

1

Introdução

As empresas podem levantar capital através da retenção de lucros, emissão ou contratação de dívida, ou da emissão de ações. A emissão de ações pode ser pública ou particular (privada). A emissão pública se dá através de bancos de investimento, conhecidos como *underwriters*, e está sujeita às regras e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A emissão particular é realizada para pequenos grupos de investidores pré-determinados ou para os atuais acionistas, a custos menos expressivos e mais rapidamente, por estarem liberadas das exigências para as emissões públicas.

Ferreira e Brooks (2000) ressaltam a importância do estudo das emissões particulares de ações e a deficiência da literatura sobre o assunto. Apontam algumas diferenças entre as emissões públicas e privadas: estas são de implementação mais rápida e apresentam custos diretos e indiretos mais baixos.

Os custos diretos são relacionados aos procedimentos de emissão. Os indiretos, afirmam Ferreira e Brooks, geralmente mais relevantes, estão relacionados à assimetria de informações entre os controladores e o público em geral sobre o real valor da empresa emissora. Se a assimetria for elevada, as emissões públicas apresentam maior deságio em relação ao valor percebido pelos controladores. Isso os direciona às emissões públicas em momentos de alta. Fora desses momentos, ou emitem privadamente ou não emitem. Os autores apontam maior frequência de emissões privadas nos Estados Unidos em empresas de alta tecnologia, com pouco acesso ao endividamento, geralmente envolvidas em fusões ou vendas em bloco para grupos de acionistas¹.

No Brasil, a dispersão de empresas que realizaram emissões privadas tem sido bem maior, atingindo praticamente todos os setores. Este trabalho visa explicar a decisão preferencial pela realização das emissões privadas de ações, realizadas por companhias abertas. O período de estudo se inicia imediatamente após o Plano Real até o final de 2002.

¹ Vendas em bloco são realizadas para grupos de pessoas que manifestam formalmente o desejo de investir na subscrição particular.

As empresas, balizadas por suas características contábeis e de relacionamento com o mercado de capitais, assim como pelo seu tipo de gestão, tomam suas decisões de captação de recursos de longo prazo. Dessa forma, explicar a decisão pelo tipo de emissão de ações (pública ou privada) como forma de capitalização das empresas é o objeto deste estudo.

Emissões primárias de ações são realizadas pelas empresas. Podem ser particulares ou públicas. As primeiras são também denominadas privadas e se destinam aos acionistas da companhia emissora e não necessitam de registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As emissões públicas se destinam ao público em geral e necessitam de registro de oferta pública e outros procedimentos regulamentados pela CVM. Mais adiante o processo de emissão de ações será formalmente apresentado.

A Tabela 1 apresenta os aumentos de capital via emissão de ações para empresas registradas para negociação em bolsa no período entre janeiro de 1993 e dezembro de 2002.

Tabela 1 – Aumentos de Capital via Subscrição de Empresas Registradas para Negociação em Bolsa (Valores em R\$ milhões) – 1993-2002.

Ano	Públicas		Privadas		Emissões Públicas/ emissão total de ações (1995-2002)		Totais emissão de ações (1995-2002)	
	Volume	Número	Volume	Número	% do volume	% do número	Volume	Número
1993	n.d*	24	n.d	19	-	55,8%	-	43
1994	n.d*	45	n.d.	43	-	51,1%	-	88
1995	1.832	30	4.489	46	29,0%	39,5%	6.321	76
1996	8.949 ²	24	3.633	82	71,1%	22,6%	12.582	106
1997	4.633	23	6.433	100	41,9%	18,7%	11.067	123
1998	3.849	20	13.462	112	22,2%	15,2%	17.311	132
1999	1.763	10	13.956	98	11,2%	9,3%	15.719	108
2000	2.317	6	9.135	79	20,2%	7,1%	11.452	85
2001	1.353	6	7.748	76	14,9%	7,3%	9.101	82
2002	1.050	4	11.190	60	8,6%	6,3%	12.240	64
Total 95-02	25.747	123	70.046	653	26,9%	15,9%	95.793	776

Fonte: Ness (2000), BOVESPA - Demonstrativos de Evolução do Capital Social das Empresas e CVM, Informativo, vários números. * não disponível.

² Inclui a gigantesca emissão pública do Banco do Brasil (R\$7,821 bilhões) subscrita quase na sua totalidade pelo Governo Federal (o que praticamente a tornaria a emissão particular).

A evidência empírica apresentada sugere uma mudança no mercado de capitais nacional sob o ponto de vista da crescente ênfase em subscrições particulares ao invés de ofertas públicas de ações. De fato, as subscrições públicas têm caído em participação percentual no volume e no número total de subscrições. Nos anos de 1993 e 1994, o número de emissões públicas representou mais de cinquenta por cento do total. Na média dos anos entre 1995 e 2002, inclusive, a participação das públicas no número total caiu para 15,9 por cento. Isso significa que as particulares têm aumentado de expressão, o que não deixa de ser intrigante, já que ambas envolvem aporte de capital próprio na companhia.

Esse fenômeno foi mencionado por Ness (2000), apontando que cerca de vinte por cento das empresas registradas para negociação em bolsa de valores realizavam subscrições particulares anualmente.

Esse comportamento pode ter sido o reflexo de: concentração de propriedade/controlado, assimetria informacional, menor custo das subscrições particulares, assimetria tributária, de empresas públicas e privadas buscando reestruturação³ e também do pequeno volume em reais de alguns aumentos de capital, entre outros fatores. A explicação deste fenômeno é o propósito deste trabalho.

Colocando sob a forma de pergunta o que se pretende investigar neste trabalho, pode-se enunciá-lo da seguinte forma: Por que as empresas brasileiras de capital aberto passaram a utilizar preferencialmente emissões particulares de ações em lugar de ofertas públicas depois do Plano Real?

Os objetivos deste trabalho são:

- Identificar os fatores que motivaram a decisão das empresas pelas emissões particulares e não emissões públicas no período estudado;
- Objetivos intermediários:
- Apresentar o comportamento histórico das emissões primárias e particulares entre 1995 e 2002;

³ Um exemplo é a emissão de ações da Net (ex-Globo Cabo) para a quitação de dívidas.

- Determinar as variáveis relevantes para a obtenção do conjunto de características (perfil) de uma empresa no que diz respeito às questões em estudo.
- Estudar os perfis das empresas que realizaram emissões particulares e ofertas públicas no período 1995-2002;

Delimitação do Estudo:

O presente trabalho foca o período compreendido entre janeiro de 1995 e dezembro de 2002 no que diz respeito ao aumento de capital das empresas através de emissões de ações particulares e públicas. O período de estudo foi definido dessa forma devido à estabilização da moeda após o Plano Real. Como o Plano foi implantado em julho de 1994, optou-se pela coleta dos dados sobre as empresas emissoras somente a partir de 1995. Além disso, não há levantamentos de emissões particulares de ações anteriores a 1993: as informações sobre emissões particulares somente são obtidas de boletins da Bovespa publicados em jornais econômicos. Seu levantamento pode ser impreciso.

Outro problema que se procurou evitar foi a existência de várias moedas no Brasil, antes do Plano Real. A conversão dos valores emitidos segundo índices de inflação ou cotações de moedas estrangeiras poderia gerar maior imprecisão nos levantamentos dos dados. Além disso, as variáveis contábeis necessárias para a descrição das empresas no período anterior às emissões apresentavam muitos valores faltantes em períodos anteriores a 1995. Isso levaria, em alguns casos, à redução da amostra e, em outros, à perda de precisão pela adoção de procedimentos estatísticos menos robustos.

Ao final desta tese há uma seção que trata especificamente das limitações do método e dos procedimentos adotados.

Justificativa e Motivação para o Trabalho:

O mercado primário de ações pode ser uma importante fonte de recursos para as empresas. No Brasil, a sua importância tem sido objeto de estudos e de ações diretas para incentivá-lo, como o lançamento pela BOVESPA do Novo

Mercado, onde só são negociadas ações com direito a voto. Ele constitui uma seção segmentada da bolsa tradicional, munido de uma regulamentação privada, com regras que visam garantir maior proteção aos acionistas minoritários.

Este trabalho assume importância, no âmbito nacional, ao explicar a decisão da maioria das empresas emissoras por emissões particulares de ações, ao invés de emissões públicas. A descoberta dos fatores ou variáveis que expliquem essa decisão possibilita um aprofundamento da discussão sobre o mercado primário brasileiro, em que pese a evidência apontada pela Tabela 1 apresentada. Esta constitui uma contribuição inédita para o conhecimento deste mercado. Além disso, a compreensão das variáveis determinantes da decisão por emissões privadas poderá dar subsídios para a formulação de políticas e/ou regulamentações que incentivem as emissões de ações no mercado de capitais brasileiro.

No âmbito internacional, também é reduzido o estudo de emissões particulares de ações. Com efeito, Cronqvist et alli (2001), que as estudaram na Suécia, ressaltaram que a falta de trabalhos sobre a motivação da sua escolha, fora dos Estados Unidos e Japão, impede uma análise comparativa. Nesse sentido, o presente trabalho traz uma importante contribuição ao tratar do processo de escolha de emissões privadas (particulares) para o mercado brasileiro, possibilitando uma melhor compreensão do fenômeno e futura comparação com outras nações.

1.1

Organização da Tese

A tese está estruturada da seguinte forma: o capítulo 2 descreve o mercado de capitais brasileiro e resume sua regulamentação no que diz respeito às emissões de ações. São também apresentados aspectos da conjuntura nacional no período estudado; o capítulo 3 apresenta a revisão bibliográfica, analisando as principais teorias explicativas e resultados empíricos ligados ao aumento de capital via emissão de ações: estrutura de capital - alvo, oportunismo e *pecking order*; eficiência de mercado - assimetria de informações, assimetria tributária e custos de emissões. A partir do conjunto de variáveis consideradas relevantes para este

trabalho, será desenvolvido o processo decisório para a emissão de ações. Os principais estudos da literatura nacional e internacional são apresentados de forma a fundamentar as hipóteses a serem apresentadas no capítulo 4 e testadas na parte empírica da tese.

O capítulo 4 apresenta as questões de pesquisa e as hipóteses a serem testadas.

O capítulo 5 apresenta a metodologia utilizada nos testes das hipóteses. São descritos a amostra, a coleta e o tratamento dos dados e definidas as variáveis a serem utilizadas. São apresentadas as limitações do método.

O capítulo 6 apresenta os resultados. São respondidas as questões de pesquisa e hipóteses, bem como analisados os resultados.

O capítulo 7 apresenta as conclusões e as sugestões para futuras pesquisas relacionadas com o tema desta tese.