de alavancagem e endividamento, eliminar impostos, além da possibilidade de atuar como uma simples sinalização de valor aos acionistas (Dann, 1981).

Estes efeitos secundários, aliados ao aumento no número de anúncios de programas de recompras e à identificação de retornos anormais positivos, levaram os trabalhos desenvolvidos na área a estabelecer e analisar algumas hipóteses sobre as possíveis motivações dos programas de recompra e dos ganhos anormais observados no mercado.

Pelo fato de os programas de recompra impactarem de formas variadas diversos aspectos, torna-se praticamente impossível encontrar uma explicação ou fator único para sua execução e sua anomalia. Os trabalhos realizados até agora propõem hipóteses e analisam os efeitos isoladamente, observando apenas os efeitos dominantes e, portanto, tais hipóteses não podem ser consideradas mutuamente exclusivas (Vermaelen, 1981; Dann, 1981).

2.1.1. Hipótese de sinalização

Partindo da interpretação de que as decisões financeiras são usadas como uma forma de sinalização de valor (Ross, 1977; Bhattacharya 1979), Vermaelen (1981 e 1984) argumenta que a maioria das empresas reemite as ações recompradas em programas de opções e remuneração dos gestores e, portanto, a recompra é percebida como uma transferência de ações de *outsiders* para *insiders*. Partindo do pressuposto de que o fato de *insiders* comprarem ações é um sinal positivo, esta atitude pode ser interpretada como uma sinalização dos gestores em relação à precificação atual das ações (Vermaelen, 1981 e 1984; Stephens e Weisbach, 1998).

Os estudos sobre o tema dividiram esta possível sinalização em duas vertentes. A primeira delas indica uma possível sinalização por parte dos gestores sobre melhoras operacionais futuras permanentes ou temporárias. Nesta vertente, as recompras devem vir acompanhadas de uma melhora operacional nos períodos

seguintes e de uma melhora na expectativa do mercado sobre os resultados futuros (Grullon e Michaely, 2004).

Resultados mostrando uma relação positiva entre as recompras e os lucros futuros foram encontrados por Vermaelen (1981) e Dann *et al* (1991), apontando uma continuidade da melhora de lucro nos dois anos seguintes. Lie (2005) também analisou a performance operacional das empresas após o anúncio de programas de recompras nos Estados Unidos durante um período mais amplo, 20 anos, e mostra que empresas que recompram ações apresentam melhoras operacionais que se iniciam dois trimestres após a recompra e persistem por um período de pelo menos dois anos.

Analisando formas distintas de implementação de programas de recompra, Dann *et al* (1991) e Bartov (1991) também encontraram resultados semelhantes com evidências de lucros inesperados no ano do anúncio das recompras. Dann *et al* (1991) apontam uma melhora permanente, enquanto Bartov (1991) encontra uma melhora seguida por uma reversão no longo prazo e evidências de revisão para cima nas estimativas de lucro das empresas recompradoras (em comparação com as que não recompram) pelos analistas no período próximo aos anúncios das recompras.

Em um estudo posterior, contudo, Grullon e Michaely (2004) não conseguiram encontrar evidências de melhoras operacionais após o anúncio da recompra. Os autores, inclusive, apresentam evidências da ocorrência de melhora operacional no período anterior ao do anúncio do programa de recompras, sugerindo, portanto, que as empresas decidam fazer recompras em períodos de redução de lucratividade.

A segunda vertente dentro da hipótese de sinalização difere em partes da primeira e aborda os tópicos de *underreaction* – quando por algum motivo as ações das empresas apresentam um rendimento inferior ao considerado adequado pelos gestores (Comment e Jarrell, 1991; Ikenberry *et al.*, 1995; Cesari *et al.*, 2012) – e *market timing* – os gestores se aproveitam de momentos oportunos nos preços das ações para recompra-las a um valor considerado baixo (Stephens e Weisbach, 1998; Peyer e Vermaelen, 2009). Em outras palavras, os gestores utilizam os programas de recompra de ações para sinalizar que as ações estão sendo negociadas a um valor considerado baixo, criando assim valor aos acionistas (Bozanic, 2010). Este racional também foi identificado por Brav *et al* (2005) em estudo elaborado através de entrevistas com grandes executivos, que apontaram a *underperformance* das

ações como principal fator para a decisão de lançamento dos programas de recompras de ações, em linha com as evidências encontradas por Guthart (1965).

Estudos anteriores também encontraram algumas evidências associadas à hipótese de sinalização de *underreaction*. Vermaelen (1981) observa que nos casos de recompra a mercado, as ações da amostra apresentam um retorno anormal negativo nos meses precedentes ao anúncio, atingindo um nível 7% inferior ao mercado. Ikenberry *et al.* (1995) sugerem que empresas *undervalued* anunciam programas de recompras mais amplos e encontram evidências de que maiores programas de recompras são melhor recebidos pelo mercado. Já Peyer e Vermalaen (2009) argumentam que os programas de recompras são uma resposta às notícias negativas no período anterior aos anúncios dos programas. Resultado em linha com os achados de Mitchell e Netter (1989) durante a crise financeira de 1987 nos Estados Unidos, que observaram que a grande queda nas cotações das ações nas duas semanas seguintes ao *crash* da bolsa foi revertida com o anúncio de programas de recompras. Indícios de sinalização e *underreaction* também são vistos nas empresas que fazem recompras esporadicamente (Jagannathan e Stephens, 2003) e, em particular, nas empresas pequenas (Lakonishok e Vermaelen, 1990). Em um estudo mais recente, Cesari *et al.* (2012) analisam detalhadamente os preços pagos nos programas de recompra e observam que os gestores conseguem identificar os momentos de preços baixos para implementar as recompras e, com essa performance, geram efetivamente valor à empresa.

Ao avaliar a razão para a continuidade dos retornos anormais durante um período longo, Ikenberry *et al.* (1995) e Stewart (1976) argumentam que os investidores tratam os programas de recompra com certo ceticismo, o que leva os preços a se ajustarem de forma lenta ao longo do tempo. Essa mesma conclusão foi encontrada por Lakonishok e Vermaelen (1990), que observam os agentes do mercado subestimando o tamanho das notícias positivas que são transmitidas com o anúncio da recompra, mostrando assim que os investidores conseguiriam obter retornos anormais ainda maiores caso não participassem da recompra ou comprassem após a data de expiração.

2.1.2. Hipótese de fluxo de caixa livre

Um dos principais problemas de agência existentes no mundo corporativo está na assimetria de informação e no desalinhamento dos interesses entre os acionistas e os gestores das empresas. Tendo posse de recursos da empresa, os gestores podem realizar investimentos ineficientes e indesejados que gerem alguma espécie de retorno, mesmo que seja em detrimento dos interesses dos acionistas (Jensen e Meckling, 1976). A hipótese de Fluxo de Caixa Livre argumenta que a reação positiva do mercado aos anúncios de recompra pode ser interpretada como uma alusão ao fato de os acionistas já terem conhecimento da escassez de novos projetos disponíveis para algumas empresas. Sendo assim, as recompras são interpretadas como uma evidência de que a empresa não investirá em projetos que não sejam atrativos, optando por retornar dinheiro aos acionistas, reduzindo o excesso de dinheiro dentro do caixa da empresa que, caso contrário, poderia ser desperdiçado pelos gestores (Jensen, 1986). Ou seja, a hipótese prevê que as empresas lançarão programas de recompra em momentos nos quais estejam com excesso de fluxo de caixa, mitigando o risco de excesso de investimentos pelos gestores (Grullon e Michaely, 2004; Bozanic, 2010).

Grullon e Michaely (2004) observam retornos anormais positivos nos dias seguintes aos anúncios de recompra e validam a hipótese de fluxo de caixa livre ao observar: (i) uma redução significativa no volume de gastos com *capex* e investimentos em P&D nas empresas recompradoras (tanto em relação aos gastos em períodos anteriores como quando comparada com um competidor da mesma indústria); (ii) maiores reações positivas às recompras em empresas com maior nível de caixa, ou seja, mais propensas ao excesso de investimento; (iii) menor custo de capital para as empresas recompradoras, resultado da redução de risco da empresa ao atingir um nível mais maduro no seu ciclo de vida; (iv) o efeito constatado tanto no ano do anúncio como nos três anos subsequentes. Nota-se, portanto, uma reação positiva dos acionistas ao fim das oportunidades de investimento devido à redução dos custos de agência e redução no risco da empresa.

2.1.3. Hipótese de substituição de dividendos

A hipótese de substituição de dividendos é uma das primeiras a ser proposta. Trabalhos anteriores ao *boom* de recompras da década de 80 já discutiam o uso de recompras como forma de substituição aos dividendos. Nos Estados Unidos, enquanto os dividendos pagos são taxados com uma alíquota mais alta, as recompras, por não se tratarem de ganho de renda financeira de dividendos, são taxadas com alíquotas menores (Bierman e West, 1966; Asquith e Mullins, 1986).

A proposta inicial da hipótese de substituição de dividendos, portanto, estipula que, uma vez que tanto os dividendos como as recompras compartilham das mesmas vantagens de credibilidade, visibilidade e simplicidade no retorno de capital aos acionistas, as empresas implementam os programas de recompra de ações para permitir que os investidores se beneficiem dessa taxaçaõ diferenciada (Vermaelen, 1981; Asquith e Mullins, 1986), tornando-se uma maneira mais eficiente de distribuição de caixa (Brennan e Thankor, 1990).

Contudo, a validade do argumento de grande vantagem tributária tem sido alvo de críticas. Em primeiro lugar, é importante ressaltar que essa diferença tributária está relacionada apenas a empresas e investidores americanos. Em outras palavras, dependendo do perfil dos investidores das empresas, esta vantagem tributária pode ser menor ou até inexistente, caso eles se enquadrem em categorias distintas de tributação (Elton e Grubber, 1968; Asquith e Mullins, 1986). Além disso, desde que foi discutido pela primeira vez, uma série de alterações na regulação tributária dos Estados Unidos já ocorreu e reduziu parte das vantagens tributárias.

Buscando entender a motivação e o perfil das empresas que fazem recompras e aquelas que pagam dividendos, Grullon e Michaely (2002) e Jagannathan *et al* (2000) percebem algumas diferenças claras entre as empresas “pagadoras de dividendos” e as “recompradoras”. As recompradoras se caracterizam por serem empresas pequenas, com alto índice *market-to-book* e que apresentam maior volatilidade nos lucros. Os autores também observam alguns comportamentos interessantes das empresas, como o fato de não alterarem suas políticas de distribuição. Utilizando o modelo de previsão de dividendos de Litner (1956), Grullon e Michaely (2002) encontram uma correlação negativa entre o erro de

estimativa (diferença entre o dividendo efetivamente pago e o valor estimado no modelo) e o *yield* de recompras, em linha com o previsto pela hipótese de substituição de dividendos. Ou seja, à medida que as empresas recompram mais, o dividendo pago se torna menor que o esperado.

Os autores também testam a hipótese de substituição através de outro ângulo. Se os investidores enxergam as recompras como um substituto para os dividendos, então a reação do mercado para cortes em dividendos deveria ser significativamente inferior para empresas que fazem recompras. Os resultados mostram que os investidores percebem um efeito de substituição entre dividendos e recompras e penalizam menos os cortes de dividendos realizados por empresas recompradoras ao perceberem que estes podem estar sendo substituídos por recompras.

Brav *et al* (2005) também se espelham no trabalho de Litner (1956) e, para entender melhor como os dividendos e as recompras de ações são definidos no século XXI, realizam *surveys* seguidas por entrevistas com 384 executivos americanos de alto escalão. Os resultados mostram que os gestores buscam evitar cortes nos dividendos – alguns executivos expressaram nas entrevistas que optariam por deixar passar alguns projetos com VPL positivo para evitar corte de dividendos. Os resultados de Brav *et al* (2005) estão em linha com os achados de Asquith e Mullins (1986), que já mostravam o receio dos gestores em relação a uma eventual redução dos dividendos pagos.

Em conformidade com o achado de Brav *et al* (2005) sobre a continuidade das políticas de pagamento de dividendos, Jagannathan *et al* (2000) observam que os gestores utilizam as recompras como uma forma de distribuir resultados temporários e não permanentes. Um aumento do valor dos dividendos em caso de distribuição de lucros, mesmo que temporários, gera a expectativa por parte dos investidores de uma continuidade dos dividendos, o que não é sustentável dada a característica temporária dos lucros, e a redução futura poderia levar a uma penalização das ações pelo mercado. Dessa forma, as recompras se tornam uma maneira mais eficiente de distribuição de fluxos de caixas temporários (Jagannathan *et al*, 2000; Brav *et al*, 2005).

Outro fator interessante a ser observado está no fato de algumas empresas adotarem uma política contínua de programas de compra de ações. Essa periodicidade contrária mostra que não se trata apenas de uma política de um momento específico causada por lucros atípicos ou uma forte reação negativa do

mercado como sugerido pelas hipóteses de defesa de *takeover*, sinalização e fluxo de caixa. Trata-se efetivamente da utilização de recompras como uma ferramenta alternativa aos dividendos nas distribuições de caixa aos acionistas (Jagannathan e Stephens, 2003).

Contrariando a hipótese de substituição de dividendos e os resultados de Jagannathan e Stephens (2003), ao realizar uma decomposição dos lucros entre permanentes e temporários, Dittmar e Dittmar (2002) encontram uma relação positiva dos programas de recompra de ações com ambos os lucros temporários e permanentes. Esse resultado, entretanto, é decorrente de um possível erro na metodologia de decomposição dos lucros, que resultou em um *overstatement* da medida de lucros permanentes ao incorporar nele parte dos lucros temporários que, por sua vez, ficaram *understated* (Lee e Rui, 2007).

2.1.4. Hipótese de dissuasão de *takeovers*

Outra hipótese levantada na literatura é a dissuasão de *takeovers* que postula sobre a utilização dos programas de recompra de ações pelos gestores das empresas que podem utilizar os programas de recompra como ferramenta para eliminar uma ameaça de *takeover* ou, pelo menos, tornar o processo mais custoso para um eventual comprador e mais favorável para a empresa e seus acionistas (Bozanic, 2010; Harris e Raviv, 1988; Stulz, 1988; Bagwell, 1991; Shu *et al*, 2013).

O racional desta hipótese está baseado em duas implicações sobre a estrutura de capital proporcionada pelos programas de recompra de ações: (i) as recompras eliminarão da estrutura societária os acionistas que colocam pouco valor nas ações da empresa, ou seja, elimina os acionistas que estariam dispostos a aceitar uma eventual oferta a um preço considerado baixo pelos gestores, concentrando as ações naqueles que enxergam mais valor e criando maior poder de barganha para a empresa que demandará um maior prêmio para suas ações, elevando assim o custo de um *takeover* (Comment e Jarrell, 1991; Bagwell, 1991) e; (ii) as recompras resultarão em uma redução no patrimônio líquido da empresa, tendo como consequência um aumento da alavancagem (Harris e Raviv, 1988; Stulz, 1988; Asquith e Mullins, 1986) e deixando a empresa menos atrativa ao potencial comprador. Efeito que pode ser potencializado através do uso de dívidas como

forma de financiamento aos programas de recompra de ações, assim como pode ser visto empiricamente pelo aumento no volume de recompras financiadas com dívida nos períodos de atividade elevada de fusões e aquisições (Sinha, 1991).

Com a utilização de uma variável *dummy* refletindo ameaças ou rumores de *takeovers*, Dittmar (2000) também encontra resultados favoráveis à hipótese de dissuasão de *takeovers*. Contudo, é importante ressaltar a dificuldade de capturar todas as possíveis ameaças de *takeovers* existentes e distinguir se são reais ou apenas potenciais (Sinha, 1991). Em um trabalho mais recente, contudo, Bozanic (2010) consegue se afastar deste problema ao concluir que, ao contrário das demais empresas, as que já possuem medidas anti-*takeovers* implementadas não recorrem às recompras de ações.

2.1.5. Hipótese de expropriação dos credores

Devido ao efeito direto que os programas de recompra de ações possuem na estrutura de capital das empresas, uma das primeiras hipóteses que surgiram para explicar o aumento dos programas de recompra é a da expropriação dos credores, segundo a qual uma recompra inesperada de ações representa uma transferência de riqueza dos credores aos acionistas (Dann, 1981) - à medida que parte dos ativos é direcionada aos acionistas -, reduzindo o total de ativos disponíveis àqueles que se tornam credores de uma empresa mais arriscada (Vermaelen, 1981). Isso significa que, se existe efetivamente uma transferência de valor ao acionista em detrimento dos credores, espera-se encontrar evidências empíricas indicando uma valorização das ações acompanhadas de uma queda no valor dos títulos de dívida da empresa (Vermaelen, 1981). Dentro do grupo dos credores, a hipótese também prevê um comportamento distinto entre os títulos conversíveis em ações e os que não são (Dann, 1981).

A credibilidade da hipótese de expropriação, contudo, é duramente criticada. A adoção de medidas simples, como a inclusão de cláusulas restritivas nos títulos de dívidas já seria capaz de eliminar completamente esse efeito (Vermaelen, 1981). Além disso, ao examinar os dados diários próximos aos anúncios de recompra, Dann (1981) observa um retorno médio de 15% obtido pelos acionistas e de 3% pelos detentores de títulos de dívidas conversíveis em ações. Em relação aos donos

de títulos não conversíveis, as evidências encontradas mostram que os anúncios das recompras não apresentam nenhum impacto no valor, contradizendo a hipótese de expropriação. Ou seja, apesar de assimétricos, os ganhos gerados pelos programas de recompra são divididos entre os acionistas (95%) e os credores (5%). Em sua análise sobre recompras, Bartov (1991) também não encontra resultados favoráveis à hipótese de expropriação dos credores, apresentando evidências de uma relação positiva entre os preços dos títulos da dívida e o anúncio da recompra.

2.1.6. Hipótese de mudança de risco

Outra hipótese defendida por Grullon e Michaely (2004) é a de redução de risco. A origem da hipótese vem dos trabalhos de Dann *et al* (1991) e Bartov (1991), que, além de analisar as teorias de lucros inesperados e das estimativas dos analistas, também observam o comportamento do risco das empresas envolvidas em programas de recompra. O argumento central da hipótese é o de que o excesso de retorno observado nos preços das ações não é decorrente das expectativas de lucros maiores no futuro e sim de uma redução de risco da empresa. As recompras indicam uma redução das oportunidades de crescimento, atenuando, portanto, o risco da empresa ao longo do tempo (Peyer e Vermaelen, 2009).

Em concordância com a argumentação de Grullon e Michaely (2004) de que os preços das ações incorporam mudanças no custo de capital de forma gradual e que mudanças de riscos associadas às recompras explicam a tendência de retorno de longo prazo, Bartov (1991) e Dann *et al* (1991) encontram uma redução significativa nos betas das ações de empresas recompradoras nos períodos próximos aos anúncios de recompras que não são observados pelas empresas não recompradoras. Usando um modelo *cross-section*, Bartov (1991) analisa o retorno anormal acumulado nos dias seguintes aos anúncios e observa uma relação negativa com a variação de beta das ações.

Dann *et al* (1991), em uma análise semelhante com foco nas recompras via ofertas públicas encontram resultados semelhantes, porém com magnitudes bem mais elevadas. Enquanto Bartov (1991) encontra medianas nos betas de -0,09 nas recompras em mercado aberto, Dann *et al* (1991) constata mudanças medianas nos betas de -0,16, sinalizando que os resultados de recompras via ofertas públicas e

recompras no mercado aberto são significativamente diferentes e, portanto, devem ser analisados separadamente. Por outro lado, Peyer e Vermaelen (2009) não encontram evidências favoráveis à hipótese de mudança de risco.

2.2.

Posicionamento dos *insiders* e governança corporativa

Conforme discutido anteriormente, apesar de distintas em seus fundamentos, as principais teorias sobre os programas de recompra de ações se assemelham no sentido que todas indicam a existência de uma tentativa de comunicação dos *insiders* com os acionistas. Além disso, dadas as características do processo de implementação das recompras, principalmente daquelas advindas do mercado aberto, os *insiders* têm grande flexibilidade e autonomia para decidir como e quando implementar tais transações (Guay e Harford, 2000; Jagannathan *et al.*, 2000). Por isso, torna-se interessante analisar o comportamento dos *insiders* ao longo desse processo.

Na década de 80, Vermaelen (1984) constatou sinais da relevância do papel dos *insiders* ao encontrar uma relação positiva entre o tamanho da participação destes agentes e o retorno dos anúncios dos programas de recompra, indicando que os investidores identificam o tamanho da participação dos *insiders* como um sinal de alinhamento de interesses, resultado semelhante ao encontrado em Comment e Jarrell (1991). Em suas análises sobre as diferentes formas de implementação dos programas de recompra, os autores introduzem no teste empírico uma medida de exposição financeira dos *insiders* e observam uma associação positiva e significativa entre o efeito no preço das ações e o grau de exposição financeira dos gestores. Em relação às recompras no mercado aberto, o subgrupo de recompradoras com alto grau de exposição apresenta retornos anormais de 6% enquanto os demais obtêm 2,3% (Comment e Jarrell, 1991).

Usando uma outra abordagem mais detalhada e recente, Bonaimé e Ryngaert (2013) buscam analisar se esse pensamento de alinhamento de interesses é válido. Os autores testam se os *insiders* se comportam de maneira coerente com o racional das empresas em momentos de recompra de ações. Os resultados indicam que, apesar de as empresas justificarem os programas de recompra com o argumento de

undervaluation, em muitos casos os *insiders* estão vendendo ações, contrariando o próprio discurso corporativo. As evidências mostram que os ganhos anormais nas recompras estão diretamente associados a uma participação de compra por parte dos *insiders* – ganhos acumulados em três anos de 16,93% para os casos de *insiders* que também compram ações contra um retorno de 1,23% em casos de *insiders* vendendo ações.

Em relação ao controle acionário e seus efeitos, Cesari *et al.* (2012) encontram evidências que apontam para uma relação em forma de U-invertido entre o *timing* das recompras e o controle acionário. Isso demonstra que, em níveis baixos de concentração, há uma relação positiva, enquanto em altos níveis ocorre o inverso, mostrando a existência de dois fatores: o informacional (segundo o qual os grandes acionistas têm mais informações sobre a empresa e, portanto, a empresa está menos suscetível a apresentar um *underreaction*) e o efeito riqueza (que faz com que controladores capturem ganhos com recompras dado que eles concentrarão uma maior parte das ações que não forem vendidas, criando assim um incentivo a recomprar).

2.3. Estudos no Brasil

Assim como observado no mercado americano, o uso de programas de recompras no Brasil tem se popularizado nas últimas décadas, crescendo 391% no período entre 1995 e 1999, atingindo um valor total de R\$ 803,3 bilhões (Saito, 2001). A implementação de programas de recompra de ações no Brasil segue padrões e modelos similares aos internacionais, porém com algumas particularidades e diferenças significativas que são analisadas em publicações e artigos nacionais.

A literatura internacional apresenta materiais que comprovam o retorno anormal acumulado positivo dos processos de recompra de ações pelas próprias empresas emissoras e evidencia a intensificação deste tipo de anúncio, já apresentados anteriormente. Porém, estudos brasileiros constataram uma discrepância entre a literatura internacional e os resultados dos processos de recompras de ações no Brasil por algum tempo, durante os quais estes processos

apresentaram retorno anormal acumulado negativo, fato que foi objeto de estudo de diferentes autores e pesquisadores nacionais.

Em relação às diferentes formas de implementação de recompra analisadas anteriormente, no Brasil apenas as *Dutch Auction* não são permitidas, de tal maneira que as recompras precisam ser implementadas necessariamente via (i) Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), equivalente ao método *Tender Offer*, ou (ii) recompra de ações no mercado aberto (Gabrielli e Saito, 2004).

No Brasil, os principais marcos regulatórios que regulamentam os programas de recompra de ações são a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro 1976, também conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, responsável por possibilitar que todas as empresas listadas na BOVESPA pudessem implementar programas de recompra de ações, e as Instruções da CVM nº 10/1980, 299/1999, 358/2002, 361/2002, 436/2006 e 449/2007 (Gabrielli e Saito, 2004; Nascimento *et al.*, 2011)

No entanto, a Instrução mais significativa entre as análises acadêmicas brasileiras é a Instrução CVM nº 299, de 1999, que acrescentou regras à negociação de ações da própria companhia emissora e dificultou o “fechamento branco de capital”. Assim, como apresentado em Gabrielli e Saito (2004), antes da implementação da regulação, os retornos anormais acumulados após os anúncios de recompras eram negativos, chegando a atingir -10%, enquanto, após a introdução da referida Instrução, observa-se uma inversão nesta relação e as ações passam a obter retornos anormais acumulados positivos de cerca de 2% nos primeiros dois dias após o anúncio e mais 2% até o final do prazo legal estipulado para o programa de recompra.

O resultado de Gabrielli e Saito (2004) corrobora as evidências de retorno anormal negativo após os anúncios de recompras analisados por Procianny e Moreira (2004), que usam apenas eventos do período entre 1997 e 1998, ou seja, um período anterior às alterações significativas na regulação dos programas de recompra de ações.

Diferentemente da maior parte das pesquisas realizadas no Brasil na área de recompra de ações, Nascimento *et al.* (2011) analisam as motivações para a recompra de ações no mercado brasileiro no período de 1995 a 2008 de todas as empresas listadas na BOVESPA. Ao analisar quatro das grandes hipóteses já discutidas no tópico anterior (ajuste de estrutura de capital, fluxo de caixa,

substituição de dividendos e *undervaluation*), os autores encontram evidências favoráveis à hipótese de Fluxo de Caixa Livre e refutam as demais.

É importante observar que, assim como explicado por Gabrielli e Saito (2004) e Nascimento *et al.* (2011), a hipótese de substituição de dividendos no Brasil não possui racional prático. Ao contrário do que foi discutido no caso americano, a regulação brasileira não oferece nenhuma vantagem tributária às recompras e estimula o pagamento de dividendos através de incentivos tributários e da exigência de uma distribuição mínima dos lucros prevista na legislação.

Em estudo anterior, Saito (2001) já abordava a relevância da Instrução CVM nº 299, sob ângulos diferentes. O autor constata que, apesar da referida Instrução ter melhorado alguns direitos dos minoritários, estes ainda se encontram em uma situação desfavorável em relação aos controladores, um claro indicador de baixa governança corporativa no país. O efeito destes problemas dos minoritários ainda é potencializado pela estrutura de duas classes de ações que acaba deixando estes acionistas com direitos econômicos, mas sem praticamente nenhum direito a voto nas tomadas de decisão. Assim como esperado, constata-se que empresas com menor separação de direitos econômicos e de votos e maior liquidez são menos propensas a prejudicar seus acionistas minoritários (Saito, 2001).

Tendo como base os achados de Gabrielli e Saito (2004) sobre os efeitos da Instrução 299, Nossa *et al.* (2010) analisaram também a relação entre o anúncio de recompra de ações por empresas *winners* ou *losers* e o retorno anormal obtido por cada uma delas. Diferentemente do esperado, tanto as empresas *winners* quanto as *losers* não apresentam uma relação positiva com o retorno anormal no período de 2000 a 2006. Este resultado se confirma mesmo quando se analisa o período anterior e posterior à Instrução 299, indicando que “isto significa que os investidores não respondem de modo estatisticamente significativo ao anúncio de recompra de ações, independente das empresas serem *winners* ou *losers*” (Nossa *et al.*, 2010).

Em uma abordagem diferente das observadas até então, Carvalho e Pinheiro (2010) observam a utilização de programas de recompras de ações com o objetivo de estabilizar os preços de IPOs para evitar uma queda acentuada ou alta volatilidade do preço. No entanto, o estudo não apresenta detalhes significativos sobre o impacto das recompras nessas situações.

2.4. Discussão e perguntas de pesquisa

Assim como apresentado nos tópicos acima, apesar de os programas de recompra de ações serem alvo constante de estudos, ainda há evidências da existência de anomalias associadas ao seu anúncio. Além disso, as diferentes hipóteses e teorias associadas estão longe de chegar a um consenso, o que pode ser resultado de uma discrepância nas metodologias das análises realizadas.

Em um primeiro nível, assim como analisado por Bartov (1991), as três formas de implementação de recompra apresentam características distintas e, conseqüentemente, resultados podem variar tanto em magnitude quanto em significância. Os estudos seminais na área, apesar de apresentarem resultados interessantes e significativos, estão em sua maioria analisando recompras implementadas via ofertas públicas, o que apesar de relevante não engloba a maior parte das recompras, implementadas via compras diretas no mercado tanto nos Estados Unidos como no Brasil.

Em um segundo nível, assim como documentado por Banyi *et al* (2008), as variáveis utilizadas como *proxy* para as estimativas de recompra de ações 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. Este fato, por si só, já põe em dúvida grande parte dos resultados encontrados por alguns artigos. De maneira semelhante, os diferentes cálculos de retorno normal e anormal também são de certa forma preocupantes, 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). Em paralelo, também são encontradas evidências de desencontro de interesses entre os *insiders* e os acionistas (Cesari *et al.*, 2012; Bonaimé e Ryngaert, 2013), despertando a atenção novamente aos tradicionais conflitos de agência que são discutidos desde a década de 70.

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 de termos apenas um 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 até mesmo reduzido.

Tendo em vista os resultados recentes de estudos americanos, que intensificaram as análises do papel dos *insiders* e da efetiva implementação dos programas na geração de retornos anormais positivos, este trabalho utilizará dados mais detalhados e recentemente disponíveis no Brasil para buscar responder às seguintes perguntas:

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