

3

Revisão Bibliográfica

Este capítulo tratará da revisão bibliográfica. Está subdividido em quatro seções. Na primeira, será apresentado um arcabouço teórico para o processo decisório de emissão de ações. Na segunda, será apresentada a literatura consultada sobre estrutura de capital. A terceira tratará da assimetria de informações, da propriedade e concentração. A quarta seção fará um resumo da discussão da literatura.

3.1

Processo Decisório para Emissão de Ações

A construção de um arcabouço teórico para o estudo de emissões de ações deve focar no processo decisório a que são submetidos os controladores da empresa emissora. Nesse sentido, o trabalho de Ferreira e Brooks (2000) sugere um esquema de raciocínio já utilizado anteriormente por Myers e Majluf (1984), adaptado para este trabalho, apresentado a seguir.

Os administradores/controladores das empresas que não podem utilizar lucros retidos ou endividamento para financiar novos projetos, ou mesmo, têm como projeto a quitação ou o alongamento do perfil de suas dívidas, procurarão maximizar o valor das ações existentes, e se verão diante das opções:

1. emitir publicamente;
2. emitir privadamente com assimetria de informações¹⁴ sobre o valor do projeto de investimento;
3. emitir privadamente sem assimetria de informações sobre o valor do projeto;
4. não emitir ações.

¹⁴ Entende-se por assimetria de informações sobre o valor do projeto o melhor conhecimento, por parte dos controladores, do valor do projeto de investimento motivador da emissão.

As equações abaixo, respectivamente, ilustram as opções.

$$V_{exist} = \left| \begin{array}{l} \text{máx} \left(\frac{P}{P + E} \right) * (E + a + b) \\ \left(\frac{a - T}{E + a - T} \right) * (E + a + b) \\ \left(\frac{a + b - T}{E + a + b - T} \right) * (E + a + b) \\ a \end{array} \right.$$

Onde:

P é o valor de mercado da empresa levando em conta a assimetria de informações entre os participantes do mercado;

a é o valor real do capital próprio;

b é o valor presente líquido da oportunidade de investimento;

E é o valor líquido da emissão para que se possa realizar o investimento ;

T é o desconto no preço dado na emissão privada aos investidores para compensá-los pelos custos da busca por informações que levem à determinação do valor da empresa;

Algumas considerações se tornam importantes:

- a) o valor P , obtido através da emissão pública de ações, embute os custos de emissões públicas e o deságio exigido pelo mercado para dar maior liquidez à emissão. Como observam Ferreira e Brooks (2000), se $a-P > 0$, o mercado estará sub-avaliando a empresa, o que poderá levar à emissão privada, se T for suficientemente pequeno. Se, por outro lado, $a-P < 0$, o mercado estará super-avaliando a empresa, incentivando a emissão pública de ações. Leal (1993) constatou que as empresas procuram emitir publicamente em momentos de alta como forma de compensar esse deságio. Isto será estudado de forma mais aprofundada adiante.

- b) O valor T , do desconto dado aos investidores na emissão privada, para compensar seus custos pela busca de informações, se for muito elevado, conforme pontuam Ferreira e Brooks (2000), inibirá a realização da emissão privada. Dessa forma, a decisão será ou pela emissão pública, ou pela não realização de emissão alguma, nesse caso, rejeitando o projeto de investimento ou reestruturação.
- c) O valor T torna-se menos relevante no caso de elevada concentração de propriedade. Os controladores responderiam, nesse caso, pela quase totalidade da emissão, sendo-lhes até vantajosa a não participação dos minoritários – estes veriam sua participação acionária ser diluída. Aos controladores caberia, nesse caso, adquirir as sobras dos minoritários a preços compensadores. Aqui, nota-se a assimetria de informações a serviço dos controladores da empresa emissora.
- d) Quanto maior for o valor de b , VPL do projeto, maior a chance de ocorrer financiamento via emissão de ações (pública ou privada).
- e) Se houver dúvida com relação ao valor de b , os investidores na emissão privada estariam dispostos a pagar um valor compreendido entre a segunda e a terceira expressões acima, dependendo do seu grau de desinformação. Essa interpretação, oferecida por Ferreira e Brooks (2000), pode explicar o fenômeno da concentração de propriedade no Brasil, a ser apresentado adiante: a pouca percepção de valor por parte de minoritários aumentaria a sobras a serem adquiridas pelo bloco controlador, elevando a concentração de propriedade.

Surgem, então, a partir do quadro conceitual acima proposto, duas linhas teóricas a serem estudadas nesta revisão de literatura:

- a) Estrutura de capital – as diversas teorias sobre a decisão de estrutura de capital lançarão luz sobre o tema pesquisado, possibilitando a obtenção de

determinantes da decisão por emissão pública ou privada de ações no Brasil.

- b) Eficiência de mercado – a assimetria de informações e seus fatores geradores, tais como a concentração de propriedade e expectativas de resultados; assimetria tributária; o papel dos *underwriters* e os custos de emissões públicas de ações no Brasil; aspectos do mercado de capitais – concentração de mercado e liquidez.

3.2

Estrutura de Capital

No estudo da decisão de captação de capital próprio via emissões públicas ou particulares de ações, existem importantes teorias que envolvem a estrutura de capital de uma empresa.

As empresas utilizam, para financiar seus projetos, capital próprio (dos acionistas) e capital de terceiros (dos credores). Segundo Megginson (1997), entende-se por estrutura de capital de uma empresa a composição do seu capital para financiamento de longo prazo através da proporção entre capital próprio (acionistas) e o de terceiros (credores). As estruturas de capital, segundo o autor, podem apresentar padrões nacionais, de modo que as características históricas, institucionais e culturais de cada nação poderiam desempenhar um papel importante na sua definição.

No Brasil, desde o advento do Plano Real, as taxas de juros têm se mantido elevadas (vide Tabela 2). Isso acaba por tornar o capital de terceiros de longo prazo mais escasso. Os títulos do governo tendem a canalizar a liquidez para aplicações a eles atreladas. Além disso, não se imagina que se possa obter de investidores ou instituições financeiras empréstimos expressivos abaixo das taxas de juros oferecidas pelo Governo para financiar sua própria dívida. Para correr o risco de dar crédito às empresas os investidores exigiriam um prêmio, colocando em patamares elevadíssimos os custos do capital de terceiros. A alternativa é o financiamento de longo prazo via recursos do BNDES, que pode não ter como dar vazão a toda a necessidade de capital das empresas brasileiras.

Desse modo, na busca de capital para seus investimentos, as empresas confrontadas com os altos custos financeiros, poderiam se interessar por emissões de ações. Com efeito, a influência das elevadas taxas de juros decorrentes do Plano Real sobre o comportamento das emissões de ações no período imediatamente após o plano foi sugerida por Bordeaux-Rêgo e Leal (1997).

A estrutura de capital que minimiza o custo de capital para a empresa é conhecida como estrutura de capital-alvo.

3.2.1

A Estrutura de Capital Alvo

O trabalho seminal de Modigliani e Miller (1963), que revisou e ampliou o trabalho antecedente de ambos em 1958, procurou explicar a decisão de estrutura de capital para uma empresa sujeita a impostos sobre a renda. Tratando os encargos financeiros com juros como despesas, os autores provaram ser vantajoso o endividamento sob o ponto de vista dos acionistas. As despesas financeiras seriam dedutíveis da renda tributável, gerando benefícios fiscais relevantes. Seu trabalho foi revisado por Stiglitz (1969), que constatou a importância dos custos das dificuldades financeiras, também chamados de custos de falência, como limitadores do endividamento. De fato, o aumento de endividamento traria como consequência elevação de riscos sob o ponto de vista dos acionistas e dos credores, corroendo as suas vantagens fiscais. Nesse sentido, o trabalho de Altman (1984) apresenta evidência de que os custos das dificuldades financeiras são suficientes para tornar desvantajoso o endividamento excessivo.

Como estabelecer uma relação ideal entre as proporções de capital próprio e de terceiros tem sido objeto de pesquisa. A esta proporção se denomina estrutura de capital alvo. Segundo Ross et al (1995), uma empresa típica procura escolher a relação entre o capital próprio e o de terceiros que equilibre o benefício fiscal do uso de capital de terceiros com o custo esperado de dificuldades financeiras. A teoria da estrutura de capital alvo afirma que o custo das dificuldades financeiras reduz as vantagens do benefício fiscal até que se atinja um patamar de endividamento limite.

O benefício fiscal deriva-se do fato dos juros serem tratados como despesas financeiras, não estando sujeitos, dessa forma, à tributação sobre a renda. A sua dedução para empresas que apurem impostos pelo lucro real configura um subsídio ao endividamento. O custo das dificuldades financeiras é oriundo da elevação do risco decorrente da elevação do endividamento da empresa. Entre outros aspectos, pode-se citar a falta de flexibilidade financeira, a renegociação de dívidas, ou mesmo os custos de advogados contratados para obter melhores condições de pagamento. Um exemplo disto é o caso da Enron, que gastou em 2003 um bilhão de dólares americanos com advogados para lidar com as suas dificuldades financeiras.

Naturalmente, as informações sobre a situação financeira das empresas são de conhecimento imediato de seus controladores. Nesse sentido, Ross et al. (1995) afirmam que os executivos com conhecimento prévio sobre as dificuldades financeiras de uma empresa, tenderiam a captar recursos via emissão pública de ações. Isto poderia levar a um desconto maior no preço da oferta no caso do mercado perceber a manobra. Com efeito, os investidores poderiam imaginar que os controladores somente emitiram por perceber que o preço estaria elevado em relação ao justo valor. Isto tornaria também onerosa a emissão de ações ao público, sob o ponto de vista dos controladores.

Com efeito, Megginson (1997) aponta para o fato de importantes pesquisas em estrutura de capital mostrarem que os preços das ações sobem quando do anúncio de elevação no endividamento das empresas e descem quando são oferecidas novas ações (emissões públicas). Mikkelson (1983), por sua vez, afirma que reduções no endividamento provocam retornos negativos nas ações das empresas.

Mikkelson e Parch (1986) estudaram uma amostra de emissões de ações ordinárias e debêntures conversíveis, no período 1972-1982 de 360 empresas listadas na Bolsa de *New York* e na *American Stock Exchange*. Os autores verificaram existir relação negativa entre o valor da emissão de ações ordinárias e debêntures conversíveis e o valor da empresa na data do anúncio da emissão. A resposta do mercado, desvalorizando as ações seria resultado da sua percepção de emissão de ações a preços inflados. Resultado coerente com o de Myers e Majluf

(1984), que afirmaram serem negativas as reações do mercado a emissões de ações e debêntures conversíveis.

No Brasil, Ness e Pereira (1980) não encontraram significância na relação entre o grau de endividamento e a ocorrência de emissões públicas de ações. Resultado similar foi obtido por Furtado (1997), ao não encontrar relação estatisticamente significativa entre a variação da alavancagem e a alteração do valor da empresa emissora no processo de emissão.

Sem uma explicação definitiva para o fato, continua-se a realizar pesquisas nesta direção, já que o fenômeno observado é intrigante. No entanto, a interpretação dada pelo mercado às emissões de ações pode significar um fator inibidor de emissões públicas, não deixando outra alternativa de obtenção de capital senão as emissões particulares, destinadas aos atuais acionistas.

Nesse sentido, o grau de endividamento de uma empresa pode ser um fator determinante da decisão de emissão de ações de forma pública ou particular: elevado endividamento traria custos de dificuldades financeiras que tornariam necessária ou recomendável a emissão de ações. Há que se observar, entretanto, que a relação entre endividamento e valor da empresa pode não ser linear. Entretanto, a expectativa de desvalorização da empresa a partir da percepção dos investidores de sobrevalorização de emissões públicas de ações, tornaria mais interessante a emissão de forma particular.

A teoria de estrutura de capital alvo tem como concorrente a teoria da hierarquia ou ordem de captação (*pecking order*).

3.2.2

A Teoria da Hierarquia ou Ordem de Captação – *pecking order*

Uma outra explicação para a estrutura de capital foi fornecida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Os autores apresentaram a *pecking order*, ou ordem de captação, como sendo uma hierarquia entre alternativas de obtenção de recursos. Em primeiro lugar a empresa financiaria seus projetos com retenção de lucros, em segundo com capital de terceiros e por último através da emissão de ações. A razão deste comportamento estaria na assimetria de informações que

daria aos executivos o privilégio de estabelecer sua estrutura de capital segundo suas conveniências.

O trabalho de Asquith e Mullins (1986) chegou a conclusões coerentes com as de Myers e Majluf (1984). Segundo os autores, a queda do valor da empresa na data do anúncio seria positivamente relacionada ao volume da emissão pública de ações. Este resultado sugere que o volume da emissão pode ser um importante determinante na decisão de emitir pública ou privadamente ações: por este raciocínio, as maiores emissões tenderiam a ser privadas.

Ao analisarem uma amostra aleatória de 360 empresas listadas nas Bolsas de *New York* ou *American*, Mikkelson e Parch (1986) encontraram que o financiamento externo não é um evento freqüente para muitas empresas. De fato, 44 por cento das empresas estudadas não buscaram nenhum recurso externo via emissão de títulos (dívida ou ações) para financiamento de suas atividades. Além disso, cerca de dois terços da amostra não ofereceram títulos ao mercado para obtenção de caixa no período entre 1972 e 1982. Isto reforçou, de certa forma, os argumentos da *pecking order*, de que as empresas só buscariam recursos externos se não estivessem com geração interna de caixa suficiente.

Os argumentos de Myers (1984) também foram reforçados mais recentemente por Shyam-Sunder e Myers (1999). Os autores analisaram uma amostra de 157 empresas industriais, da base de dados *Industrial Compustat*, entre 1971 e 1989, tendo como dados o índice de endividamento (de longo prazo) contábil, concluíram pela maior confiança nos modelos baseados na hierarquia de fontes de captação (*pecking order*) como explicação para a estrutura de capital das empresas. Com efeito, os testes realizados com aqueles modelos apresentaram maior poder de explanação do que os modelos de estrutura de capital alvo.

Os trabalhos acima citados, entretanto, são refutados por Fama e French (2003). Analisando uma amostra de empresas do *NYSE*, *AMEX* e *Nasdaq* para o período entre 1973 e 2002, os autores encontraram uma significativa redução do número de empresas não emissoras de ações. De fato, 24 por cento, em média, das empresas da amostra entre 1973 e 1982 não realizavam emissões de ações anualmente. Essa proporção se reduziu para 9 por cento no período compreendido entre 1993 e 2002. Quando se trata das maiores empresas, os números são, respectivamente, 11 por cento e 2 por cento. O percentual anual de empresas com

emissões líquidas de ações partem de 54 por cento por anos entre 1973 e 1982, se elevam a 62 por cento entre 1983 e 1992, atingindo 72 por cento entre 1993 e 2002. Esse crescimento, segundo os autores, foi alcançado através das empresas menores. As empresas maiores apresentaram elevados percentuais, respectivamente, 72, 66 e 67 por cento¹⁵. Segundo os autores, uma possível explicação para o fracasso da *pecking order* seria a possibilidade de realizar emissões com baixos custos de transação e menores problemas ligados à assimetria de informações.

No Brasil, o trabalho de Ferreira e Brasil (1997) realizou um teste preliminar da *pecking order* em uma amostra de 11 sociedades anônimas do setor têxtil, entre 1987 a 1995. O resultado apontou para a coerência entre o preconizado pela *pecking order* e o comportamento das empresas estudadas. Dessa forma, essa teoria se mostrou adequada para explicar o comportamento das empresas estudadas face à decisão de estrutura de capital.

Furtado (1997), após a revisão de literatura sobre hierarquia de captação de recursos, afirma que os resultados de Myers e Majluf (1984) e Aquith e Mullins (1986), entre outros, têm importância para a formulação da estratégia financeira de empresa de capital aberto. Segundo o autor, seria racional as empresas darem preferência ao financiamento com recursos gerados internamente, preterindo a emissão de ações. Isso também estaria associado ao elevado custo de emissão pública das ações. Dessa forma, surge como possível determinante da decisão de emissão pública ou privada de ações, o custo incorrido no tipo de emissão. Os resultados de Furtado, entretanto, não encontraram significância na relação entre a alavancagem financeira e alterações de valor da empresa no processo de emissão.

Há outras situações em que a decisão de estrutura de capital parece estar mais associada ao aproveitamento de boas oportunidades (altas nas bolsas de valores, por exemplo) do que às teorias de estrutura de capital alvo ou *pecking order*. É o que será apresentado a seguir.

¹⁵ Os autores incluíram em sua amostras as empresas que emitiram ações através de: emissões públicas e privadas, fusões, dívidas conversíveis, planos de compra diretas de ações, opções de compra de ações, planos de benefícios de empregados.

3.2.3

Oportunismo – mercados em alta

A percepção, pelo público, das dificuldades enfrentadas por uma empresa, pode levá-las a conceder descontos nos preços de emissões públicas de suas ações. Um desconto excessivo, forçado por uma alta probabilidade de dificuldades financeiras, aliado ao alto custo da emissão, poderia inviabilizar uma oferta pública, deixando como última alternativa a emissão privada (particular). Em empresas com alta concentração de controle, como no Brasil, essa poderia ser uma opção bem adequada. Dessa forma, somente os controladores e os atuais acionistas adquiririam a emissão, não alterando as proporções de capital. Se os minoritários se recusassem a adquirir, a concentração poderia até aumentar. As emissões públicas seriam, dentro desta lógica, realizadas em períodos de alta, evitando que o oferecimento de descontos viesse a prejudicar aos atuais acionistas, e constituindo uma capitalização mais “justa” (o desconto seria compensado pelos preços inflados de um mercado em alta).

Os pontos de vista acima são coerentes com os do trabalho de Baker e Wurgler (2001), que sugerem que as empresas de menor alavancagem (endividamento) tendem a ser as que captaram recursos do mercado de capitais quando suas cotações estavam altas (medidas pelo índice *market-to-book* ou preço de mercado/valor contábil). Segundo os autores, a tendência de emitir mais ações quando o mercado está em alta ao invés de emitir dívida, provoca efeitos importantes na estrutura de capital das empresas. Estes efeitos dificilmente são explicados pelas tradicionais teorias de estrutura de capital (estrutura de capital alvo e ordem ou hierarquia de captação).

Empresas com perspectivas ruins de negócios também podem realizar emissões. O trabalho de Loughran e Ritter (1995) concluiu que emitir ações não é bom para os investidores, pois as empresas que assim fizeram entre 1970 e 1990 foram uma péssima opção de investimento. Considerando os resultados das empresas que realizaram emissões públicas iniciais, o retorno médio anual foi de apenas cinco por cento. Os retornos das que emitiram sazonalmente¹⁶ foi de sete

¹⁶ Emissão sazonalizada ocorre quando a empresa volta a emitir ao público após a emissão inicial.

por cento. Comparando com empresas com a mesma capitalização de mercado que não emitiram, pelo mesmo período, esses percentuais seriam, respectivamente, doze por cento e quinze por cento ao ano (compostos). Uma ressalva ao seu trabalho é o fato de não ter sido considerado o risco na comparação entre as empresas, feita somente quanto à sua capitalização de mercado.

Os mesmos autores, em trabalho mais recente (1997), analisando as emissões sazoadas entre 1979 e 1989 nos mercados norte americanos, (NYSE, AMEX e Nasdaq), encontram que novas ofertas de ações podem ser utilizadas como previsão de mau desempenho operacional subsequente das empresas emissoras. O desempenho é pior do que em empresas não emissoras que tenham ativos similares, sejam da mesma indústria e operacionalmente tenha resultados parecidos. Novamente, aqui, há que se ressaltar a questão do risco das empresas, que não foi considerada.

A explicação para o mau desempenho reside, segundo Loughran e Ritter (1997), no fato de algumas empresas aproveitarem janelas de oportunidade em momentos de alta no mercado, enquanto que outras manobriariam com os resultados com vistas à emissão. De um modo ou de outro, os resultados após as emissões não seriam bons, trazendo retornos menores aos investidores. Os autores apontam para uma *pecking order* dinâmica, onde a emissão teria prioridade em momentos de alta do mercado de ações, ao contrário da maneira estática concebida por Myers (1984). Em ambos os trabalhos depreende-se que a assimetria de informações possibilita aos controladores a montagem de estratégias que possam levar a prejuízos aos investidores. Importante ressaltar que a emissão pública, conforme sugerido, é uma alternativa utilizada por empresas em dificuldades ou com más perspectivas em momentos de alta nas bolsas.

O trabalho de Loughran, Ritter e Rydqvist (1994) estudou as emissões de ações em amostra de vinte e cinco países, incluindo emergentes e desenvolvidos. Os autores concluíram que em todos eles as companhias emissoras foram subapreçadas no curto prazo. Os retornos para os investidores iniciais foram, desse modo, elevados. A intensidade desses retornos iniciais, os autores constataram, era influenciada por fatores como: o grau de interferência do governo, o tempo decorrido entre a fixação do preço da oferta no processo de emissão e o grau de

risco da empresa emissora. Na análise feita em 12 dos 25 países, encontrou-se uma correlação positiva entre o volume de emissões e o nível de preços do mercado de ações ajustado pela inflação. Isto vem fundamentar, de certa forma, a decisão oportunista pela emissão pública de ações. Desse modo, surge como potencial determinante da decisão de emissão pública de ações o nível de preços do mercado, por exemplo, representado pelo índice IBOVESPA ajustado pela inflação, no Brasil.

Outro trabalho que chegou a conclusões similares quanto ao oportunismo foi o de Lerner (1994). Uma amostra de 350 emissões de empresas americanas de capital fechado, do setor de biotecnologia, com capitalistas de risco no controle, entre janeiro de 1978 e setembro de 1992. O autor examinou o *timing* da abertura de capital e os investimentos privados. Encontrou que as empresas abrem o capital em momentos de pico de valorização dos mercados. Os capitalistas de risco que emitem periodicamente parecem ser eficientes na decisão de abrir o capital. A sincronização com momentos de alta proporcionaria ganhos excepcionais aos emissores.

Há outras explicações, porém, para os baixos resultados proporcionados pelas companhias emissoras. Brav e Gompers (1997), divergem de Ritter (1991) e Loughran e Ritter (1995) ao mostrar que os retornos aos investidores de aberturas de capital em empresas sem capital de risco (*venture capital*) são significativamente menores do que aqueles de empresas com capitalista de risco. Da mesma forma, se situam abaixo dos índices comparativos (*benchmarks*) quando adequadamente ponderados (os retornos têm pesos iguais). Além disso, segundo os autores, a má performance em empresas emissoras apontada por Loughran e Ritter (1995) também não é resultado apenas do fato de terem emitido ações. Ela depende do tipo da empresa e não do fato de ter emitido ações. O mau desempenho das empresas com baixo índice valor patrimonial/de mercado pode ter, segundo Brav e Gompers (1997), várias explicações. Em primeiro lugar, choques inesperados podem ter atingido as pequenas empresas nos Estados Unidos no início e meados dos anos 80. Dessa forma, seus resultados declinaram naquele período e não se recuperaram após a recessão, conforme apontaram Fama e French (1995).

De fato, na investigação sobre o mau desempenho das emissões públicas iniciais e as emissões sazoadas entre 1975 e 1992, Brav, Geczy e Gompers (1998) encontraram que os retornos das empresas que emitem são compatíveis com empresas similares (tamanho e relação patrimônio líquido/mercado) que não emitem. Este fato sugere que os parâmetros dos emissores não são únicos, podendo fazer parte de movimentos de preços mais sistemáticos. Concluem, ainda, que emissões primárias têm desempenho pior do que as ofertas secundárias subseqüentes. Uma explicação para esta diferença reside no fato de que as empresas que abrem capital são as menores, com menor relação valor contábil/mercado e que as veteranas se distribuem mais amplamente. Pequenas empresas veteranas, entretanto, também apresentam mau desempenho após as emissões.

Os autores concluem, da mesma forma que Fama (1998), que seus resultados podem indicar que não se tenha chegado ainda ao modelo correto de retornos dos investidores nas empresas. O comportamento do investidor poderia estar afetando várias empresas simultaneamente no mercado, indicando a necessidade de se formular uma teoria comportamental mais ampla.

Por outro lado, o modelo desenvolvido por Brav (2000) sugere que o aumento de liquidez e eficiência informacional dos mercados públicos de capitais os torna fontes de capital mais atraentes. Isso está coerente com o aumento do número de aberturas de capital através de emissões públicas iniciais (*IPO's*) em fases de maior liquidez do mercado. A evidência empírica no Brasil também corrobora este resultado (v. Leal, 1993, 2004). Aqui tem ocorrido um aumento de emissões públicas iniciais em fases de maior liquidez. Essa liquidez pode estar associada a um menor deságio que viabilize a emissão. A questão da assimetria de informação parece estar relacionada a este fenômeno. Os controladores, percebendo os preços inflados, se sentiriam mais encorajados à emissão.

Outro aspecto importante na assimetria de informações é a aparente renúncia dos controladores aos excepcionais ganhos proporcionados pelas diferenças entre os preços de oferta das emissões e as cotações dos primeiros negócios em Bolsa. Isso foi objeto de investigação por Loughran e Ritter (2000). Estudando 3025 empresas que abriram o capital nos Estados Unidos entre 1990 e 1998, os autores apuraram que os emissores deixaram “sobre a mesa” US\$ 27

bilhões¹⁷. Isto dá uma média de US\$9,1 milhões por abertura de capital. Esse valor representa mais do que o dobro das despesas com o lançamento, e cerca de três anos de lucros acumulados das empresas emissoras.

As explicações para o fenômeno, segundo os autores, são várias: os emissores, apesar de deixarem de realizar um lucro com a venda a preços menores do que o do primeiro dia de mercado, sentem-se “felizes” por ver valorizadas as suas ações remanescentes. Além disso, o desconto no preço seria uma forma de compensação aos *underwriters*, que poderiam ficar com ações das emissões e auferir lucros. Por outro lado, os emissores prefeririam deixar de ganhar a pagar taxas mais altas aos *underwriters*. A assimetria de informação também neste caso parece estar presente. Melhor do que o mercado, os controladores teriam, *a priori*, condições de avaliar o potencial de seus negócios. Olhando para casos extremos, uma empresa potencialmente muito boa e uma outra potencialmente muito ruim, em ambas os controladores/emissores se beneficiariam. Para realizar os projetos na empresa boa necessitariam do dinheiro dos novos acionistas, valorizando suas ações remanescentes. No caso da empresa ruim estariam vendendo algo a preço bem superior ao justo. Isso, de certa forma, explica a ocorrência de deságio em emissões públicas de ações. O público (através do *underwriter*) perceberia a montagem e exigiria um prêmio de retorno inicial.

O trabalho recente de Pastor-Llorca e Martín-Ugedo (2004) focou em 44 emissões públicas realizadas na Espanha entre 1989 e 1996. Os resultados apontaram, coerentemente com os trabalhos acima relacionados, para um mau desempenho dos papéis após a emissão, durante os três anos seguintes. Os autores encontraram melhorias no desempenho contábil antes das emissões e declínio após.

O mau desempenho de empresas emissoras públicas de ações está coerente com a evidência empírica no Brasil.

No Brasil, da Costa (1990), Amaral (1990), Leal (1993 e 2004) e Charchat (2000) estudaram as emissões primárias e a questão do deságio, constatando sua importância na década de 80. As empresas, concluíram, tenderiam a sincronizar suas emissões com fases de alta. Essas fases de alta, melhor percebidas pelos

¹⁷ Diferença entre o preço de emissão e o valor de fechamento no primeiro dia de negociação em Bolsa, vezes o número de ações emitido.

controladores, agravadas pela natureza estreita do mercado de capitais brasileiro, surgiam como oportunidades de ganhos excepcionais.

De fato, ao analisar uma amostra no período 1981-1985 das emissões sazoadas de ações no Brasil, Amaral (1990) concluiu que as empresas procuram inflar o preço das ações no mercado à vista de modo que possam dar o desconto (deságio) desejado pelo mercado para tornar a emissão atraente. Dessa forma, elas procuram efetuar emissões em fases de alta nas bolsas. Essa composição de planejamento com oportunismo está coerente com o aumento observado de emissões em épocas de maior liquidez no mercado.

O trabalho de Charchat (2000) focou nas aberturas de capital realizadas, no Brasil, após o Plano Cruzado, entre março e agosto de 1986. Foram encontradas evidências do aproveitamento, pelas empresas emissoras, do que chamou “janela de oportunidade” causada pelo aumento de emissões públicas naquele período. Os resultados, porém, obtidos com a aquisição daquelas ações, não foi bom para os investidores.

Charchat comparou os indicadores de desempenho das empresas emissoras com os das 500 maiores empresas do Brasil, no mesmo período e eles foram consistentemente inferiores, ano a ano entre 1986 e 1996. Além de evidenciar o oportunismo das emissões públicas em momentos de euforia no mercado, o trabalho mostra o seu péssimo desempenho: das 24 empresas que abriram o capital, 10 foram vendidas ou tiveram alteração no grupo controlador e 9 pediram concordata. Analisando as empresas sobreviventes, o autor observou que elas tiveram um procedimento conservador, evitando endividamento e procurando manter um elevado nível de liquidez. Em que pese o cenário desfavorável com o retorno da inflação em 1987 e outros choques na economia, os investidores podem ter ficado com a impressão de que emissões públicas, em especial, aberturas de capital, não são um bom negócio.

O trabalho de Leal (2004) também sugere o oportunismo. O autor, analisando as aberturas de capital no Brasil, entre 1979 e 1992, constatou que 57% delas ocorreram em 1986, ano marcado pelo aquecimento do mercado de capitais devido ao Plano Cruzado.

Estudando os lucros auferidos pelos controladores, Leal e Bocater (1992) apontaram o fato de que investidores institucionais com acesso privilegiado

podem auferir lucros monopolísticos, *economic rents* na forma de elevados retornos iniciais. Com efeito, observam, para o período de 1980-1990, os retornos nos primeiros dias de negócios chegam a 78,5 por cento em média no Brasil. Este aspecto da natureza estreita do mercado brasileiro pode ser, segundo os autores, extremamente prejudicial à equidade do processo de colocação dos papéis. Os autores afirmam que o mercado brasileiro não utiliza a garantia de acesso, valendo-se do chamado procedimento diferenciado que leva a uma redução do número de compradores no processo de colocação pública de ações e pode reforçar a natureza do mercado estreito. Em alguns casos, permite rentabilidade excessiva aos investidores em detrimento da empresa emissora.

Ness e Pereira (1980), por sua vez, para uma amostra de emissões realizadas entre 1971 e 1977, afirmaram que os emissores desejariam a pulverização maior possível dos papéis e um preço de emissão um pouco abaixo do preço de equilíbrio esperado no mercado secundário garantindo, dessa forma, liquidez e prêmio aos investidores.

Pode-se observar que o problema do deságio nas emissões públicas de ações tem sido apontado em importantes trabalhos no Brasil. Uma forma de evitar o deságio e a perda de valor para os atuais acionistas é a emissão particular de ações, que somente será útil para a empresa se a sua adesão for maciça. Uma elevada concentração de propriedade explicaria esta decisão, tornando irrelevante a participação de minoritários no processo.

Quanto às emissões públicas, torna-se importante explicar os mecanismos de colocação de ações no mercado. Nesse sentido, Leal (1993) resumiu que o mecanismo utilizado pelas empresas para captar recursos é a subscrição, que pode ser privada ou pública. Em qualquer dos casos, os acionistas atuais têm preferência para adquirir novas ações, direito assegurado por lei, desde que previsto no estatuto da empresa.

Sob o ponto de vista das regras de emissão, Ness e Pereira (1980) e Leal e Bocater (1992), ponderam que o leilão competitivo seria o meio mais adequado para o estabelecimento de um preço de emissão que refletisse o preço de equilíbrio esperado no mercado secundário através dos lances recebidos. Segundo Leal e Bocater, a obrigatoriedade da garantia de acesso e do leilão elevaria o número de investidores no mercado secundário dos títulos emitidos, o que

melhoraria a liquidez e reduziria o poder dos grandes compradores institucionais. O que se apreende desses trabalhos a possibilidade do público participar das emissões em condições menos desfavoráveis poderá melhorar o aspecto estreito do nosso mercado de capitais.

Os resultados acima sugerem a ocorrência de assimetria de informação, privilegiando os acionistas controladores e executivos das empresas, em detrimento do público investidor, em geral. Isso poderia ajudar a explicar o movimento nas emissões particulares de ações nos últimos anos. Na falta de altas expressivas no mercado, os executivos/controladores, conhecedores do seu negócio, do mercado e das oportunidades de novos investimentos, estariam em melhores condições para projetar resultados. Dessa forma, poderiam decidir emitir privadamente para auferir “sozinhos” os benefícios esperados.

O trabalho de Eid Jr. (1996) foi desenvolvido a partir de uma amostra de 161 empresas brasileiras que responderam a um questionário enviado a um total de 1.126. Foram questionadas sobre o tipo de decisão de estrutura de capital que realizavam: estrutura de capital alvo, *pecking order* ou oportunismo. Das empresas que responderam ao questionário, 59% eram sociedades anônimas¹⁸, 35% sociedades por cotas de responsabilidade limitada e 6% era composto por associações, fundações e outras. As empresas estatais representavam apenas 2,5% do total de respostas, e as micro e pequenas empresas estiveram praticamente ausentes nas respostas¹⁹.

Os resultados apontaram para a idéia de oportunismo na captação de recursos (47% das respostas): as empresas utilizam a fonte de financiamento economicamente mais proveitosa sem se preocupar com a estrutura de capital (não tomam como fixas as relações entre os componentes da estrutura de capital). É sugerido, também, que um grande número de empresas (40% das respostas) considera a existência de uma hierarquia de captação predeterminada da maneira prevista pela teoria de assimetria de informações²⁰, por motivos de sobrevivência, independência e flexibilidade financeira. Os resultados obtidos apontam, ainda, uma hierarquia diferente da prevista na *pecking order*. A pesquisa registrou a

¹⁸ Sendo 19 empresas de capital aberto e 76 de capital fechado.

¹⁹ 90% tenham faturamento anual entre R\$ 20 milhões e R\$ 500 milhões.

²⁰ Conforme Myers e Majluf (1984), as decisões de estrutura de capital são tomadas levando em conta o desequilíbrio de informações entre a empresa e os investidores.

seguinte ordem: primeiro o capital de terceiros, apesar das taxas elevadas de juros, seguido pela emissão de ações (capital próprio) e pelos lucros retidos. Essa ordem, pondera Eid Jr., seria explicada pelos juros subsidiados de linhas de fomento (FINAME, por exemplo), e pela baixa lucratividade das empresas no período estudado.

Importante mencionar que, das empresas respondentes, 72,7% tinham a direção nas mãos de executivos não ligados por laços de parentesco com as famílias controladoras. Além disso, 95,1% dos respondentes possuíam um nível de escolaridade de 3º grau completo ou pós graduação. Dessa forma, as respostas vieram dos profissionais/empresas mais preparados em termos de conhecimento da teoria e da utilização das técnicas financeiras ministradas nas escolas.

As características do mercado de capitais brasileiro, em particular, apresentadas no capítulo 2, suscitaram, ao longo dos anos diversos trabalhos. A rentabilidade das empresas é um importante aspecto na definição de sua estrutura de capital.

3.2.4

A Rentabilidade das Empresas no Brasil

No ambiente recessivo que o Brasil atravessou a partir de 1994 muitas empresas tiveram dificuldades para gerar caixa suficiente para manter suas operações. A Tabela 6 mostra a baixa rentabilidade média das companhias abertas brasileiras no período 1994-2002 e o grande número de empresas que arcaram com prejuízos. Este aspecto poderia incentivar os acionistas controladores a aportar capital via emissões particulares para evitar o colapso. O público investidor, por sua vez, teria pouco interesse em investir em ofertas públicas de empresas com resultados recentes e perspectivas aparentemente tão negativas.

Tabela 6 – Retorno sobre Patrimônio Líquido (RoE) de Empresas Brasileiras Listadas para Negociação em Bolsa de Valores, 1994-2002

	Não Financeiras	RoE	Instituições Financeiras	RoE	Total listado	RoE
Ano	Número	%	Número	%	Número	%
1994	439	4,35%	67	7,35%	506	4,65%
1995	446	1,54%	67	-51,63%	513	-1,92%
1996	443	3,46%	58	-11,36%	501	1,87%
1997	451	5,77%	52	9,21%	503	6,10%
1998	505	3,87%	51	-5,69%	556	2,89%
1999	465	2,11%	45	13,63%	510	3,20%
2000	430	9,14%	41	8,52%	471	9,07%
2001	410	7,72%	42	13,91%	452	8,53%
2002	384	-1,40%	40	18,55%	424	1,52%
	Média	4,06%	Média	0,28%	Média	3,99%

Fonte: Ness (2002)-Compilado a partir dos Demonstrativos Financeiros recebidos pela Bovespa e publicados na Gazeta Mercantil.

O período examinado também coincide com o esforço de privatizar empresas estatais no Brasil. Foi necessário um reforço de capital anterior à privatização para colocar uma empresa estatal saneada em situação financeira adequada para ser privatizada. Em outros casos, como os bancos federais e alguns estaduais, foi decidido manter o banco com controle governamental. Portanto, para satisfazer exigências de adequação de capital, pela regulamentação bancária brasileira e pelo Acordo de Basiléia, significativos aumentos de capital foram necessários para sanear a instituição financeira. Como o subscritor era um governo, não havia necessidade de registrar uma oferta pública, apesar de, em 1996, o gigantesco aumento de capital do Banco do Brasil ter sido registrado como oferta pública. Houve, de fato, uma tentativa de venda aos acionistas minoritários e ao público, que não absorveram a emissão.

No Brasil, o perfil contábil/financeiro das empresas emissoras de ações foi objeto de diversos estudos. Em primeiro lugar, o trabalho seminal de Ness e Pereira (1980), estudando ofertas públicas no Brasil entre 1971 e 1977., testou como variáveis explicativas para o uso do mercado primário o porte, a localização da sede, existência ou não de incentivos fiscais, endividamento medido pela

relação exigível total/passivo total, tipo de controle (estatal, estrangeiro), rentabilidade média do patrimônio líquido e seu desvio padrão. Também foram testados o crescimento do faturamento, o crescimento do ativo total e a média da liquidez corrente.

Com relação às ofertas públicas, os autores encontraram que as empresas com maior rentabilidade utilizaram menos o mercado primário de ações. Isso, segundo os autores, sugere que as empresas que geraram mais recursos internamente não necessitavam ou desejavam recorrer às emissões de ações para obter capital. As empresas que mais se utilizaram do mecanismo eram as de taxas de crescimento de faturamento inferiores. Um elevado desvio padrão na rentabilidade também estaria relacionado a um maior número de emissões públicas. Esses resultados contrariaram as expectativas iniciais dos autores.

Ness e Pereira concluíram que a ineficiência do mercado poderia explicar a alta percentagem das empresas que realizaram emissões públicas sem apresentar características econômico financeiras atraentes para o investidor. Os autores sugerem, em sua conclusão, que o porte, a imagem e o conceito das empresas na sociedade eram os fatores mais importantes para a obtenção de recursos no mercado primário, quer via ofertas públicas, quer via subscrições. Apreende-se desse trabalho que a imagem das empresas emissoras estaria mais associada ao seu tamanho e reputação pública do que aos indicadores financeiros e contábeis normalmente utilizados. Essa seria uma forte evidência da ineficiência de mercado existente àquele tempo no Brasil, e que talvez ainda exista.

O trabalho de Da Costa (1990), por sua vez, testou variáveis contábeis e financeiras em uma amostra de empresas que realizaram emissões públicas de ações no Brasil entre 1981 e 1985. As empresas mais lucrativas, com maiores despesas financeiras e aquelas com captação para financiamento de projetos, apresentavam menor deságio, constituindo uma aplicação pior para os primeiros investidores em Bolsa, se seu interesse fosse especular no curto prazo. No entanto, olhando-se para o longo prazo, poderia ser uma boa oportunidade investir em empresas com bons projetos. Dessa forma, realizar emissões públicas para esse tipo de empresa seria o mais adequado.

Leal (2004) afirma que empresas com melhor histórico de retornos sobre o patrimônio ou sobre o ativo total, tendem a representar um risco menor,

possibilitando menores retornos iniciais após a emissão, o que equivale dizer que há um menor deságio no valor da ação. Pode-se inferir do raciocínio proposto por Leal, que essas empresas teriam menor propensão à emissão particular, já que a emissão pública não acarretaria diluição a preços aviltantes da participação dos acionistas originais.

Na Europa, o padrão no geral, e italiano, no particular, segundo Pagano, Panetta e Zingales (1998) aponta para aberturas de capital ligadas à reorganização das contas das empresas (quitação ou reestruturação de dívidas, por exemplo) e não para financiar o crescimento.

Esse resultado está coerente com os de Rydqvist e Högholm (1995) para a Suécia em uma amostra de empresas que abriram o capital entre 1970 e 1991. Coerentemente, Subrahmanyam e Titman (1999), através de seu modelo teórico, concluíram que as empresas em expansão e a incerteza quanto à demanda futura podem tornar o financiamento público mais atraente. Empresas com elevada volatilidade nos resultados passados e uma expectativa de crescimento constituiriam atraente fonte de investimentos.

Para financiar seu crescimento as empresas necessitam de recursos que podem ser lucros reinvestidos, financiamento externo via emissão de ações ou de dívida. Dessa forma, a motivação dos emissores deve ter sofrido importante influência dos resultados obtidos pelas empresas nos períodos que antecederam as emissões.

A decisão entre financiamento público ou privado por ações e o desenvolvimento dos mercados de capitais nos países emergentes foram estudados por Subrahmanyam e Titman (1999). As fontes de informação foram classificadas pelos autores em casuais e custosas²¹. Quanto à decisão de financiamento, os autores concluíram que ele deve ser público quando a informação casual é mais importante ou freqüente, enquanto que deverá ser privado se a obtenção de informações for custosa. O benefício da abertura de capital depende e está diretamente relacionado com o tamanho do mercado de capitais. Quando as ações se tornam mais acessíveis ao público e ocorre o aumento do mercado, a base de investidores pode criar um ciclo virtuoso, estimulando mais empresas a abrir o

²¹Casuais não são resultado de pesquisa, surgindo por acaso. Custosas são obtidas através de analistas ou pesquisadores que demandam recursos para suas pesquisas.

capital, encorajando mais investidores em potencial a comprarem ações. A natureza estreita de um mercado, por outro lado, pode ser um desestímulo para a abertura de capital das empresas, provocando um ciclo vicioso oposto.

Além disso, as emissões particulares também podem ter sido motivadas pelo elevado endividamento das empresas. Baixos resultados, choques econômicos, volatilidade cambial podem ter tido seu impacto nas empresas, que, esgotada sua capacidade de endividamento, não tiveram outra alternativa a não ser a emissão de ações. Em que pese a situação de dificuldades financeiras, talvez a única forma de captação tenha sido a emissão particular de ações. Esta hipótese será formalmente apresentada no próximo capítulo e testada adiante.

O importante conceito de eficiência de mercado, apresentado a seguir, foi estudado direta ou indiretamente no mercado brasileiro, especialmente no que diz respeito à concentração de propriedade e às conseqüências da assimetria de informações.

3.3

Eficiência de Mercado

A Hipótese dos Mercados Eficientes foi desenvolvida por Eugene Fama (1970). Segundo ela, os preços dos ativos financeiros refletem todas as informações disponíveis relevantes. Isso compreenderia as informações passadas e as atuais, incorporando-as às expectativas de preços futuros. Resumidamente, haveria três formas de eficiência: fraca, semi-forte e forte.

Na forma fraca, os preços atuais dos ativos incorporariam todas as informações históricas. Não haveria correlação entre preços no passado e no presente, e esses se comportariam como se trilhando um caminho aleatório (*random walk*).

Na forma semi-forte, os preços refletiriam todas as informações públicas disponíveis. Desse modo, estariam incluídas todas as informações passadas, atuais e expectativas futuras. Os preços se alterariam instantaneamente a partir de qualquer mudança de expectativa.

Na forma forte, os preços refletiriam todas as informações públicas e privadas disponíveis.

A qualidade e a velocidade de circulação das informações e o acesso a essas constituem o cerne da eficiência de mercado. Mercados mais capitalizados, com mais investidores em busca de informações, tendem a ser mais eficientes.

Para se testar a eficiência de mercado, Fama (1991) estabeleceu quatro tipos de testes, a saber: testes de previsibilidade de retornos; testes de ajuste de preços; testes para informações privadas, e testes para avaliação fundamentalista.

Furtado (1997) estudou 76 emissões públicas sazoadas de ações realizadas por 41 empresas, no Brasil, entre 1988 e 1996. Constatou que houve queda de preços das ações após o anúncio da emissão. Entretanto, ao contrário dos mercados mais desenvolvidos, a queda não foi instantânea, ocorrendo, aqui, em média, ao longo de doze dias após o anúncio. Furtado afirma que isso demonstra a pouca eficiência de mercado, no Brasil, com relação à emissão pública de ações.

A eficiência de mercado assume relevância neste trabalho pela natureza assimétrica das informações no mercado de capitais brasileiro: os controladores das empresas têm informações que o mercado não possui e podem, a partir delas, desenvolver estratégias ligadas à emissão de ações de modo a maximizar sua própria riqueza. Esse procedimento poderia acarretar prejuízos aos minoritários, adquirentes de emissões públicas ou privadas, variando as consequências conforme o tipo de emissão.

Dessa forma, torna-se importante estudar a concentração de propriedade, as práticas de governança corporativa, e características relevantes do mercado de capitais brasileiro, tais como: liquidez, volume, número de empresas listadas, nível de atividade e concentração de negócios.

3.3.1

Concentração de Propriedade: Evidência Nacional e Internacional

Quando os interesses dos controladores são colocados acima dos da empresa e, conseqüentemente, dos acionistas minoritários, ocorre o chamado custo do agente²², que pode ser um importante fator na decisão de capitalização via

²² O custo do agente é aquele incorrido pelo desvio de conduta dos executivos ao maximizar valor para si ao invés de o fazer para os proprietários da empresa. Trata-se de um conflito de interesses entre agentes e os principais (controladores).

emissão de ações. De fato, a forma de emissão de ações pode estar a serviço de uma estratégia maximização de valor para os controladores e expropriação dos minoritários. A emissão pública a preços inflados em momentos de euforia é um exemplo disso: os adquirentes das novas ações estão pagando acima do justo, fato este de conhecimento dos controladores.

Lidar com essas dificuldades é um desafio para as autoridades reguladoras do mercado de capitais no Brasil. Conforme Valadares e Leal (2000), são necessários mecanismos que assegurem que os controladores ajam no interesse dos investidores na empresa. Estes mecanismos, no entanto, são diferentes para empresas de propriedade concentrada ou difusa. No primeiro caso, o tipo de conflito de interesses se dá pela tendência do controlador/proprietário majoritário reduzir os fluxos aos minoritários. Na segunda, o conflito se estabelece entre os proprietários (detentores do controle acionário) e os executivos (que podem até ser acionistas minoritários), mas que poderão agir no sentido dos próprios interesses.

No Brasil, a concentração de propriedade tende a inibir a capitalização via emissão pública de ações. Os elevados custos da emissão pública assim como o provável pouco interesse em diluir o capital explicariam este fato²³. Aspectos culturais envolvem a questão da diluição do capital. Além disso, os investidores podem não estar interessados em adquirir ações. Esses podem ser importantes fatores explicativos da ocorrência das emissões particulares, destinadas aos atuais acionistas e não ao público em geral.

As relações entre controladores e minoritários podem significar fator expressivo na capitalização das empresas via emissão de ações. Para melhor compreensão da redução do número de empresas abertas apresentado na Tabela 4, procura-se elucidar a questão do controle das empresas de capital aberto no país, cuja evidência foi apresentada por Valadares e Leal (2000), Leal, Da Silva e Valadares (2000) e Da Silva (2002).

O primeiro trabalho estuda a estrutura de propriedade de 325 empresas brasileiras listadas na Bovespa em 1996, e encontra um alto grau de concentração. O acionista majoritário concentra em média 41% do capital total, enquanto que os cinco maiores acionistas concentram 61%. No que diz respeito às ações com

²³ No decorrer da seção is so ficará claro.

direito a voto, 62,5% das empresas possuem um acionista com mais de 50% das ações ordinárias. Apenas 11% das empresas não possuem ações sem direito a voto e as empresas têm, em média, apenas 54% do capital total com direito a voto²⁴. Os autores constatam também que há uma maior participação, no controle, de companhias e investidores institucionais menores, o que coloca o Brasil em um perfil mais próximo ao de países como Alemanha, França e Itália, do que Estados Unidos e Inglaterra. O trabalho de Leal e Valadares (2002) encontrou o mesmo resultado para 1998.

No Brasil, ponderam, a mudança de controle ocorre por meio de disputas entre blocos. Grupos de investidores adquirem blocos de ações de outros grupos e, dessa forma, o controle da empresa. Por sua vez, a falta de proteção aos acionistas minoritários eleva o valor do controle com uma grande concentração de propriedade. Uma consequência possível, segundo Valadares e Leal (2000), seria um mercado de ações menos desenvolvido. Com efeito, conforme a Tabela 3, o valor de mercado das ações no Brasil em relação ao Produto Interno Bruto era, em 2002 de 28,3%. Enquanto isso, nos Estados Unidos era de 105,8% e no Reino Unido de 114,6%. Na Itália, onde a proteção aos minoritários é menor que nos dois últimos, a proporção no mesmo ano era de 40,2%.

Leal, da Silva e Valadares (2000) analisaram, uma amostra de 225 empresas não controladas pelo governo listadas na Bovespa entre 1996 e 1998, que representam cerca de 70% da sua capitalização total incluindo as controladas pelo governo e mais de 90% excluindo-as. Os resultados apontam para uma concentração de 73% das ações com direito a voto nas mãos dos cinco principais acionistas. Estes detêm 49% do capital total. O maior acionista controla 48%, em média, das ações com direito a voto e 33% do capital total.

Esses resultados estão coerentes com os encontrados por Valadares e Leal (2000), para o ano de 1996, em uma amostra com 325 empresas de capital aberto no Brasil. Com efeito, considerando as companhias com um investidor majoritário, este possui 74% das ações com direito a voto, 51% do capital total e

²⁴ Isso evidencia que os controladores no Brasil não se valeram do direito de controlar as empresas com cerca de 1/6 do capital total (metade mais uma ação de capital votante que podia ser 1/3 do capital total).

22% do capital não votante. Considerando a amostra inteira, os cinco maiores investidores possuem 82% do capital votante e 61% do capital total.

O trabalho de Da Silva (2002), deu continuidade aos acima citados, estudando uma amostra de 225 empresas de capital aberto no Brasil para o ano de 2000. Nas companhias com investidor majoritário, ele concentra em média 69% do capital votante e 40% do capital total. Considerando a amostra inteira, os três maiores acionistas possuem 81% do capital com direito a voto e 50% do capital total. A Tabela 7 resume os seus resultados:

Tabela 7 – Médias de Concentração de Propriedade no Brasil em 2000 – Amostra de 225 companhias listadas na Bovespa.

	Companhias com um acionista majoritário (203)		Companhias sem acionista majoritário (22)		Total da amostra (225)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Maior Acionista	69%	40%	40%	24%	66%	38%
3 maiores acionistas	83%	51%	61%	39%	81%	50%

Fonte: Da Silva (2002)

Com tanta concentração, isto já em si inibiria a ocorrência de ofertas públicas. De fato, Da Silva (2002) em suas conclusões aponta para a evidência estatística de que a alta concentração está associada a elevados níveis de alavancagem financeira. Ora, o elevado endividamento pode ser um fator inibidor de emissões públicas de ações, pelo risco das dificuldades financeiras, o que seria um fator de desestímulo aos investidores. Com as emissões particulares isso não ocorreria, pois os atuais acionistas teriam interesses na empresa e poderiam, portanto, aportar capital para reduzir o endividamento.

Com efeito, os controladores não incorreriam nos custos elevados de uma emissão pública apenas para colocar as sobras para o mercado. Estas poderiam ser adquiridas pelos próprios controladores. Há que se notar, ainda, que os minoritários quase não possuem direito a voto, concentrando-se nas ações

preferenciais. Dessa forma, não têm instrumento de pressão sobre os executivos de modo a evitar a expropriação.

O trabalho de Siffert (1998) apresenta um quadro com a concentração de propriedade na Alemanha, Japão e Estados Unidos. A Tabela 8 resume seus resultados.

Tabela 8 – Concentração de Propriedade na Alemanha, no Japão e Estados Unidos

Percentual do capital votante controlado pelo maior acionista	Alemanha – 550 maiores cias. abertas e fechadas (1994)	Japão- 1.321 cias. listadas nas Bolsas de Tóquio, Osaka e Nagoya (1995)	Estados Unidos –todas as cias. americanas listadas na S&P500, S&P MidCap400 e S&P SmallCap600 (1994)
0<x<10	3,2	61,1	66,0
10<x<25	6,9	21,3	17,4
25<x<50	16,7	12,9	13,0
50<x<75	31,9	4,7	2,1
75<x<100	41,3	-	1,5

Fonte: Siffert (1998) e Dietl (1998)

Pode-se observar que, enquanto na Alemanha, 73,2 por cento das 550 maiores empresas têm mais de 50 por cento do capital nas mãos do maior acionista, no Japão e nos Estados Unidos os números são, respectivamente, 4,7 e 3,6 por cento. Há que se notar que a capitalização de mercado, como percentual do PIB, no ano de 1995, para a Alemanha, Japão e Estados Unidos era, respectivamente, 23,5%, 67,0% e 93,5%, conforme apresentado na Tabela 3. Os números sugerem que a elevada concentração de propriedade não constitui um incentivo à capitalização de mercado.

A baixa capitalização de mercado pode ser um fator inibidor de emissões públicas de ações. De fato, a oferta pública de ações em um mercado pouco capitalizado pode ter maiores dificuldades de obter compradores, levando a procedimentos como o oferecimento de um maior deságio.

Na literatura internacional, Zingales (1995) estudou a propriedade e a decisão de abrir capital sob o ponto de vista de um proprietário que deseja maximizar o valor para si através da venda de sua empresa. Através da abertura de capital, o empreendedor poderia alterar a proporção entre direitos de controle e de fluxos de caixa, de modo a negociar o controle com um potencial comprador. O modelo desenvolvido prevê que vendas diretas em bloco são melhores quando o comprador potencial de uma empresa deve reduzir seus fluxos de caixa esperados. Dessa forma, manter parcela da empresa em suas mãos não maximizará o valor para o empreendedor.

Por outro lado, segundo o modelo de Zingales (1995), se há a expectativa do comprador potencial elevar os fluxos de caixa da empresa, o empreendedor poderá abrir o capital para extrair do mercado o ganho do aumento esperado, sem ter que barganhar com o comprador. O controle seria negociado com o comprador em uma segunda fase. Os aspectos de necessidade de capital para investimento e diversificação de risco são menos relevantes do que o de desinvestimento, foco do estudo. O ponto de vista do modelo é a maximização do valor para o empreendedor, o que nem sempre vem ao encontro aos interesses da sociedade. Este é um ponto de conflito potencial entre empreendedores, minoritários e a sociedade²⁵ em geral.

Os resultados acima são coerentes com os encontrados por Pagano, Panetta e Zingales (1998), para o mercado italiano. O estudo aponta para uma alta taxa de mudança de controle acionário após aberturas de capital, mesmo quando o grupo controlador retém elevadas parcelas do capital após a abertura. Isto sugere que a emissão teria como objetivo a valorização do controle face um potencial comprador.

Gomes (2000) propõe um modelo voltado para o comportamento dos controladores após a abertura de capital em mercados com pouca proteção aos minoritários (como o brasileiro, por exemplo). Gomes mostra que, mesmo sem a proteção de mecanismos legais aos pequenos investidores, os controladores podem desenvolver estratégias que não busquem valor através da expropriação dos demais acionistas. Essas estratégias, demonstra o trabalho, causam um “efeito

²⁵ O mercado, a economia, o público em geral.

reputação²⁶” que leva a uma substancial valorização das ações, reduz as ineficiências relativas aos conflitos de interesses entre controladores e minoritários e facilitam as emissões primárias e secundárias de ações. Dessa forma, o controlador agirá de forma estratégica, evitando apropriar-se de benefícios privados, de modo a poder vender ações a preços mais elevados. Sendo assim, a venda de sua participação na empresa ao longo do tempo lhe permitirá auferir lucros da valorização das ações que não existiriam se a expropriação fosse praticada (e imediatamente revelada) ao mercado.

No modelo proposto, Gomes (2000) aponta como razão para ida ao mercado a diversificação de riscos, ao contrário do apontado acima por Zingales (1995), que afirmou ser a motivação a extração de valor dos potenciais compradores. Para Gomes, a sinalização ao mercado seria multiperódica, através da construção de uma reputação a longo prazo. O trabalho de Rydqvist e Hogholm (1995), abordando uma amostra das empresas que emitiram ações na Suécia entre 1970 e 1991, encontrou evidências que são coerentes com o modelo proposto por Gomes. Dois anos antes de abrir o capital, a concentração média de propriedade de ações em mãos dos controladores era de 90 por cento. Logo após a abertura de capital inicial, esta concentração foi reduzida a 57 por cento e cinco anos após, para 36 por cento.

Segundo Bianchi e Casavolta (1995), citados por Valadares e Leal (2000) na Itália, dentre as 500 maiores empresas não financeiras, 95% têm um acionista individual detendo mais de 50% do capital total. Tal concentração de propriedade deve trazer algum benefício ao controlador, que pode estar associado à expropriação dos minoritários, pouco protegidos por uma legislação precária.

Com efeito, Leal, da Silva e Valadares (2000) encontram alguma evidência de relação entre as estruturas de propriedade e controle e avaliação da companhia. O valor é maior quanto menor for a concentração de propriedade e controle. Isto contraria o trabalho citado de Jensen e Meckling (1976), que considerou a concentração de controle vantajosa para a avaliação da empresa. Segundo Jensen e Meckling (1976), os grandes investidores seriam melhores no monitoramento

²⁶A boa reputação desenvolvida pelos controladores, ao não expropriar os minoritários e ao realizar esforços gerenciais maiores, provoca uma expectativa positiva no mercado, elevando os preços das ações das empresas a despeito da falta de proteção oficial.

dos gerentes. Naturalmente, ações dos controladores que firam os interesses da empresa acabam por penalizar a eles próprios, através dos fluxos auferidos por suas participações. Este seria um fator inibidor de procedimentos prejudiciais aos acionistas em geral.

Importante se faz ressaltar a questão da separação entre controle e propriedade. Onde os investidores são executivos, não há separação entre controle e propriedade.

Cabe aqui um comentário sobre o trabalho de Claessens et al (1999), que estudou a expropriação de minoritários no leste asiático. Utilizando um grande banco de dados de companhias de capital aberto em nove países daquela região, os autores encontraram uma relação positiva entre expropriação e separação dos direitos de fluxos de caixa (propriedade) e controle.

O trabalho aponta como possíveis conflitos de interesse entre controladores e minoritários: baixos dividendos (gerando altas taxas de reinvestimento e enriquecendo os controladores), transferência de lucros para empresas mantidas pelos controladores e expropriação explícita, através da busca de objetivos empresariais divorciados da maximização de valor para os acionistas. Os resultados mostram uma perda de valor associada à maior concentração de controle, consistentemente com os trabalhos de Shleifer e Vishny (1997) e Mork et al (1988). Entretanto, contraditoriamente, reconhecem, assim como Jensen e Meckling (1976), que a concentração da propriedade de direitos de fluxos de caixa afetam positivamente o valor de mercado da empresa. Segundo os autores, a separação entre propriedade e controle nas empresas financeiras no Japão também foi associada à sua má avaliação pelo mercado. Os resultados de expropriação foram mais expressivos nas amostras da Indonésia, Filipinas e Tailândia.

Esta seção abordou a concentração de propriedade e os conflitos de interesses entre controladores e minoritários. Diversos trabalhos foram revistos e apontaram, em sua maioria, para a má avaliação de empresas com controle concentrado. Surge, desse modo, como potencial determinante da decisão de emitir ações pública ou privadamente, a concentração de propriedade nas empresas emissoras. Este se constitui em um indício de que, no Brasil, tais empresas tenderiam a realizar emissões particulares de ações ao invés de emissões

públicas devido à alta concentração de propriedade existente. Esta hipótese será formalmente apresentada no próximo capítulo e testada adiante.

Um aspecto a ser estudado, que pode ser um fator complementar à concentração de propriedades, é o papel dos *underwriters*. Esses intermediários, dependendo de seu número e perfil, podem desempenhar um importante papel no acesso e na formação de preço das emissões públicas.

3.3.2

O Papel dos *underwriters* e o Custo das Emissões Públicas no Brasil

A análise do perfil das empresas emissoras é feita pelos grandes intermediários no lançamento das emissões ao mercado, os chamados *underwriters*. Ocorre que, no Brasil, há uma concentração de emissões em poucos intermediários financeiros.

Com efeito, conforme Ness (2000), em 1999, no Brasil, os oito maiores bancos intermediários concentraram oitenta por cento do valor total das emissões de ações, debêntures simples, debêntures conversíveis e *commercial papers*. Cinco desses bancos, incluindo os três primeiros, eram de capital nacional. A existência de tal concentração eleva muito o poder de negociação dos intermediários em detrimento das empresas emissoras, o que pode levar a descontos (deságios) elevados, mesmo em casos de empresas com bom perfil de risco.

Essa situação pode ficar particularmente mais acentuada no caso de empresas com pouco acesso ao crédito, em dificuldades financeiras, que teriam no mercado primário a última oportunidade de levantar capital. Há que se ressaltar que os grandes *underwriters* também são as grandes fontes de crédito, já que são bancos sólidos com grande patrimônio e carteira de clientes. Não há, na prática, no Brasil, separação entre os *underwriters* e os bancos comerciais. A emissão particular, nesses casos, poderia ser uma solução, já que evitaria o *underwriter*.

A questão do custo financeiro é abordada por Leal (2000) como um dos fatores que inibem a abertura de capital, junto com a falta de proteção ao minoritário e o processo de *underwriting*. Ele foca nos três fatores acima, mas

pondera que também contam os custos de *disclosure*, ou de dar informações ao mercado, e de manter a empresa aberta.

A crescente tendência para empresas utilizar a emissão particular via a oferta de direitos de subscrição aos seus acionistas pode estar ligada à relação entre os custos de ofertas públicas comparadas com subscrições particulares, e entre o custo de oportunidade do capital próprio dos acionistas, o custo dos financiamentos externos e a acessibilidade de financiamentos pelas empresas.

Três são os tipos de custos envolvidos numa oferta pública que não ocorrem para a emissão particular: custo de registro com a CVM, comissões de *underwriting*, e o deságio no preço de subscrição. O processo de registro envolve o pagamento de taxas à CVM conforme o Quadro 1, abaixo e as comissões de *underwriting* (coordenação, garantia e colocação) que somadas, normalmente variam entre 2% e 10% do valor da emissão²⁷. Em operações *stand-by* onde acionistas existentes tem o direito preferencial de subscrição, os custos em relação ao lote efetivamente vendido pelo *pool* às vezes são significativamente maiores do que as percentagens citadas acima em que as comissões de coordenação e garantia são montantes fixos ou relacionados a um valor maior do que as ações efetivamente colocadas. A oferta pública adicionalmente envolve custos de divulgação e marketing da operação.

Quadro 1 – Custos de registro de emissões junto à CVM

Tipo de Operação	Alíquota
Registro de emissão de ações para emissão pública	0,30%
Registro de emissão de bônus de subscrição para emissão pública	0,16%

Obs: Os valores estão limitados a 100.000 Ufir por registro (R\$ 82.870,00)²⁸

Fonte: CVM

Com relação à emissão pública de ações, Casagrande et ali.(2000) apresentam os custos, classificando-os em quatro grupos:

²⁷ Para emissões públicas menores há uma perda de escala, já que os *underwriters* têm um patamar mínimo de remuneração dos seus serviços. Emissões públicas menores teriam um custo relativo mais elevado, portanto.

²⁸ A **UFIR** ficou extinta a partir de 27/10/2000 (arts. 29, § 3º, e 37 da MP nº 2.095-70/2000). A UFIR utilizada pela CVM é a de janeiro de 1996

- a) Custos legais e institucionais, ligados ao cumprimento de exigências legais, tais como taxas, serviços e outros.
- b) Custos de publicação e marketing do prospecto de lançamento e divulgação da operação junto aos atuais acionistas.
- c) Custos de intermediação financeira, que remunerarão a coordenação da distribuição e as garantias de colocação.
- d) Custos internos, relativos à alocação de pessoal da empresa para acompanhar o processo de emissão.

Segundo Leal, (1993), a mediana do custo de *underwriting* era de 8,12% da emissão, para a amostra de todas as aberturas de capital por ofertas públicas no Brasil entre 1979 e 1992. Com efeito, um levantamento dos custos de intermediação financeira das emissões públicas de ações, no Brasil, para os anos de 2000 a 2002 é apresentado na Tabela 9, abaixo. Nota-se que subscrições públicas de empresas ligadas a grupos financeiros incorrem em custos bem mais baixos do que as demais. A oferta de garantias de colocação tende a onerar os custos de intermediação do *underwriter*, o que pode ser um desestímulo à emissão pública de ações.

Rocca (2001) aponta que, no Brasil, os custos de *underwriting* ficam entre 3% e 4% para emissões de maior porte e chegam a 10% para emissões menores. Isso sugere que emissões muito pequenas possam tender a ser do tipo privado. O que se nota, a partir da Tabela 9, é que essa comissão apresenta, nos últimos anos, patamares reduzidos, em relação aos da referida pesquisa. Entretanto, os custos apresentados ainda são elevados em relação aos capitais obtidos.

Tabela 9 – O custo das emissões públicas de ações no período 2000 a 2002

Empresa	data	emis. púb bruta	custos	%	valor líquido
2002					
NET	07/08/02	597.495.760	6.852.870	1,15%	590.642.890
Epilife	11/10/02	6.345.700	64.000	1,01%	6.281.700
Marcopolo	26/09/02	95.454.547	2.390.643	2,50%	93.063.904
CCR	15/01/02	656.491.400	24.784.200	3,78%	631.707.200
Total		1.355.787.407	34.091.713	2,51%	1.321.695.694
2.001					
Petrobahia	17/03/01	6.999.000	21.097	0,30%	6.977.903
Mehir Holdings	29/03/01	2.100.000	166.800	7,94%	1.933.200
Nova Marlim	14/11/01	128.700.000	386.100	0,30%	128.313.900
Bradesco	02/03/01	400.500.000	782.870	0,2%	399.717.130
Bradespar	15/02/01	414.997.507	1.182.870	0,29%	413.814.637
Faz R Boi Gordo	20/08/01	315.000.000	25.282.870	8,03%	289.717.130
Total		1.268.296.507	27.822.607	2,19%	1.240.473.900
2.000					
Bradesco	09/02/00	465.500.000	742.870	0,16%	464.757.130
Duratex	19/10/00	190.800.000	4.852.870	2,54%	185.947.130
Klabin	30/11/00	278.144.960	5.145.108	1,85%	272.999.852
Idéias Net	9/05/00	33.000.000	1.749.000	5,30%	31.251.000
DTC	13/04/00	2.900.000	30.450	1,05%	2.869550
Duratex	20/08/00	4.852.870	82.870	1,71%	4.800.000
Total		975.197.830	12.603.168	1,29%	962.594.662

Fonte: CVM – Levantado pelo autor- prospectos de distribuição públicas de ações.

O deságio, ou seja, a diferença entre o preço da oferta pública e o preço subsequente em bolsa de valores, representa um custo aos acionistas antigos no caso de novos investidores conseguirem investir a preços menores do que os de mercado. Esse deságio, entretanto, pode ser necessário para vender o grande lote de ações que constitui a oferta pública ou pode representar um benefício excessivo para o investidor na oferta pública.

Ness e Pereira (1980) mediram o retorno médio em excesso do investidor, em aberturas de capital na década 70, em mais de 100%, e Leal (1993), em mais que 50% na década 80. Isso está coerente com os resultados de Leal (2004), que apontam para um retorno médio de 74% (mediana de 31,6%) no primeiro dia de negócios, na sua amostra de aberturas de capital entre 1979 e 1992. Entende-se por retorno médio em excesso do investidor, o retorno dado pelo preço de subscrição e pelo preço médio do primeiro dia de negociação ou pregão de bolsa, ajustado pelo movimento do indicador entre estas datas.

Além disso, segundo Leal (2004), um investidor que houvesse adquirido ações de todas as aberturas de capital ao preço de fechamento do primeiro dia de negociação, teria, após exatos três anos, apenas 31% da rentabilidade auferida com o investimento no IBOVESPA. Realmente, os números sugerem que investir em aberturas de capital naquele período (1979-1992), no Brasil, e manter o investimento no longo prazo, não foi um bom negócio.

Todos os custos citados acima são evitados pela emissão particular. Não há *underwriter* nem registro de emissão na CVM. Além disso, como os próprios acionistas subscreveriam a emissão ao preço com deságio, apenas acionistas existentes que não exercessem seu direito de subscrição efetivamente teriam sua participação na empresa diluída pelo deságio no preço. Este pode ser um fator importante na tomada de decisão pelas emissões particulares de ações.

3.3.3

Porte das empresas emissoras

A questão da influência do porte na emissão de ações é controversa. No Brasil, Ness e Pereira (1980), estudando ofertas públicas entre 1971 e 1977, concluíram que as empresas de maior porte, medido pelo patrimônio líquido, utilizavam menos as subscrições como fonte de financiamento. Uma possível explicação seria o fato de que empresas maiores realizariam emissões mais vultosas, sendo forçadas a um deságio maior. Além disso, o mercado nacional pode ser insuficiente para atender à demanda por capital das maiores empresas. Essas, por sua vez, poderiam ter maior regularidade na geração interna de recursos, necessitando menos de recursos externos.

Por outro lado, Leal (1992) concluiu que as emissões primárias brasileiras com altos retornos iniciais tendem a estar associadas àquelas de pequeno porte, de empresas com alta alavancagem e performance passada fraca. Neste caso, porém, mais do que o porte, o que parece influenciar é o elevado endividamento e a baixa rentabilidade, levando o investidor a exigir deságio maior.

Furtado (1997), no entanto, afirma que o volume da emissão é apresenta relação negativa com a variação de valor da empresa na data do anúncio, resultado, segundo ele, “conhecido na comunidade de investimentos”²⁹. Dessa forma, maiores emissões provocariam, quando anunciadas ao público, maiores perdas de valor de mercado da empresa. No que diz respeito ao porte da empresa emissora, medido pelo seu valor de mercado, entretanto, Furtado constatou que as empresas de maior porte perdiam menos valor do que as menores. Uma possível explicação, concluiu, seria a redução da assimetria de informações nas empresas maiores. Por despertar maior atenção do mercado, suas informações seriam melhor disseminadas no mercado e mais instituições participando da emissão. Dessa forma, o impacto da emissão seria menos negativo do que o de uma empresa de menor porte. Esse resultado era o esperado por Ness e Pereira (1980) que, entretanto, não se confirmou.

Brav e Gompers (1997), por sua vez, relacionam a assimetria de informações e o volume das emissões. Para emissões menores, mais direcionadas a investidores individuais, a busca por informações é menos expressiva do que aquela patrocinada por investidores institucionais, mais interessados nas emissões mais volumosas. Nesse sentido, a assimetria estaria mais presente nas empresas menores, já que para um investidor institucional não seria viável investir muito em obtenção de informação sobre elas. Neste universo de pequenos investidores, a possibilidade de um comportamento não racional torna-se maior, o que é explicado por Black (1986), em seu estudo sobre anomalias financeiras. O pequeno investidor compraria ações de empresas com baixa relação valor patrimonial/de mercado como se fossem bilhetes de loteria, um comportamento pouco racional.

²⁹ Furtado (1997) p. 33.

Nesse sentido, os resultados de Cronqvist e Nilsson (2001) apontam que empresas menores, com algum projeto especulativo, em dificuldades financeiras, preferem realizar emissões públicas com garantia através de um *underwriter* independente. O desinteresse dos controladores em participar da garantia através da aquisição de sobras seria explicado pelo fato do *underwriter* não representar um perigo ao seu controle, já que estes intermediários não costumam ficar por muito tempo com as eventuais sobras que lhe couberem. Sendo assim, os controladores não veriam nos intermediários uma ameaça à sua posição dominante. O perigo existiria apenas se houvesse um grande comprador disposto a permanecer com o bloco adquirido.

Quanto à idade das empresas, o que pode estar relacionado ao porte, Pagano, Panetta e Zingales (1998), estudando as aberturas de capital na Itália encontram padrões de similaridade entre mercados de capitais dos países da Europa Continental, ao contrário dos países anglo-saxões. As empresas que abrem capital na Itália são mais antigas do que as norte-americanas. Com efeito, nos Estados Unidos, muitas empresas recém abertas se tornam públicas abrindo o capital e crescem aceleradamente, conforme apontam Mikkelson et al. (1997). O tamanho menor, neste caso estaria mais relacionado à abertura de capital via emissão pública, como forma de alavancar os investimentos.

Depreende-se da leitura que o porte e o volume das emissões, *per se*, não são capazes de explicar a decisão de emissão de ações. Nota-se que os trabalhos revistos não conseguem estabelecer um padrão único de comportamento dos emissores face ao volume da emissão *versus* porte da empresas. No entanto, pode ser que se encontre um padrão de comportamento no estudo das emissões privadas e públicas no Brasil.

Espera-se que emissões mais volumosas sejam realizadas por empresas de maior porte e tendam a ser feitas de forma pública. Desse modo, o deságio prejudicial aos controladores seria evitado pelo efeito reputação. Portanto, empresas maiores devem realizar emissões públicas. De fato, não seria o volume emitido uma *proxy* para o porte da empresa?

Além disso, emissões menores têm um custo relativo maior, já que há custo mínimos ou fixos de emissão. Na construção das hipóteses, no próximo capítulo, isso será definido à luz da literatura como um todo.

O interesse dos investidores nas emissões de ações pode estar ligado a questões tributárias. Algum tipo de benefício fiscal do investimento em ações pode servir como fator de incentivo ao investimento.

3.3.4

Assimetria tributária

No Brasil, é menos oneroso para o investidor em ações receber sua remuneração na forma de dividendos que não são tributados (e em juros sobre capital próprio) do que em ganhos de capital que foram tributados à alíquota de 10% e, iniciando em 2002, a 20%. Procianoy e Poli (1994) mostraram que, nesse caso, seria interessante para a empresa aumentar suas distribuições aos acionistas e, se precisar recursos para investir, chamar recursos de volta à empresa via subscrição de ações. Como os recursos viriam dos dividendos distribuídos, não haveria a necessidade de oferta pública mas simplesmente uma emissão particular.

Não há, ainda, estudos que mostrem que empresas estão seguindo essa estratégia de aumentar o percentual de distribuição de lucros e usando subscrições para retorno de recursos financeiros à empresa. No entanto, este poderia ser um fator a mais na tomada de decisão de emissão particular de ações.

Ness e Zani (2001), porém, também não encontraram evidência de que tenha havido aumento da emissão de ações e redução do grau de endividamento por causa da introdução dos juros sobre o capital próprio. Desse modo, essa variável, a assimetria tributária, não será objeto de teste neste trabalho, ficando como sugestão para futuras pesquisas.

3.3.5

Diversificação

O princípio da diversificação, na teoria de finanças, prevê que o risco de uma carteira com diversos ativos seja menor que o de um único ativo que ofereça o mesmo retorno da carteira. A razão está na compensação dos riscos individuais, através da correlação baixa positiva ou negativa entre os retornos de alguns ativos da carteira, provocando a redução do seu risco total. Dentro desse raciocínio,

pode-se imaginar que investidores em carteiras diversificadas exijam um prêmio menor do que se fossem segmentados, concentrados em um país, setor ou empresa.

De fato, Chemmanur e Fulghieri (1999) e Pagano et. al. (1998) apresentam modelos que apontam como maior vantagem da abertura de capital via emissão de ações o fato do capital público ser mais barato que o financiamento privado pela possibilidade de diversificação de portfólio. Essa diversificação reduziria a taxa requerida pelo público, tornando-a mais vantajosa do que o custo de capital próprio dos atuais acionistas ou de algum investidor de risco. Segundo os autores, o risco de investir em apenas uma empresa seria maior do que o experimentado pelo investidor externo, com acesso a um portfólio diversificado. Essa vantagem, entretanto, estaria sujeita ao balanço entre o custo da avaliação da empresa pelo público e o prêmio de risco exigido pelos capitalistas de risco.

No Brasil, o investimento estrangeiro em alguns casos corrobora este raciocínio. Na aquisição do controle de empresas nacionais (Banco Real, Banespa, por exemplo) houve expressivo pagamento de ágio em relação às expectativas do mercado. Naturalmente, fatores como penetração no mercado e aproveitamento da base instalada contribuíram para a construção do valor percebido pelos estrangeiros, mas o seu capital globalizado e diversificado pode ter tido importante papel na sua disposição de pagar mais caro.

Para o mercado italiano, Pagano et. al. (1998) encontram significativa redução de taxas de juros cobradas às empresas que abrem o capital. Embora seja discutível a generalização deste resultado, a estrutura de capital de uma empresa que obtenha recursos de acionistas e não de dívida para financiar seus projetos apresentaria menor alavancagem, o que deveria melhorar seu perfil de risco para os provedores de capital via débito.

Ao emitir ações para os atuais acionistas através de subscrições particulares, o impacto na estrutura de capital é similar ao de uma emissão pública. A emissão particular, da mesma forma que a pública, reduz a relação dívida/capital próprio, o que torna mais confortável a situação da empresa face aos credores. Isso pode tornar possível a obtenção de empréstimos a juros mais baixos, devido à melhor avaliação de risco que a empresa terá a partir do endividamento mais baixo.

No Brasil, o mercado das ações tem apresentado ciclos de atividade em que surge como uma importante origem de recursos para as empresas. As empresas para se capitalizarem podem emitir ações e buscar, junto ao público, sócios minoritários que, dessa forma, participarão dos seus resultados. Naturalmente, este não é um processo simples. Como visto no capítulo 2, para estar em condições de emitir ações uma empresa tem que atender a um conjunto amplo de exigências feitas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Além disso, a colocação de ações e sua absorção pelo mercado estão sujeitas ao custo de capital próprio no país. Esse representa uma taxa de desconto que os investidores utilizam para estimar o valor de mercado de uma empresa. Dessa forma, quanto maior essa taxa, menor será o valor atribuído à companhia. Leal (2000) demonstra que este custo é elevado, levando os emissores à tentativa de sincronizar suas emissões com momentos de alta ou mesmo de euforia de mercado. As despesas com a colocação dos papéis (*underwriting*) e o desconto dado o preço das ações para aumentar a liquidez também são fatores importantes.

Premidos pelas taxas de juros historicamente elevadas, que tendem a deprimir os preços das ações, e pelas restrições de atratividade do mercado primário, os empresários parecem estar com poucas alternativas para o financiamento de suas necessidades de expansão, ou mesmo manutenção dos negócios. Se os recursos gerados internamente não forem suficientes, a emissão de ações pode surgir como a derradeira alternativa viável de capitalização.

O tipo de investidor pode determinar sua percepção do risco de um negócio ou emissão de ações. De fato, segundo Leal (2000), o cálculo do custo do capital próprio varia de acordo com o perfil do investidor. Nesse sentido, seria interessante pesquisar a influência do tipo de investidor na forma de emissão das ações. A investigação desse aspecto não será realizada neste trabalho, ficando como sugestão para futuras pesquisas.

3.3.6

Liquidez em Bolsa

A evidência apresentada por Ness (2000) e Carvalho (2000), e citada na seção 2.1.5, evidenciou a elevada concentração de negócios, no Brasil, em poucas

ações. De fato, cerca de 76 por cento dos negócios com ações, entre 1996 e 1998 estavam concentrados em apenas 5 por cento das ações negociadas em Bolsa. Essa elevada concentração sugere que as emissões públicas de empresas com menor liquidez teriam menos possibilidades de sucesso: seria difícil encontrar compradores para emissões públicas se as ações das empresas fossem pouco negociadas em Bolsa.

Butler et. ali (2002) estudaram uma amostra de 2387 emissões sazoadas, entre 1993 e 2000. A amostra incluiu 1456 empresas listadas no *Nasdaq*, 104 empresas listadas na *Amex* e 827 da *NYSE*. Os autores constataram que a liquidez afeta o valor das empresas, através da sua capacidade de obtenção de capital através de endividamento ou emissão de ações. Os resultados mostram que as empresas com maior liquidez em Bolsa têm acesso mais rápido ao mercado e conseguem emitir com menores custos de intermediação financeira. Entre as vinte por cento menos líquidas e as vinte por cento mais líquidas, a diferença de custos de intermediação chega a 107%, e o tempo de acesso ao mercado é 120% maior. Esse resultado foi ainda expressivo em emissões maiores. Segundo os autores, esses resultados sugerem que o custo marginal da falta de liquidez seria maior nas emissões mais volumosas. Isso sugere que emissões volumosas realizadas por empresas de pouca liquidez teriam maior dificuldade de absorção pelo mercado. Dessa forma, segundo o quadro conceitual proposto por Ferreira e Brooks (2000), empresas com menor liquidez estariam mais propensas a realizar emissões privadas, evitando os maiores custos da emissão pública. Essa hipótese será formalmente proposta no próximo capítulo.

Os resultados acima estão coerentes com os de Charchat (2000) e Leal (1993), que verificaram o aumento de emissões públicas em momentos de maior liquidez no mercado (euforia). Um aumento geral de liquidez incentivaria o aumento de emissões públicas de ações, o que poderia acarretar uma redução nos custos de emissão. Isso se deveria ao ganho de escala com a maior quantidade de emissões e à maior possibilidade de sucesso da colocação.

3.4

Resumo da Discussão da Literatura

O capítulo 2 delineou algumas características macroeconômicas do Brasil, do mercado de capitais brasileiro e da legislação reguladora. Ficou evidente o esforço realizado pelo Governo, entidades e Congresso Nacional (através da discussão e aprovação da nova Lei das Sociedades Anônimas) para promover o mercado de capitais. O resultado foi uma reforma na legislação trazendo alguns avanços no sentido da fiscalização do mercado e da proteção aos direitos dos minoritários.

A evidência empírica apresentada, entretanto, ainda não trouxe resultados desses esforços. De fato, apresentou-se um panorama do mercado de capitais brasileiro com redução do número de empresas listadas, baixa capitalização em relação ao PIB e grande concentração de negócios em poucas empresas. Esse pode ser um reflexo do maior nível de exigência, pelos investidores, de informações e procedimentos em atenção aos minoritários. Isso poderia inibir, por exemplo, a permanência de empresas de controle muito concentrado no mercado de capitais, incentivando o seu fechamento de capital: os elevados custos de manutenção da empresa aberta não seriam compensados pelo acesso ao mercado de capitais via bolsa de valores.

Além disso, a concentração do controle poderia incentivar a redução das emissões públicas. Estas, incorrendo em custos mais elevados, e sem conseguir atrair os investidores, em geral, têm, de fato, tido reduzidos seu volume e número. Como alternativa para capitalização teria ocorrido o crescimento expressivo das emissões privadas. Isso está coerente com o processo decisório proposto por Ferreira e Brooks (2000): o controlador procuraria maximizar o valor de suas ações escolhendo emitir ações pública ou privadamente, ou não emitir.

A revisão de literatura de Estrutura de Capital apontou um conjunto de ilações, listadas a seguir.

A hierarquia na captação de recursos, *pecking order*, parece de alguma forma presente, conforme sugerido por Ferreira e Brasil (1997), e Furtado (1997): as empresas teriam menos interesse em emitir ações do que títulos de dívida para financiar seu crescimento. O reinvestimento de lucros retidos seria um caminho

mais natural e interessante aos empresários brasileiros e aos controladores estrangeiros. Entretanto, confrontados com a necessidade de recursos, poderiam preferencialmente aportar capital através da emissão de ações de forma privada. Isso seria mais acentuado nos casos de elevada concentração de propriedade, já que não valeria a pena incorrer nos custos de emissões públicas.

O oportunismo nas emissões públicas de ações esteve aparentemente presente, até o início de 1999, a partir dos gráficos apresentados nas Figuras 5 e 6. Embora o teste da sua efetiva ocorrência seja um aspecto importante, optou-se por deixar essa pesquisa para futuros trabalhos. Reconhece-se, entretanto, que a influência do nível de atividade do mercado possa ter importância na determinação da forma de emissão de ações.

O oportunismo na captação de recursos foi a resposta mais freqüente na pesquisa de Eid Jr (1996), com 47 por cento dos casos, seguido, com 40 por cento, da *pecking order* modificada, com os lucros vindo em último lugar na hierarquia. De sua pesquisa surge a lucratividade ruim das empresas como explicação para o seu comportamento face à decisão de captação.

Além disso, empresas com quadros crônicos de prejuízos não teriam como seduzir investidores a adquirir suas emissões de ações, não lhes restando senão as emissões aos atuais acionistas como fonte de recursos para quitação de dívidas e financiamento do crescimento. Isso sugere uma tendência à emissão particular de ações em empresas com dificuldades financeiras. Coerentemente, Da Costa (1990) e Leal (2004) sugerem que a emissão pública de ações seria mais vantajosa, pelo menor deságio, para as empresas mais lucrativas.

Dessa forma, as seguintes variáveis, relacionadas com a situação contábil/financeira das empresas, apresentam relevância como determinantes da decisão de emitir ações pública ou privadamente: a lucratividade, o lucro em dinheiro, a dívida de longo prazo e o grau de endividamento.

A outra vertente de pesquisa neste trabalho tratou da eficiência de mercado. Existem características do mercado de capitais brasileiro que teriam influência relevante na decisão de emitir ações pública ou privadamente.

As questões da concentração de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil, bem como a liquidez dos papéis em bolsa, foram apresentadas à luz da literatura revista. Os trabalhos que focaram no Brasil

apontaram que empresário nacional, ao que parece, não estaria muito interessado em pulverizar o capital das empresas através da emissão de ações. Isso torna importante a investigação com mais profundidade da influência das características de controle (concentrado ou não) das empresas, na tomada de decisão de emissão de ações. A intuição, a partir da revisão bibliográfica é de que empresas com maior concentração de controle tenderiam a emitir privadamente.

Um aspecto complementar a esse raciocínio é o da liquidez em Bolsa. No capítulo 2 viu-se que liquidez é muito concentrada em poucos papéis. Dessa forma, existem poucas empresas com muita liquidez e muitas empresas com baixa ou nenhuma liquidez.

Sob o ponto de vista de uma empresa que vá emitir ações, se seus papéis tiverem muita liquidez, pode ser que a emissão pública se torne interessante: a busca por informações será mais intensa, reduzindo a assimetria e o deságio. Por outro lado, as empresas com menor liquidez em bolsa tenderiam a emitir de forma privada, especialmente, se o controle fosse mais concentrado. Essas hipóteses estarão formalmente apresentadas no próximo capítulo.

O custo das emissões públicas e particulares foi apresentado de modo a dar subsídios para a se inferir a tomada de decisão de controladores na captação de recursos. Altos custos de colocação de ações no mercado primário se contrapõem a custos bem mais reduzidos incorridos nas emissões particulares. Essa assimetria parece ser um fator de incentivo à chamada de capital aos atuais acionistas. Dessa forma, as emissões muito pequenas tenderiam a ser realizadas de forma particular, para não incorrer em custos fixos elevados em relação ao capital obtido. Os *underwriters* não teriam interesse em pequenas emissões, tornando seu custo inviável. Desse modo as regras de custos de emissões de ações não afetariam todas as empresas da mesma forma, onerando mais as emissões menores.

Optou-se por não testar como variável o custo de emissão, pois o levantamento, caso a caso, mostrou-se extremamente difícil. O acesso aos prospectos de lançamento de mais de uma centena de emissões públicas provou-se inviável. No entanto, a inclusão do porte das empresas como variável atende a esse aspecto: as emissões de empresas maiores, com maior prestígio junto aos *underwriters*, tendem a custar proporcionalmente menos.

Estudou-se, pesquisando a literatura, a questão do porte das empresas emissoras. De fato, pode-se, por um lado, esperar encontrar que emissões maiores, tendam a ser feitas na forma privada, evitando o deságio, em especial, nas empresas com elevada concentração de propriedade. Entretanto, a literatura revelou que empresas de maior porte tendem a oferecer menor deságio, devido, entre outros, ao efeito de sua reputação. Há que se tomar uma decisão: tamanho da emissão é uma *proxy* para porte da empresa? Entende-se que sim: empresas maiores realizam emissões maiores ou não realizam emissão nenhuma, se puderem gerar recursos internamente. Dessa forma, pode ser que elas emitam menos freqüentemente, embora com volumes maiores. Essa hipótese será apresentada no próximo capítulo.

A assimetria tributária não será testada: as regras tributárias são as mesmas para todas as empresas, impossibilitando a obtenção de grupos distintos de empresas emissoras segundo este critério.

A literatura internacional consultada corroborou a intuição de que altas concentrações de propriedade estariam associadas à expropriação de minoritários. Há, aqui, algo circular: muita concentração leva à expropriação de minoritários, o que leva o mercado a tratar com desinteresse as emissões públicas e o empresário a captar recursos dentro do universo de acionistas da empresa.

Além disso, o tipo de empresa pode estar relacionado à forma de emissão. De fato houve, no período estudado, um processo de privatização de empresas estatais. Segundo Siffert(1998), no período 1990 a 1997, entre as cem maiores empresas não financeiras, houve a redução de 45 por cento do número de empresas de controle estatal no Brasil (de 38 a 21 empresas). Antes, de serem vendidas pelo Governo, essas empresas passaram por reestruturações, que demandaram aportes de capital via emissões públicas ou privadas de ações. Sendo o Governo o maior acionista, isso pode ter enviesado a decisão para emissões privadas.

Siffert (1998) apontou, também entre 1990 e 1997, para o aumento de cinco para dezenove do número de empresas que denominou de propriedade minoritária dominante. Trata-se de empresas com controle compartilhado entre fundos de pensão, investidores estrangeiros e empresas nacionais. No que diz respeito às empresas estrangeiras, seu número, em 1997, entre as cem maiores do Brasil ficou

em 33, contra 27 em 1990. Já em relação a empresas de controle familiar, os números foram, respectivamente, 27 e 26. Nota-se o aumento do número de empresas com controle estrangeiro e ligeira redução das de controle familiar. Além disso, a participação percentual das empresas familiares na receita das cem maiores empresas brasileiras caiu de 23 para 16 por cento no período 1990-1997. Isto sugere que as empresas familiares possam ter tido maiores dificuldades de geração de resultados.

Para que se possa ter um panorama mais completo, optou-se por classificar as empresas entre estatais, privadas ou *holdings*. As de controle estrangeiro ficaram incluídas nas duas últimas categorias, embora se reconheça, a partir do trabalho de Ness e Pereira(1980) e de Siffert (1998), que poderia ter relevância separá-las. As *holdings* foram incluídas por participarem do capital de várias empresas e terem a tendência de maior concentração de propriedade: grupos pequenos de capitalistas utilizariam esse expediente para terem participação e/ou controlar o capital de várias empresas.

No Quadro 2, abaixo, são relacionados os motivos para diferenciar as empresas quanto à decisão de emissão pública ou privada de ações, e o conjunto de variáveis que surgem a partir da revisão de literatura. Nem todas serão investigadas, conforme justificado acima.

Quadro 2 – Resumo dos motivos para a decisão por emissão particular de ações e variáveis a serem utilizadas na investigação

Motivo	Variáveis
1- Estrutura de Capital	
Baixa atratividade da empresa para emissão pública. Necessidade de capital para realizar projetos ou redução de dívidas.	Endividamento (elevado) e (baixa) Lucratividade; Lucro líquido, Exigível de Longo prazo e Exig. de L. Prazo/Patr. Líquido
Mercados em alta favorecem a emissão pública de ações - Oportunismo	Nível do IBOVESPA no tempo.
2- Eficiência de Mercado	
Concentração de propriedade (gerando assimetria de informações) inibindo a emissão pública.	Percentual de propriedade das ações com direito a voto em mãos dos três principais acionistas.
Elevado custo da emissão pública.	Custo percentual da emissão pública em relação ao total emitido.
Emissões mais volumosas tenderiam a ser públicas, por serem realizadas por empresas de maior porte: efeito da melhor imagem associada ao maior porte.	Volume emitido em Reais.
Empresas de maior porte e prestígio emitiriam publicamente.	Porte medido pelo patrimônio líquido ou pelo ativo total.
Falta de liquidez em bolsa, inibindo as emissões públicas –elevada concentração de negócios em poucos papéis no Brasil	Liquidez em Bolsa – Volume negociado e/ou número de negócios
Empresas estatais em reestruturação podem ter realizado emissões particulares. <i>Holdings</i> de controle concentrado, também.	Tipo de Empresa: Estatal, Privada ou Holding.
Assimetria Tributária ³⁰	Não há: as regras tributárias são as mesmas, impossibilitando a obtenção de grupos distintos de empresas emissoras por este critério
Diversificação – risco percebido pelo investidor (acionista)	Tipo de investidor predominante: globalizado, doméstico, institucional, ou Governo.

No próximo capítulo serão apresentadas as questões de pesquisa e as hipóteses explicativas derivadas da revisão de literatura e da intuição por ela estimulada.

³⁰ Quando o lucro líquido e o lucro acumulado forem menores do que zero a empresa não poderá fazer o pagamento de dividendos e captar de volta esses recursos através de subscrições particulares.