

## 2

### O Mercado de Capitais Brasileiro

#### 2.1

##### Panorama Geral

Desde o Plano Real, em julho de 1994, o Brasil tem experimentado um processo de estabilização da moeda eleito pelo governo como uma de suas metas mais prioritárias. Esta ênfase tem apresentado como característica a prática de elevadas taxas de juros, de modo a restringir a liquidez de recursos no mercado de capitais e, dessa forma, ter melhores meios para o controle da inflação.

##### 2.1.1

##### Taxas de juros no Brasil

Os juros praticados em uma economia têm impacto na tomada de decisão para investimentos produtivos. O empresário buscará remuneração para seu capital superior àquela que obteria com a simples aplicação em títulos do governo ou em fundos neles lastreados. Um indício disto é o modelo desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner(1965), que obtém o retorno que deve ser exigido por um investidor com capital próprio. Este retorno é calculado a partir da soma da taxa livre de risco e do prêmio pelo risco da carteira de mercado multiplicado pelo peso do fator de risco da empresa. A taxa livre de risco pode ser a taxa praticada pelo governo federal para a remuneração de seus títulos da dívida pública, aproximando-se, no Brasil, do retorno líquido de impostos da Selic ou do CDI (taxa para depósitos interbancários). Dessa forma, elevados patamares de juros, acarretam custo de oportunidade elevado aos investidores. Ao utilizar métodos de avaliação de projetos que levem em conta o desconto de futuros fluxos de caixa a taxas que reflitam o custo de oportunidade do capital e/ou o custo do capital de terceiros, os executivos têm maior dificuldade de obter projetos geradores de valor. A relação é inversa: quanto maior o custo do capital, menores os valores presentes dos futuros fluxos de caixa de projetos.

Além disso, a elevação dos custos do capital de terceiros (juros), impacta também no curto prazo, trazendo dificuldades para as empresas obterem o necessário capital de giro para seus negócios. Decisões de investimento no passado podem se tornar um tormento para os gestores atuais, quando confrontados com amortizações e pagamentos de juros de compromissos antigos. Se os fluxos de caixa atuais não forem bons o suficiente para honrá-los, não restará as empresas senão a busca por capital próprio, a custo mais elevado (risco maior), via emissão pública ou particular de ações.

O problema é particularmente dramático no Brasil, já que a cultura de investimento a longo prazo no capital das empresas não parece estar consolidada. A capitalização do nosso mercado de ações em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) se situa muito abaixo da norte americana e dos países europeus, conforme será apresentado adiante. Há uma grande proporção de recursos investidos em títulos do governo, e os altos juros pagos por esses papéis nos últimos anos tenderam a agravar essa situação. Reforça esse argumento o elevado patamar das taxas de juros no período estudado, como nos mostra a Tabela 2.

Tabela 2 – Comportamento das taxas anuais de juros e de inflação ao longo do período de janeiro de 1995 a dezembro de 2002

Ano	Juros (CDI) <sup>4</sup> %	TJLP %	Inflação (IGP-M) %	Inflação (INPC) %	Juros Reais (CDI) Deflacionados por:		Juros Reais (TJLP) Deflacionados por:	
					IGP-M	INPC	IGP-M	INPC
<b>1995</b>	53,06	23,37	15,24	21,98	<b>32,82</b>	<b>25,48</b>	<b>7,05</b>	<b>1,14</b>
<b>1996</b>	27,17	16,04	9,19	9,12	<b>16,47</b>	<b>16,54</b>	<b>6,27</b>	<b>6,34</b>
<b>1997</b>	24,58	10,13	7,74	4,34	<b>15,63</b>	<b>19,40</b>	<b>2,22</b>	<b>5,55</b>
<b>1998</b>	28,58	11,66	1,79	2,46	<b>26,32</b>	<b>25,49</b>	<b>9,70</b>	<b>8,98</b>
<b>1999</b>	25,13	13,22	20,10	8,43	<b>4,19</b>	<b>15,44</b>	<b>-5,73</b>	<b>4,42</b>
<b>2000</b>	17,32	10,75	9,95	5,27	<b>6,70</b>	<b>11,45</b>	<b>0,73</b>	<b>5,21</b>
<b>2001</b>	17,05	9,48	10,82	9,24	<b>5,62</b>	<b>7,15</b>	<b>-1,21</b>	<b>0,22</b>
<b>2002</b>	19,09	9,9	25,3	14,74	<b>-4,96</b>	<b>3,79</b>	<b>-12,29</b>	<b>-4,21</b>

**Fontes: Bacen e IPEA**

<sup>4</sup> Obtidos a partir dos fatores mensais do CDI, publicados pelo Banco Central, acumulados para cada ano.

As empresas que necessitam de crédito incorrem em custos efetivos mais elevados do que as taxas acima listadas. Uma saída seria o endividamento via linhas de crédito do BNDES, a juros mais baixos, obtendo ainda o benefício fiscal (juros são dedutíveis na declaração de renda pessoa jurídica apurada pelo lucro real). Porém, os recursos do BNDES não financiam a totalidade dos projetos de investimento nem as necessidades de capital de giro não associadas diretamente com os projetos financiados. Dessa forma, nem todas as empresas conseguem obter recursos no BNDES.

Em 2002 ocorreu uma aceleração da inflação no final do ano, o que tornou as taxas de juros reais negativas pela TJLP e baixas pelo IGP-M. No início de 2003, o Banco Central do Brasil aumentou as taxas de juros como forma de conter a inflação. Este processo tem sido revertido a partir do segundo semestre daquele ano, com a gradativa redução das taxas de juros básicas. Importante ressaltar que toda a movimentação de taxas de juros foi inicialmente motivada pela âncora cambial adotada no Plano Real.

### 2.1.2

#### **A questão cambial no Brasil**

O Brasil tem sido, consistentemente, bastante procurado por estrangeiros para investimento, seja através das privatizações de companhias estatais, da compra de empresas privadas nacionais ou do investimento direto<sup>5</sup>. Esse pode ser um reflexo da política de estabilização econômica que, por outro lado, tanto tem punido a atividade produtiva nacional, em que pesem as elevadas taxas de juros.

Nesse sentido, a captação da poupança interna através da emissão de ações poderia ser um caminho para financiar crescimento econômico, tão necessário para que se atendam às demandas sociais latentes.

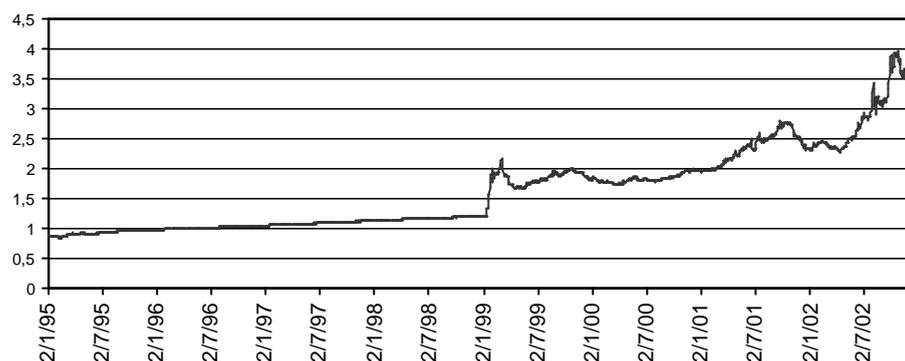
Apesar do livre acesso ao capital estrangeiro para financiamento e investimentos diretos, o País enfrentou expressivas desvalorizações do Real em janeiro de 1999, em 2001 e 2002, conforme ilustra a Figura 1 abaixo. Isto pode ter representado importante perda para os empresários brasileiros que optaram

---

<sup>5</sup> Indústria automobilística, por exemplo.

pela captação de recursos via dívida em moeda estrangeira. De forma análoga, os investidores estrangeiros que diretamente aportaram capital em empresas nacionais podem ter visto minguar seus resultados denominados na moeda do seu país de origem a partir das desvalorizações do Real.

Figura 1 – Valor do Dólar Americano em Reais 1995-2002



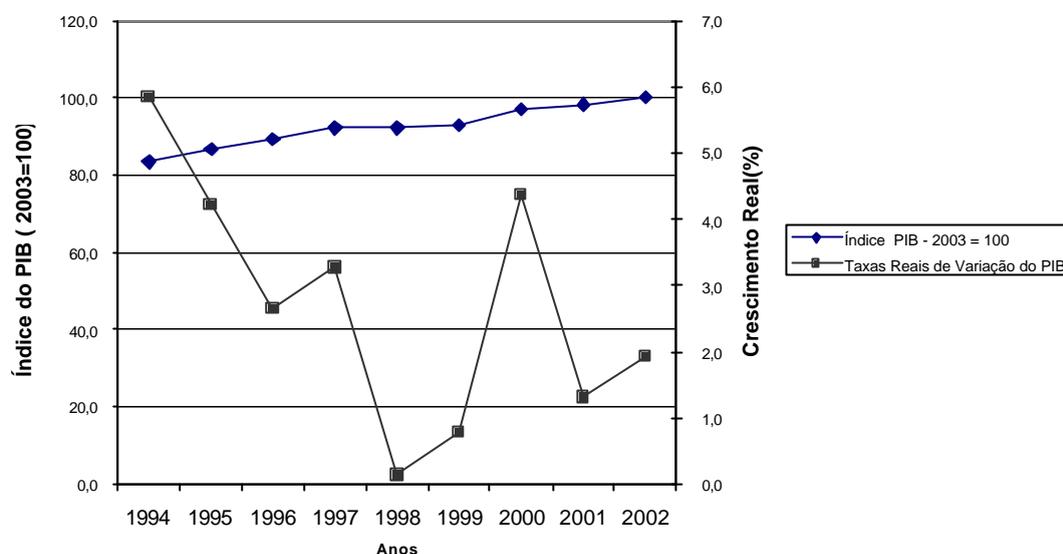
Fonte: Banco Central do Brasil

### 2.1.3

#### Produto Interno Bruto no Brasil após o Plano Real

O comportamento do PIB após o Plano Real pode ter sido influenciado pelas elevadas taxas de juros e pelo comportamento do câmbio. A Figura 2 apresenta o comportamento do PIB real, e o seu crescimento anual entre 1995 e 2002, inclusive.

Figura 2 – PIB - Crescimento Real Anual e Índice Acumulado (1994-2002)



**Fonte: Banco Central do Brasil**

Pode-se observar uma queda expressiva nas taxas de crescimento anual do PIB entre 1994 e 1998, havendo uma recuperação em 2000 e nova queda para patamares inferiores a 2 por cento em 2001 e 2002. A partir da evidência apresentada na Figura 2, pode-se inferir que os anos estudados neste trabalho não foram bons para a economia do Brasil no tocante ao seu crescimento. Isso pode ter, de alguma forma, influenciado as decisões de captação de recursos das empresas, em especial, as de capital aberto, com acesso às emissões públicas e privadas de ações. Oscilações no câmbio, elevados juros e baixo crescimento econômico podem ter criado um cenário em que a busca de capital próprio fosse a melhor solução para os problemas enfrentados. Um importante indicador da expressão do capital próprio é a capitalização de mercado, apresentada a seguir.

#### 2.1.4

#### **Capitalização do Mercado – empresas listadas, pulverização dos negócios**

O mercado de capitais brasileiro apresenta-se pequeno, em relação ao tamanho da economia brasileira. Em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), o valor de mercado das ações no Brasil evoluiu de 21% em 1995 para cerca de 28%

em 2002. Nos Estados Unidos a relação era de cerca de 93,5% em 1995 e cerca de 106% do seu PIB em 2002. A Tabela 3 resume os dados para uma amostra de países emergentes e desenvolvidos.

Tabela 3 – Capitalização Relativa (% do PIB) - 1995-2002

	Países Emergentes					Países Industrializados				
	Brasil	Chile	México	Coréia do Sul	China	Estados Unidos	Reino Unido	Alemanha	Itália	Japão
<b>1995</b>	21,0	101,2	31,7	37,2	7,02	93,48	118,6	23,5	9,09	67,02
<b>1996</b>	28,0	87,1	32,1	26,7	14,5	108,2	138,0	27,9	0,81	64,07
<b>1997</b>	31,6	87,3	39,1	8,8	23,6	129,0	150,3	39,0	9,51	50,07
<b>1998</b>	20,4	65,4	21,8	36,1	25,1	144,0	166,7	50,6	7,24	62,0
<b>1999</b>	43,8	93,5	32,0	75,4	32,3	180,4	195,5	67,9	1,58	99,3
<b>2000</b>	38,2	80,6	21,6	32,2	30,2	154,9	181,3	67,7	1,41	67,0
<b>2001</b>	37,0	84,7	20,4	46,1	28,8	137,1	152,2	57,8	8,40	55,1
<b>2002</b>	28,3	74,5	16,2	46,8	37,4	105,8	114,6	34,5	0,16	51,8
<b>Média</b>	31,0	84,3	26,9	38,7	24,9	131,6	152,2	46,1	2,28	64,5
<b>Mediana</b>	29,9	85,9	26,8	36,7	26,9	133,1	151,2	44,8	3,70	63,0

Fonte : CVM - Dados Comparativos de Mercados Seleccionados

Exceto pelo Chile, os países emergentes da amostra apresentam uma capitalização média em torno de 30 por cento do PIB. Já os industrializados, se apresentam em três patamares: um envolvendo Estados Unidos e Reino Unido, em torno de 150 por cento; outro abrangendo Alemanha e Itália, por volta de 40 por cento e, finalmente, o Japão, por volta de 60 por cento do PIB. Os mercados de capitais dos países mais desenvolvidos apresentam expressão maior do que o brasileiro, acentuada pela diferença entre os respectivos produtos internos brutos.

Com uma capitalização tão pequena no mercado brasileiro, buscar recursos através das emissões públicas de ações pode se tornar muito difícil. Além disso, o

número de empresas listadas em Bolsa, apresentados na Tabela 4 abaixo, também apresenta diferenças expressivas entre os países emergentes e industrializados.

Tabela 4 – Número de Empresas Listadas em Bolsa – 1995-2002

Países Emergentes						Países Industrializados				
	Brasil	Chile	México	Coréia do Sul	China	Estados Unidos	Reino Unido	Alemanha	Itália	Japão
<b>1995</b>	544	282	185	721	1.537	8.160	2.502	-	254	1.791
<b>1996</b>	551	290	193	760	1.501	8.783	2.623	-	248	1.833
<b>1997</b>	545	294	198	776	799	8.823	2.513	-	239	1.865
<b>1998</b>	527	287	195	748	909	8.461	2.423	662	243	1.890
<b>1999</b>	478	282	190	712	947	8.512	2.274	851	270	1.935
<b>2000</b>	459	261	177	702	1.086	7.858	2.374	983	297	2.096
<b>2001</b>	428	249	172	688	1.154	7.074	2.332	983	294	2.141
<b>2002</b>	395	246	169	679	1.223	6.590	2.272	934	295	2.153
<b>Variação (%) no período</b>	<b>-27,4</b>	<b>-12,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>-20,4</b>	<b>-19,2</b>	<b>-9,2</b>	<b>41,1</b>	<b>16,1</b>	<b>20,2</b>

Fonte : CVM - Dados Comparativos de Mercados Seleccionados

Pode-se notar a redução do número de empresas listadas em Bolsa no Brasil foi a maior da amostra de países (menos 27,4 por cento) . Essa redução é um sinal de que as aberturas de capital no período estudado foram suplantadas pelo efeito do fechamento de capital somado às incorporações, fusões e extinções de empresas. Esses números sugerem um certo empobrecimento de oportunidades de investimento no mercado de capitais brasileiro. De fato, a Tabela 5 apresenta, apenas para o Brasil, o número de companhias abertas, o valor de mercado em dólares americanos e suas respectivas variações no período 1995 a 2002.

Tabela 5 – Companhias Listadas na Bovespa e Valor de Mercado em Dólares

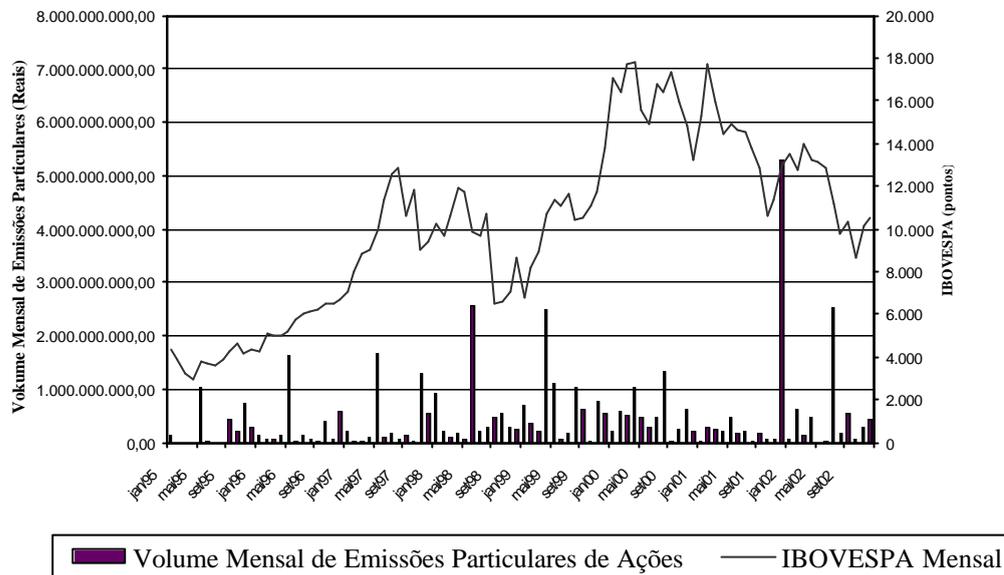
	Valor de Mercado da Bovespa (bilhões de dólares)	Variação Percentual	Companhias Listadas na Bovespa	Variação Percentual
<b>1995</b>	147.636	-	544	-
<b>1996</b>	216.906	46,9	551	1,3
<b>1997</b>	255.478	17,8	545	-1,1
<b>1998</b>	160.886	-37,0	527	-3,3
<b>1999</b>	227.962	41,7	478	-9,3
<b>2000</b>	226.152	-0,8	459	-4,0
<b>2001</b>	186.238	-17,6	428	-6,8
<b>2002</b>	126.761	-31,9	395	-7,7
<b>Variação Total (%)</b>		<b>-14,1</b>	<b>Variação Total (%)</b>	<b>-27,4</b>

**Fonte: CVM**

Os números corroboram a impressão de empobrecimento do mercado de capitais brasileiro, tanto em capitalização, com uma redução de 14 por cento no período, como em número de empresas listadas, com redução de 27,4 por cento. Dessa forma, o surto de emissões particulares de ações, no Brasil, após o Plano Real, não deveria estar relacionado ao nível de atividade do mercado.

As Figuras 3 e 4, abaixo relacionam o índice IBOVESPA e o volume e número mensal de emissões particulares de ações, respectivamente.

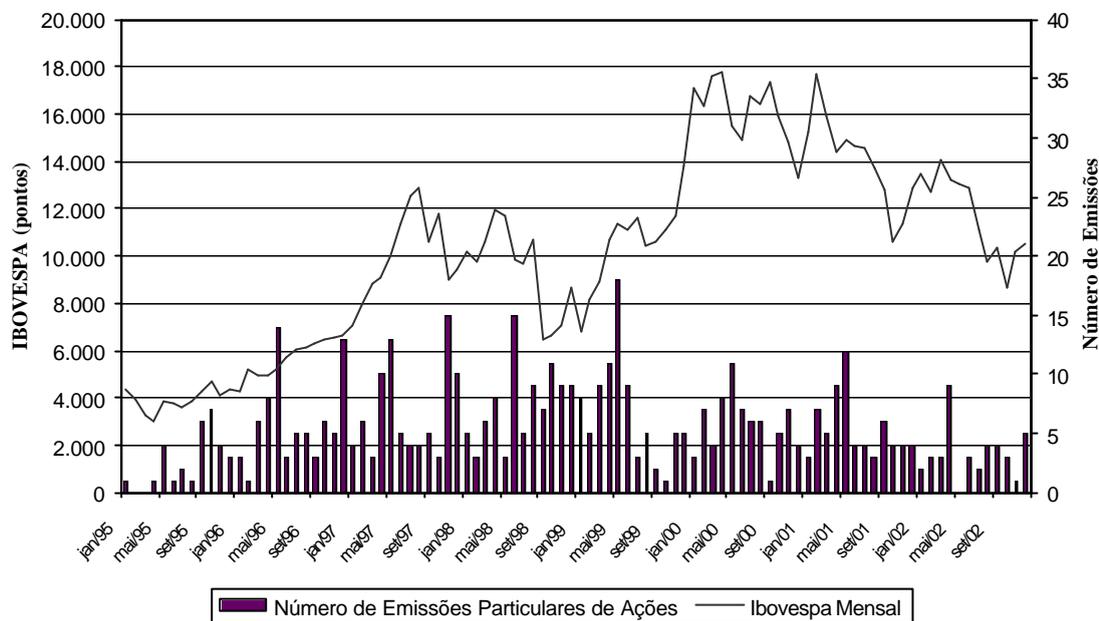
Figura 3 – Volume Mensal de Emissões Particulares de Ações Versus IBOVESPA - jan/1995 a dez/2002



Fonte: Bovespa

As emissões particulares de ações, através do volume emitido, não parecem estar relacionadas com o índice IBOVESPA.

Figura 4 – Número de Emissões Particulares de Ações Versus IBOVESPA – jan /1995 a dez/2002

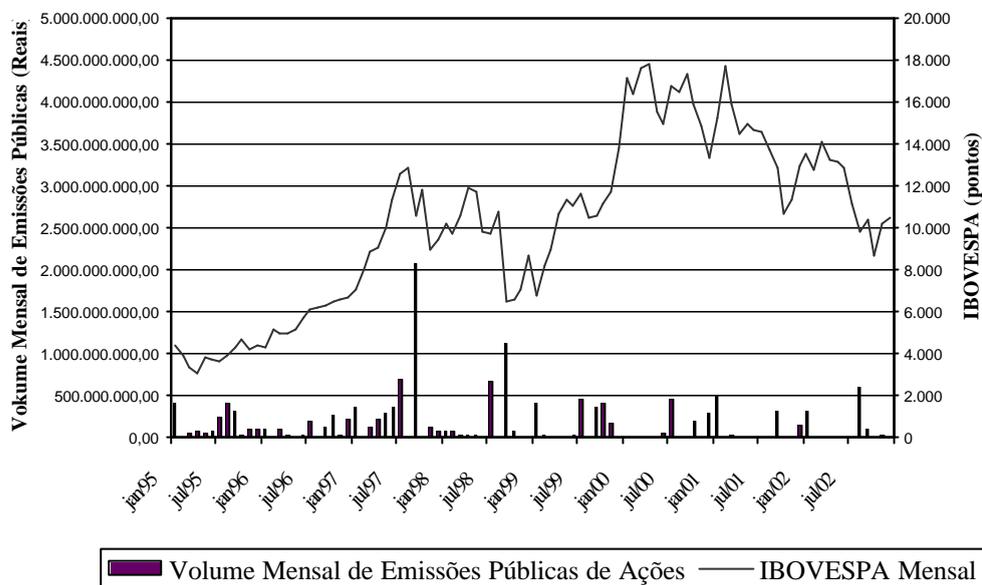


Fonte: Bovespa

No que tange ao número de emissões particulares de ações, o gráfico sugere alguma relação, em especial, até setembro de 1999. A partir de 2000, apesar da intensidade da ocorrência das emissões ser menor, parece haver alguma relação entre o número de emissões particulares de ações e a lucratividade medida pelo IBOVESPA.

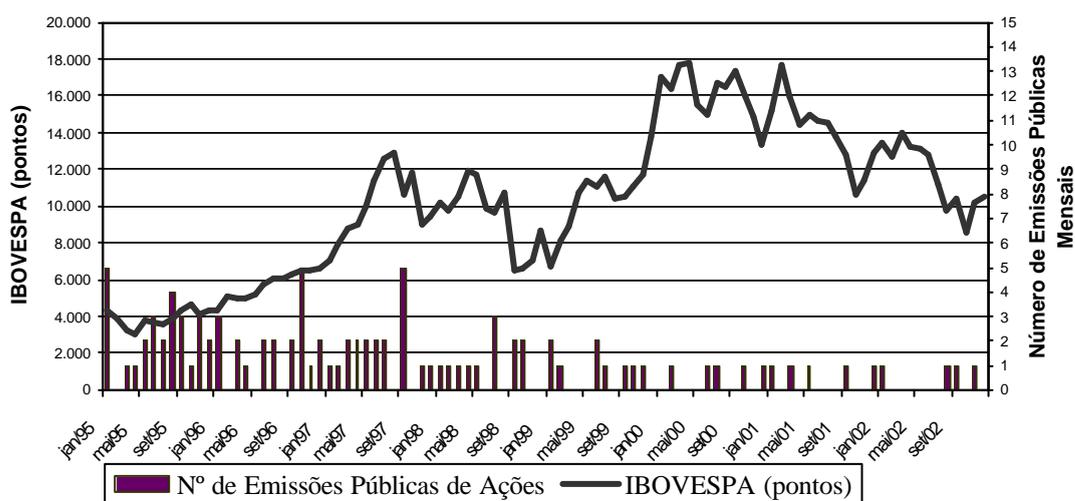
As Figuras 5 e 6, abaixo, relacionam o índice IBOVESPA e o volume e número mensal de emissões públicas de ações, respectivamente.

Figura 5 – Volume Mensal de Emissões Públicas de Ações Versus IBOVESPA – jan/1995 a dez/2002



Fonte: Bovespa

Figura 6 – Número de Emissões Públicas de Ações Versus IBOVESPA – jan/1995 a dez/2002



Fonte: Bovespa e CVM

O volume e o número de emissões públicas de ações parece ter alguma relação até setembro de 1999. A partir deste ponto, há uma drástica redução tanto de volume quanto da ocorrência de emissões públicas. Isso sugere que o oportunismo, tão presente no Brasil na década de 80, verificado nos trabalhos de Da Costa (1990) e Leal (1993 e 2004), foi substituído ou suplantado por outros fatores determinantes na tomada de decisão de captação de recursos. O objetivo desta tese é definir os fatores determinantes e utilizá-los para explicar o fenômeno.

### 2.1.5

#### **Concentração de Mercado e Liquidez**

A liquidez das ações na BOVESPA é muito concentrada em poucos papéis. Com efeito, Ness (2000) e Carvalho (2000) apresentam dados para a concentração de negócios naquele mercado. Entre 1991 e 1993 as 5 por cento das ações mais negociadas concentraram 83,4% do volume negociado. Já entre 1996 e 1998, esta concentração caiu para 75,7% do total negociado, conferindo-nos o sexto lugar no ranking mundial de mercados concentrados. Carvalho, analisando o período entre julho de 1997 e julho de 1998 revelou que apenas 4,1% das empresas apresentaram liquidez diária. Cerca de 80% das ações foram negociadas em menos de 240 pregões. Prosseguindo, Carvalho afirma que 50% das empresas foram transacionadas em menos de 25% dos pregões.

Empresas com alta liquidez apresentariam bom potencial para emitir ações ao público. O que dizer, então da grande maioria das empresas, com média ou baixa liquidez? Como obter recursos via emissão de ações se sua negociação no mercado secundário é tão insignificante? Se, por um lado, a oferta pública seria um meio para obtenção de liquidez, através da visibilidade dos lançamentos de ações, prospectos e divulgação de informações sobre as empresas, por outro a solução poderia ser a emissão particular de ações.

Além disso, a busca, realizada por potenciais investidores, de informações sobre empresas pouco transacionadas pode ser menor do que por aquelas mais negociadas. Isto reforçaria o problema da assimetria informacional, tornando os investidores menos confiantes nas menos líquidas no advento de suas emissões.

Há que se observar que as aberturas de capital não estão associadas a empresas com liquidez, já que não participam do mercado. Para estas, os fatores determinantes de sua emissão não estão relacionados à sua liquidez prévia em Bolsa de Valores.

A regulamentação do mercado de capitais brasileiro sofreu, em 2001, uma importante mudança, com a aprovação da nova Lei das Sociedades Anônimas. Além disso, várias Instruções Normativas foram editadas pela CVM para regulamentar a emissão de ações.

## **2.2**

### **Regulamentação**

#### **2.2.1**

##### **Emissões Públicas e Particulares**

Entende-se por oferta ou subscrição pública de ações a emissão de ações para aumento de capital, respeitado o direito de preferência dos atuais acionistas (salvo disposição contrária no estatuto da empresa) de modo a lhes garantir a manutenção, se assim desejarem, da proporção existente do capital social, conforme reza o artigo 171 da Lei das SA (Lei nº10.303)<sup>6</sup>. No artigo 170, a Lei define que, uma vez realizados três quartos do capital social inicial, a companhia pode aumentá-lo através de subscrição pública ou particular de ações. O prazo de exercício do direito de preferência não pode ser inferior a trinta dias. A partir desse instante, as eventuais sobras podem ser oferecidas em mercado de balcão em benefício da companhia ou rateadas nas proporções dos valores previamente subscritos pelos acionistas inscritos nas listas de sobras.

O artigo 7º da Instrução Normativa nº 400/2003, baseado na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, considera pública a subscrição de ações ofertadas mediante utilização de listas ou boletins de subscrição, folhetos prospectos ou anúncios destinados ao público. Além disso, a procura de novos subscritores não

---

<sup>6</sup> Lei nº 10.303, complementada pela Medida Provisória nº 8 e pelo Decreto nº 3.995, todos de 31 de outubro de 2001. Note-se que a Medida Provisória nº 8 foi convertida na Lei 10.411 de 26 fevereiro de 2002.

acionistas através de empregados, administradores, pessoas físicas ou jurídicas integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários. Finalmente, os negócios realizados em loja, escritório ou estabelecimentos abertos ao público ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, desde que não dirigidos a acionistas da companhia emissora. A subscrição pública<sup>7</sup> depende de prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e somente pode ser realizada com a intermediação de instituição financeira, conforme o artigo 82 da Lei das SA.

Emissões particulares, também denominadas ofertas de direitos, são entendidas como subscrições de ações pelos atuais acionistas, sem oferta pública de ações. No caso de sobras, estas poderão ser rateadas entre os atuais acionistas que assim o desejarem, respeitadas as proporções dos valores previamente subscritos pelos acionistas inscritos nas listas de sobras. A subscrição particular se processará segundo o que for deliberado na assembléia geral ou pelo conselho de administração, de acordo com o estatuto da empresa.

No Brasil, a evidência empírica apresentada na Tabela 1 tem apontado nos últimos anos para um aumento do volume de emissões particulares de ações e redução das ofertas públicas. Essa é uma prática de capitalização via aporte de capital próprio dos acionistas.

A motivação para a oferta de direitos pode estar ligada à relação entre o custo de oportunidade do capital próprio dos acionistas, como apresentado anteriormente e o custo dos financiamentos externos, em que pese sua acessibilidade pelas empresas. Pouca acessibilidade a financiamentos externos ou elevado custo, direcionaria à emissão de ações. As condições de mercado (muita ou pouca atividade) e o custo das ofertas públicas de ações, pesariam, então, na decisão sobre o tipo de emissão: privada ou pública.

As ofertas públicas de ações têm um custo maior que as particulares. A obrigatoriedade da existência de uma instituição financeira intermediária, denominada *underwriter*, traz embutido um custo de coordenação, comissão de colocação e, se for por garantia firme ou *stand by*<sup>8</sup>, comissão para garantia da

---

<sup>7</sup> A Instrução CVM nº 400/2003 que alterou a de nº370/2002, define subscrições públicas no seu Art. 6º, que será apresentado na íntegra no Anexo I.

<sup>8</sup> Esse processo está descrito na seção 3.3.2.

colocação da emissão. Há, ainda, o deságio no preço das ações a serem emitidas, de modo a dar liquidez à emissão. Além disso a CVM cobra uma taxa para registro da oferta pública. Estes custos serão detalhados mais adiante. Dessa forma, não se trata apenas de uma escolha de como obter capital próprio, estando também envolvidos custos diferenciados.

O acesso das empresas às ofertas públicas de ações está sujeito a uma série de condições operacionais relacionadas com sua atividade e capacidade de geração de resultados. Além disso, os critérios para concessão de crédito são restritivos, em especial, para empresas em dificuldades. As médias e grandes empresas, entretanto, têm tido, no BNDES, uma importante fonte de financiamento a baixo custo relativo para seus projetos. De fato, entre janeiro de 1995 e dezembro de 2002, o BNDES desembolsou cerca de 158 bilhões de reais em empréstimos<sup>9</sup>. Desse modo, devem existir características estruturais e contábeis nas empresas que balizem o processo decisório de captação de recursos de longo prazo.

### **2.2.2**

#### **Mercado Primário e Regulamentação do aumento de capital via emissão de ações**

Esta seção apresenta uma revisão da legislação que regula o funcionamento do mercado de capitais brasileiro. O foco é na regulamentação das emissões de ações.

As emissões de ações no Brasil são regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários, segundo a Instrução CVM nº400/2003, que modificou a Instrução CVM nº 370/2002, que, por sua vez, modificou a Instrução CVM nº13/1980. A instrução dispõe acerca de aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os arts. 82 e 170, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 modificados pela Lei 10.303/2001, com fundamento também no disposto nos artigos 4º, inciso VI, 8º, inciso I e 19, § 5º, e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

---

<sup>9</sup> Fonte: Banco Central do Brasil

Na legislação acima há alguns aspectos a serem ressaltados. Fica clara a distinção legal entre emissão particular e emissão pública de ações. A emissão pública incorre, por força da regulamentação em custos adicionais de divulgação de informações e colocação dos títulos no mercado. Além disso, traz embutida, para as emissões veteranas<sup>10</sup> a presunção de liquidez para os papéis junto ao mercado, sem a qual eles dificilmente seriam absorvidos.

A Lei das Sociedades Anônimas (nº 6.404/76) sofreu várias alterações na Reforma promovida pelas Leis 10.303/2001 e Lei 10.411 de 26 de fevereiro de 2002.

A legislação anteriormente vigente permitia a emissão de ações sem direito a voto até um volume equivalente a dois terços do capital total. Dessa forma, o controle absoluto da empresa podia ser exercido com apenas um sexto do capital total. As novas aberturas de capital, entretanto, segundo a nova Lei, deverão respeitar a proporção de cinquenta por cento para cada tipo de ação. A Lei estabelece, ainda, um prazo de três anos para que as empresas façam a transição às novas regras. Esse aspecto, entretanto, poderá se constituir em mais um empecilho a novas aberturas de capital, quando comparado ao mecanismo anterior: se não desejar reduzir sua participação no capital da empresa (não subscrevendo na totalidade sua participação da emissão), em especial no votante, o controlador simplesmente evitará emitir novas ações.

Entretanto, há determinações que conferem maiores poderes aos minoritários:

- Os acionistas ordinários minoritários passarão a ter o direito a receber 80 por cento do valor pago ao controlador em operação de venda. Anteriormente não havia obrigação de uma oferta aos minoritários<sup>11</sup>
- Os conselhos de administração das empresas deverão ter a participação de um representante dos minoritários detentores de ações preferenciais, desde que estes possuam ao menos 10 por cento do capital total. No caso dos acionistas

---

<sup>10</sup> Emissões veteranas são emissões de empresas já abertas, e não emissões para abertura de capital inicial.

<sup>11</sup> As empresas estatais estão excluídas desta regra. Esse dispositivo tem a denominação de *tag along*..

ordinários, a proporção deverá ser de 15 por cento do total das ações com direito a voto.

- Em caso de fechamento de capital, uma oferta pública deverá ser feita pelo controlador para a compra das ações dos minoritários com base no valor justo<sup>12</sup>
- Em caso de fechamento “branco”, ou seja, informal, em que as empresas mantêm o capital aberto mas tomam medidas prejudiciais aos minoritários os poderes da CVM ficam maiores no sentido de coibir a prática.
- Ficou estabelecida a prisão de um a oito anos para quem utilizar informação privilegiada de uma empresa de capital aberto em benefício próprio ou de terceiros. Na legislação anterior somente havia a previsão de uma multa nesses casos.
- As empresas deverão manter um comitê de auditoria, com membros independentes, de modo a acompanhar os seus demonstrativos contábeis.
- Os novos lançamentos de ações em bolsa deverão ser por meio de ações com direito a voto (ordinárias) e de preferenciais em proporções *iguais*. Atualmente a legislação estabelece que sejam de um terço e dois terços respectivamente.
- A CVM se torna independente e com maiores poderes para fiscalizar o mercado de capitais.

O Anexo I apresenta a Instrução CVM nº 400/2003 que dispõe sobre o aumento de capital via emissão de ações.

A seguir são apresentados alguns comentários à lei relevantes a este trabalho, apontados por Wald (2002).

O primeiro aspecto é a questão da governança corporativa. A nova Lei faculta às empresas, que prevejam em seus estatutos a inclusão de um conselheiro

---

<sup>12</sup> Os acionistas minoritários poderão pedir nova avaliação de preço com base em critérios estabelecidos pela CVM.

a ser eleito pelos empregados. Além disso, não há mais a obrigatoriedade de que os conselheiros sejam acionistas, abrindo espaço para a utilização de especialistas mais independentes nas funções de conselheiro. Desse modo, se procurou dar espaço ao aprofundamento da governança corporativa, sujeita, ainda, ao desejo dos controladores.

Entretanto, prossegue Wald, em última análise, se aos controladores não interessar a transparência, as boas práticas de governança, a participação dos minoritários no conselho, e mesmo um conselho mais efetivo, poderão continuar concentradamente comandando a empresa. Essa, certamente, não seria a postura de quem deseja ter seus papéis com alta liquidez e o mercado de capitais como fonte de capital para o crescimento de sua empresa.

Uma consequência previsível, nessa hipótese, seria a preferência pela realização de emissões particulares de ações, mantendo as proporções dos acionistas controladores inalteradas.

As regras de transparência foram aprimoradas na Lei 10303/2001. Esta concedeu à CVM poderes para assegurar aos acionistas melhor qualidade de informação de modo que possam ter melhores meios para tomar decisões e votar nas assembleias. Segundo Wald (2002), a Instrução nº 319, de 3/12/1999, editada pela CVM, já tratava da matéria, dispondo sobre a divulgação de informações nas operações de incorporação, fusão e cisão de companhias abertas. A Instrução definiu prazos maiores para a divulgação e análise de informações pelos acionistas, condicionando as datas das assembleias pertinentes àqueles prazos. Novamente aqui, a melhoria da regulamentação favorecendo aos minoritários pode ter efeitos opostos: empresas mais transparentes e interessadas no capital dos minoritários poderiam se beneficiar da transparência e obter maior liquidez para emissões públicas. Por outro lado, empresas mais concentradas em propriedade podem se desinteressar de vez pela captação pública e partir para subscrições particulares, ou mesmo para o fechamento do capital.

Ainda segundo Wald (2002), os relatórios e as assembleias das empresas de capital aberto devem divulgar todos os elementos necessários à avaliação, pelos acionistas, da situação financeira das empresas e dos seus negócios. Isto deveria incluir o regime de remuneração de executivos, opções de compra de ações, o número total de ações, e as vantagens e benefícios diretos e indiretos da

administração. Este esforço não seria, segundo o autor, um privilégio concedido a alguns, mas um direito de todo acionista.

A nova Lei conferiu, de fato, poderes à CVM para fazer valer esta diretriz e criar, desse modo, melhores condições de capitalização das empresas via mercado de capitais.

Os conflitos entre controladores e acionistas minoritários passaram a ter tratamento novo da legislação aprovada, dentro do esforço para melhorar o relacionamento entre controladores e minoritários.

A reforma da Lei das SA. foi considerada um avanço por alguns e insuficiente sob o ponto de vista de outros especialistas no assunto.

Apresenta-se aqui, a título de exemplo, duas opiniões representativas, cada uma, de uma corrente: Salomão Filho (2002), considera que, embora a qualidade de informações aos minoritários tenha sido aprimorada, a Lei continuou a não dar a esses o poder de utilizá-las em favor da empresa. Os interesses, pondera, continuam identificados aos dos controladores, deixando à justiça o poder de reconhecer formalmente um eventual conflito de interesses.

Por outro lado, Wald (2002), considera oportuna a proteção ao investidor, em especial nos conflitos entre controladores e minoritários, facultando a solução por via arbitral, evitando-se, dessa forma, a morosidade da justiça comum.

A matéria jurídica, por si só, dá margem a interpretações sob perspectivas divergentes. No âmbito deste trabalho, a importância da legislação está na reação dos investidores à sua dinâmica. Entretanto, como será visto adiante, na evidência empírica levantada, no que diz respeito às emissões de ações, os eventuais benefícios da nova Lei ainda não apresentaram influência comprovada em características como concentração de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil.

Ações como a criação do Novo Mercado pela Bovespa têm procurado dar proteção adequada aos investidores minoritários. Com efeito, verificou-se em 2002, na tentativa (não realizada) de venda de ações do Banco do Brasil em poder do Tesouro para pulverizar o capital, um esforço do próprio Governo no sentido de incentivar o Novo Mercado. As ações do Banco do Brasil foram totalmente convertidas em ordinárias nominativas, com direito a voto e, com aquela venda, se

consumada, ao menos 25 por cento do capital total estaria em poder dos minoritários, exigência para a negociação no Novo Mercado.

Além disso, a questão da governança corporativa<sup>13</sup> tem alcançado muita ênfase por parte das entidades que regulam e fiscalizam os mercados de ações no Brasil. Com efeito, segundo o relatório anual da CVM (2000), o objetivo da sua declaração pública de apoio ao Novo Mercado é estimular a prática da boa governança corporativa e a proteção aos acionistas minoritários. Importante ressaltar que a CVM, cujos poderes foram ampliados pela reforma da Lei das SA, desempenha papel fundamental na fiscalização das emissões públicas de ações.

Para alavancar o desenvolvimento das empresas de tecnologia no Brasil, a emissão de ações poderá desempenhar papel importante na sua capitalização. Empresas de alto potencial de crescimento necessitam de capital de risco para financiar sua expansão. O Novo Mercado foca nessas empresas, que deverão ser mais transparentes em termos de informações e de governança corporativa. Esse movimento da BOVESPA sugere que o mercado primário tradicional não tem atendido adequadamente às necessidades dos acionistas minoritários. Isso pode ter dificultado a utilização do mecanismo da emissão primária pública de ações como forma de capitalização. Esse poderia ser um dos fatores explicativos do aumento das emissões particulares observado nos últimos anos.

---

<sup>13</sup> Governança corporativa é o conjunto de práticas gerenciais e de relacionamento com os acionistas que balizam o comportamento da empresa no mercado de capitais. A CVM edita, ainda, a Cartilha de Gov. Corporativa, que, em conjunto com Código de Boas Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, são de cumprimento voluntário pelas empresas.