

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Stella Washington Sbragia

**O PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS: DESAFIOS E INCENTIVOS.**

Campinas

2011

Stella Washington Sbragia

O Processo de Abertura de Capital das Empresas Brasileiras: Desafios e Incentivos.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira.

Campinas

2011

Ao meu pai.
Que sempre me guiará.

Sbragia, Stella. **O Processo de Abertura de Capital das Empresas Brasileiras: Desafios e Incentivos**. 2011. 105. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

Resumo

A tradicional dicotomia entre capital de terceiros x capital próprio é uma condição necessária, mas não suficiente, para explicar a realização da primeira oferta pública de ações pelas empresas. Existem outros fatores, internos e externos à empresa, que influenciam diretamente na tomada de decisão pela realização da IPO. No caso específico das empresas brasileiras, duas variáveis importantes estão envolvidas nessa decisão: a estrutura de controle pós-IPO e os altos custos associados à abertura e manutenção da condição de companhia aberta. A principal contribuição desse trabalho será a de reunir, em um único estudo, as variáveis mais importantes que influenciam na tomada de decisão da primeira oferta pública de ações, dedicando-se ao estudo mais aprofundado daquelas que são mais relevantes para a realidade das empresas brasileiras. Conhecidas essas variáveis e o histórico de evolução do mercado de ações nacional, será possível apontar algumas perspectivas para o mercado de ações brasileiro no futuro próximo.

Palavras-chave: IPOs, Mercado de Ações, Estrutura de Capital, Estrutura de Controle e Propriedade, Segmentos de Listagem, Pulverização de Capital, Empresas recém-listadas.

Abstract

The dichotomy between third party capital x equity capital is a necessary condition, but not sufficient, to explain the decision of making public the offer of shares by the companies. There are a various amount of factors, internal and external to the company, that are directly related to the decision making process' of making IPO's. In the case of Brazilian companies, two important variables are involved on this decision: the post-IPO control structure and the elevated costs associated with the starting process of IPO and it's maintenance. The main contribution

this study seeks to bring is to combine in only one piece the most important variables that can affect the decision making process of making a company's shares open to the public, especially on the Brazilian scenario. Taking into consideration these variables and the stock market's historical process, it will be able to point out some perspectives to the Brazilian stock market in the near future.

Key words: IPOs, Stock Market, Capital Structure, Control and Property Structure, Listing Segments, Dispersion of Capital, Recent Public Companies.

LISTA DE TABELAS

CAP. I

Tabela 1 – Investimento de Portfólio em Ações Brasileiras entre 1994 e 2000.....	16
Tabela 2 – Indicadores da Bovespa em Milhões de R\$ entre 1995 e 1999	17
Tabela 3 – Empresas Listadas na Bovespa entre 1970 e 1999	18
Tabela 4 – Indicadores do Mercado Primário entre 1994 e 1999.....	18
Tabela 5 – Exigências por Nível de Governança Corporativa BM&FBovespa	29
Tabela 6 – IPOs na BM&FBovespa no Ciclo de Crescimento 2004/2008	32
Tabela 7 – Ofertas Públicas em Volume Negociado	34
Tabela 8 – Distribuição do Número de Empresas com IPOs segundo Intervalos de Free-Float do Capital Social e Segundo Segmento de Listagem: 2004-2008	36
Tabela 9 – Distribuição do Número de Empresas com IPOs segundo Segmento de Listagem: 2004-2008	37
Tabela 10 – Participação Média do Maior Acionista Último nos Direitos de Votos e de Cash-Flow das Empresas por Nível de Governança	38
Tabela 11 – Distribuição da Participação do Maior Acionista Último no Capital Votante das Empresas que Lançaram IPO (2004-2008)	39
Tabela 12 – Nível de Pirâmide das Empresas que Lançaram IPO (2004-2008)	39

CAP. III

Tabela 1 – Posição Acionária – Lojas Renner S.A. 2005.....	79
Tabela 2 – Destinação dos Recursos Captados – Lojas Renner	80
Tabela 3 – Dados Finais da Oferta – Lojas Renner	81
Tabela 4 – Posição Acionária dos Acionistas com mais de 5% de Ações da Companhia 2011 – Lojas Renner.....	82

Tabela 5 – Posição Acionária Conselho de Administração 2011 – Lojas Renner	82
Tabela 6 – Dados da Oferta de Distribuição Pública de Ações – Magazine Luiza	87
Tabela 7 – Posição Acionária dos Acionistas com mais de 5% de Ações da Companhia 2011 – Magazine Luiza	87
Tabela 8 – Custos Estimados da Oferta – Magazine Luiza	88
Tabela 9 - Destinação dos Recursos Captados – Magazine Luiza	89

LISTA DE GRÁFICOS

CAP. II

Gráfico1 – Modelo Convencional	46
Gráfico 2 – Modelo MM sem Impostos	49
Gráfico 3 – Modelo MM com Impostos	55
Gráfico 4 – Modelo Trade-Off.....	57

CAP. III

Gráfico 1 – Desempenho LREN3 x Ibovespa – Meses seguintes à oferta	83
Gráfico 2 – Desempenho Financeiro – Lojas Renner.....	84
Gráfico 3 - Desempenho MGLU3 x Ibovespa – Meses seguintes à oferta	90
Gráfico 4 – Desempenho Financeiro – Magazine Luiza	91

LISTA DE QUADROS

CAP. II

Quadro 1 – Custos da Abertura de Capital para as Empresas Brasileiras	69
---	----

Quadro 2 – Custos Anuais da Manutenção da Condição de Companhia Aberta	71
Quadro 3 – Desvantagens da Abertura de Capital – Pesquisa Conduzida entre Empresas de Capital Aberto	72

LISTA DE FIGURAS

CAP. II

Diagrama 1 – Fontes de Financiamento das Empresas	43
---	----

SUMÁRIO

Introdução.....	1
Cap.I A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro.....	6
1. Incentivos ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro.....	8
2. O Mercado de Capitais Brasileiro na década de 1990.....	12
3. A Estrutura de Propriedade e Controle das Empresas Abertas na década de 1990.....	19
4. O Mercado de Ações Brasileiro nos anos 2000.....	27
5. A estrutura de propriedade e controle das empresas abertas nos anos 2000.....	36
Capítulo II - Estrutura de Capital, Fontes de Financiamento e IPO.....	41
1. Teorias sobre Estrutura de Capital e Fontes de Financiamento das Empresas.....	41
1.1 Teoria Convencional.....	44
1.2 Modelo Modigliani Miller (com e sem Imposto).....	47
1.3 Static Trade-Off Theory (STT).....	56
1.4 Pecking Order Theory (POT).....	58
1.5 Market Timing Theory (MTT).....	60
1.6 Takeover Theory.....	64
2. Balanço Geral sobre as Teorias.....	65
3. Determinantes do IPO.....	66
3.1 Gastos com IPO.....	67
3.2 Propriedade e Controle na Tomada de Decisão.....	73
4. Considerações Finais.....	75
Capítulo III - Estudos de Caso IPO – Magazine Luiza S.A. e Lojas Renner S.A.....	76
1. Lojas Renner S.A. – Breve Histórico.....	76
2. Pulverização do Capital.....	78
3. Magazine Luiza S.A.- Breve Histórico.....	84
4. IPO e Manutenção da Estrutura de Controle.....	86
Conclusão.....	93

Introdução

As empresas, em geral, contam com duas alternativas de financiamento para seus projetos de expansão: capital de terceiros ou capital próprio. Quando decididas pelo uso do capital de terceiros, o financiamento pode ser feito mediante a captação de empréstimos e financiamentos junto às instituições bancárias, além do uso de debêntures e de commercial papers. Já o uso do capital próprio envolve duas outras possibilidades: a primeira é reinvestir o lucro acumulado dos períodos anteriores, ou então, via oferta de ações. Nos últimos anos, em particular no triênio 2004-2007, a utilização desse último tipo de financiamento tomou volume no Brasil. Só no ano de 2007, 64 empresas abriram seu capital na Bolsa, contra apenas 7 em 2004. Em 2007, como mostram Aldrighi (2008) e Barbosa Neto (2008), a abertura de capital via emissão pública de ações conseguiu arrecadar um volume total de mais de R\$65 bilhões, ultrapassando os recursos investidos pelo BNDES no mesmo ano. Por trás desses dados promissores, no entanto, estão as peculiaridades que envolvem a abertura de capital no Brasil.

As empresas brasileiras com capital negociado na BM&FBOVESPA¹, até o final dos anos 90, eram caracterizadas por uma forte concentração da propriedade de capital e dos direitos de voto em alguns poucos acionistas, geralmente ligados a família empreendedora do negócio. Logicamente, os acionistas controladores detinham amplo poder na tomada de decisão estratégica, o que comprimia a participação ativa dos acionistas minoritários. Com as inovações instituídas na regulação do mercado de ações brasileiro a partir de 2001², entre elas a criação dos novos segmentos de listagens na Bovespa e a reforma nas leis referentes as Sociedade Anônimas, esse cenário deveria mudar, de modo que as novas empresas que ofertassem seu capital na Bolsa se sentissem impelidas a perseguir uma estrutura de capital mais dispersa, reduzindo com isso a discricionariedade dos controladores na tomada de decisão.

¹ Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

² Sobre as inovações instituídas no mercado de ações brasileiro em 2001 e 2002, é importante destacar a reforma da Lei de Sociedades por Ações, impressa pela Lei 10.303/01, cujo principal objetivo foi o de trazer maior representatividade para os acionistas minoritários, partindo do princípio de que quanto maior o equilíbrio entre acionistas de uma companhia, mais ela vale. A Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3995, ambos de 31 de outubro de 2001, modernizaram a estrutura da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando conferir ao órgão regulador maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais. A CVM teve uma ampliação substancial de seus poderes na regulação e fiscalização do mercado financeiro, assumindo funções antes reservadas ao Banco Central. Por último, cabe destacar a criação dos novos segmentos de listagens na Bovespa em 2001, denominados Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e Novo Mercado, com o objetivo de trazer mais liquidez ao mercado, em um ambiente com maior transparência, proporcionando igualdade entre os acionistas controladores e investidores. Em relação ao Novo Mercado, a principal inovação é a proibição de emissão de ações preferenciais.

Observou-se que, após 2004, o número de empresas que realizaram sua primeira oferta pública de ações cresceu expressivamente em comparação a década de 90. Conforme Aldrighi (2008), entre 2004 e 2008, 71% das empresas que abriram pela primeira vez seu capital para negociação no mercado primário optaram pelas regras do Novo Mercado, ou seja, tiveram que ofertar necessariamente ações com direito a voto, diminuindo a participação dos antigos controladores.

Essa modernização sugerida acima deve ser vista com cautela, uma vez que as empresas que realizaram IPO³ durante o período não promoveram uma ruptura total com o padrão tradicional de estrutura concentrada de propriedade do capital e do controle. Aldrighi (2008) mostra ainda que, na grande maioria das empresas que realizaram IPOs, havia um controlador, isto é, um acionista detendo mais de 50% do capital votante. Além disso, 82% das empresas estreantes na Bolsa durante o período tiveram um free float⁴ abaixo de 40%. Houve ainda uma continuidade no padrão de Conselho de Administração não-independente. As estatísticas elaboradas pelo autor mostram, por fim, que proprietários originais preservaram uma participação elevada no capital das empresas após as IPOs.

Um caso peculiar, incomum entre as empresas brasileiras, consiste nas Lojas Renner S.A.. No ano de 2005, em Assembléia Geral Extraordinária, a empresa aprovou algumas medidas inovadoras em governança corporativa, entre elas a conversão de todas as ações preferenciais da Renner em ações ordinárias e a alteração do Estatuto Social da Companhia, de modo a adequá-lo às exigências da Bovespa para a entrada no segmento do Novo Mercado. Através dessas medidas e uma subsequente oferta de ações FOLLOW-ON⁵, a empresa pulverizou seu capital na Bolsa, isto é, a J.C. Penney, controladora da empresa desde a saída da família do negócio em 1998, vendeu o controle acionário da companhia. Casos similares são recorrentes em outras regiões do globo, principalmente nos Estados Unidos, onde poucas empresas possuem somente um grupo controlador e as decisões são tomadas democraticamente sem sobreposição de poder. No Brasil,

³ IPO (Initial Public Offering): Oferta pública inicial é o evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa no mercado de ações.

⁴ Free float é a quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado. São aquelas ações que não pertencem a acionistas estratégicos, como: controladores e diretores da companhia e acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa. quanto maior o free float de uma companhia, maior sua liquidez no mercado e maior a facilidade com que os investidores minoritários podem adquirir e vender livremente suas ações.

⁵ FOLLOW-ON: Oferta adicional (secondary offert) de ações de empresa já listada em uma bolsa de valores.

no entanto, esse tipo de operação pode ser considerado uma exceção, mesmo após as inovações institucionais dos níveis diferenciados de governança corporativa e do Novo Mercado.

Uma parte importante da explicação para essa especificidade das empresas brasileiras com capital aberto parece estar associada ao próprio processo envolvido na abertura de capital. Esse processo já foi alvo de vários estudos⁶ acerca das dificuldades e dos incentivos que permeiam a transição de uma empresa de capital fechado, na maioria das vezes com administração ou conselho familiar, para uma empresa de capital aberto com vários sócios.

O tratamento teórico sobre estrutura de capital e fontes de financiamento toma necessariamente como base as proposições de Modigliani e Miller (MM). A primeira proposição mais relevante, em um ambiente sem impostos, é que uma empresa não pode alterar o valor da empresa simplesmente mudando as proporções de uso de capital de terceiros ou próprio. A teoria se apóia em algumas simplificações da realidade, admitindo a existência de um mercado perfeito. Em um momento seguinte, MM reformulam a teoria e incorporam a presença de impostos. Nesse caso, por conta de uma vantagem tributária no uso de capital de terceiros, os autores concluem que uma empresa maximiza seu valor ao ter 100% de capital de terceiros na estrutura de capital.

Existem, ainda, outros modelos de estrutura de financiamento que não abordam a vantagem tributária do uso de capital de terceiros. É o caso da Pecking Order Theory (POT), ou hierarquização das fontes de financiamento, pela qual toda empresa segue uma seqüência hierárquica ao estabelecer sua estrutura de capital. Inicialmente, a empresa daria preferência ao financiamento interno. Na seqüência, para captar recursos, a empresa emitiria de debêntures e títulos conversíveis. Como última alternativa, a empresa recorreria à emissão de ações. O principal motivo para a aversão a captação de recursos via emissão de ações é a possibilidade de subprecificação das ações por conta da assimetria de informações entre os insiders e os investidores. Esse problema poderia ser contornado, caso as empresas utilizassem recursos gerados internamente, como lucros retidos, ou recursos de terceiros. Uma segunda teoria sobre estrutura de financiamento das empresas é a chamada Static Trade-Off Theory (STT), que supõe que a empresa possui uma meta de endividamento e caminha em sua direção. Isto é, a empresa otimiza sua estrutura de capital por meio da ponderação entre benefícios do endividamento e

⁶ Sobre os desafios e incentivos à abertura de capital, ver Aldrighi et al (2008), Procianny (1994), Brau et al (2006), Barbosa Neto (2007), Ritter e Welch (2002) e Pagano, Panetta e Zingales (1998).

custos de agência e de falência do capital de terceiros. Existe, portanto, nessa teoria uma estrutura ótima de financiamento. Por fim, e menos difundida na literatura internacional, existe a Market Timing⁷ Theory, que defende que as empresas estruturam sua estratégia de financiamento baseado nas janelas de oportunidades que surgem a partir das ineficiências de mercado e que reduzem o custo de capital. A pergunta que se coloca é se essas teorias sobre estrutura de financiamento são suficientes para explicar o complexo movimento de abertura de capital das empresas brasileiras, ou se, existem outras variáveis que devem ser levadas em conta para explicar uma IPO.

Nesse contexto, o presente trabalho tem o objetivo de analisar o recente ciclo de abertura de capital das empresas brasileiras. Em especial, busca-se avaliar as especificidades das IPOs nacionais, as quais, em geral, envolvem as seguintes variáveis: composição de poder⁸ concentrada no grupo de controle da empresa e altos custos associados à abertura e manutenção da condição de companhia aberta.

A pergunta central a ser respondida é: “Quais os desafios e incentivos que uma empresa deve ter em mente para a realização da IPO, levando-se em conta a especificidade do mercado de ações brasileiro”?

Para conseguir responder a tal questionamento, o trabalho será estruturado em três partes. A primeira parte será dedicada a discussão da evolução do mercado de ações brasileiro durante a década de 90 até os dias atuais, abordando as principais inovações institucionais dos níveis diferenciados de governança corporativa e do Novo Mercado bem como a reforma nas leis referentes as Sociedade Anônimas após 2002. A parte dois será dedicada ao estudo pormenorizado das variáveis que influenciam na decisão de abertura de capital. Inicialmente, serão apresentados os argumentos da teoria microeconômica sobre fontes de financiamento das empresas e estrutura ótima de capital e, no momento seguinte, serão abordadas, uma a uma, as variáveis internas e externas à empresa que influenciam na tomada de decisão pela IPO. Na última parte, serão apresentados dois estudos de casos recentes na economia brasileira: a operação pioneira das Lojas Renner S.A. no mercado de ações brasileiro e o caso da empresa Magazine Luiza S.A., que recentemente lançou sua primeira oferta pública de ações. O intuito

⁷ Entende-se por market timing das IPOs a comportamento das firmas de explorarem a janela de oportunidade ensejada pelas condições favoráveis do mercado acionário, do setor, ou do próprio mercado de IPOs.

⁸ Entende-se por Composição de Poder a estrutura de poder e propriedade no momento seguinte ao fechamento da Oferta Pública Inicial (IPO).

dessa última parte é contrapor dois casos concretos: uma empresa que, em uma ação sem precedentes no mercado de ações brasileiro, pulveriza seu capital votante, passando a ter controle disperso; e outra, também uma gigante do setor varejista, que mantém a concentração na estrutura de controle, mesmo com o lançamento da IPO no Novo Mercado Bovespa.

Capítulo 1

A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro

A década de 1990 foi marcada por um cenário inflacionário que permitia aos bancos privados nacionais auferir alta rentabilidade a partir da aplicação com títulos. O crescimento das aplicações em títulos e valores mobiliários e com operações cambiais em detrimento das operações com crédito, antes vantajosas por conta do spread inflacionário, só agravou a situação da oferta de crédito de longo prazo, historicamente escassa por parte dos bancos privados no Brasil. O principal instrumento de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia, sempre foi o BNDES⁹. Ademais, até os anos 1990, praticamente inexistiam títulos de dívida privados vinculados ao financiamento industrial, a não ser debêntures e ações. O mercado de capital brasileiro, até esse momento, não desempenhava o papel de arranjo financeiro alavancador de recursos de longo prazo para as empresas brasileiras.

Com as inovações financeiras que se processam ao longo da década de 1980 e 1990, e a conseqüente flexibilização do mercado de capitais, grande parte do levantamento de recursos passa a se processar através do lançamento de títulos de dívida direta de prazo mais longo. Para Vieira e Côrrea (2002), a emergência de um mercado secundário de negociação de títulos e o desenvolvimento de uma série de novos produtos financeiros, entre eles o processo de securitização articulado, possibilitou uma mudança no papel do mercado de capitais no que diz respeito à oferta de crédito de longo prazo no Brasil durante a década de 1990. A forte liberalização financeira trouxe ainda uma nova forma de captação externa de recursos agora via mercado de capitais, e não mais somente via mercado de crédito, como dispunha anteriormente a resolução 63 do Banco Central e a lei 4131 de 1962.

Diante dessas novas condições em que o mercado de capitais opera na década de 1990, os argumentos liberais ganham força, defendendo que o “mercado” é capaz de ajustar a questão do financiamento, e portanto, do próprio crescimento industrial, sendo desnecessária a participação de bancos públicos, como o BNDES, e de uma política industrial mais ativa, como havia sendo mantida até o momento. A hipótese por trás desse argumento é o de que a abertura e a não

⁹ Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

discrecionalidade em relação aos gastos públicos atraem capitais externos principalmente através do mercado de capitais. Sendo assim, grande parte da alavancagem de recursos por parte das empresas passa a ser feita através de títulos de dívida direta e não mais através de captação de crédito bancário. Nessa visão, a única condição para que a relação entre o mercado de capitais brasileiro e a entrada de capitais externos seja favorável é a de que a abertura financeira se perpetue e que o mercado de capitais apresente solidez necessária, adotando boas práticas de Governança Corporativa.

Com a reestruturação do Sistema Financeiro Nacional no início da década, houve uma modificação da estrutura de propriedade dos bancos, com a perda de participação dos bancos públicos e aumento da participação de bancos estrangeiros, principalmente por conta do processo de concentração bancária através das fusões e aquisições. Como resultado, houve uma diminuição do total de recursos ofertados pelos bancos e um aumento sensível da taxa de juros. Conseqüentemente, as empresas que ficaram na dependência de crédito privado interno não conseguiram recursos suficientes para se financiar, mesmo no curto prazo.

A solução para a restrição da oferta de crédito bancário coincidiu com o estímulo criado na década pela liberalização do mercado de capitais, ou seja, as empresas brasileiras, principalmente aquelas de grande e médio porte, intensificaram a captação de recursos no exterior através do lançamento de Commercial Papers¹⁰ e ADRs¹¹. Apesar do relativo sucesso, ainda que instável, da captação de recursos externos pelas empresas, o mercado de capitais nacional não apresentou a mesma performance indicada. Durante a década de 1990, mesmo após a abertura financeira, o número de empresas listadas em Bolsa continuou relativamente pequeno, os negócios permaneceram concentrados em um número pequeno de empresas e a liquidez das operações também não apresentou níveis satisfatórios. O argumento dos defensores do “livre mercado” para o baixo desempenho do mercado de capitais brasileiro até a metade dos anos 1990 é o de que, além da abertura financeira, deveria ser processado também um movimento de boas práticas de Governança Corporativa. Isto é, deveria existir um aparato

¹⁰ Commercial Papers são títulos de curto prazo que as empresas por sociedades anônimas (S.A.) emitem, visando captar recursos no mercado interno para financiar suas necessidades de capital de giro e permitindo, geralmente, uma redução nas taxas de juros pela eliminação da intermediação financeira, ou seja, do spread bancário.

¹¹ ADR (American Depositary Receipts) são certificados de depósito representativos de ações emitidos no exterior por uma instituição depositária de qualquer país e que são negociados em bolsas de valores norte-americanas. Os GDRs (Global Depositary Receipts) são papéis emitidos e negociados nas bolsas de vários países simultaneamente e devem também ter como lastro ações de empresas.

legal que garantisse ampla flexibilidade de movimento para os aplicadores, leis de proteção ao interesses dos acionistas minoritários, garantia da maximização dos interesses dos acionistas, entre outros.

Esse tipo de argumento liberal não se sustenta, uma vez que mesmo diante de uma institucionalidade que atenda a manutenção das condições supracitadas,

“(…) o desenho dos modelos institucionais de financiamento levam em conta condições que envolvem o tipo de empresa dominante no mercado e seu perfil, a forma de organização da propriedade, as condições de concorrência intercapitalista, elementos estes que não mudam por decreto e que são diferentes de país para país”. (CORRÊA E VIEIRA, 2002 p.3).

Incentivos ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro

Grande parte das empresas que apresentava uma estrutura de capital aberto no início dos anos 90 realizou o IPO com o objetivo de se beneficiar dos incentivos fiscais e financeiros concedidos pelo governo nas décadas de 1960 e 1970. Dessas empresas, a maioria permaneceu até os anos 2000, com um baixo grau de negociabilidade de sua ações, em especial daquelas com direito a voto, indicando que o interesse maior da abertura foi a busca dos benefícios fiscais.

Vieira e Côrrea (2002) traçam o caminho do desenvolvimento institucional do mercado de ações brasileiro, destacando as principais mudanças regulatórias e os principais incentivos fiscais, que ocorreram desde a década de 1960, no início do desenvolvimento do mercado acionário, até a década de 90.

O FUNDECE¹², fundo criado em 1964 com o objetivo de fornecer complemento de capital de giro às empresas, estabelecia três condições para que determinada empresa recebesse os recursos oriundos do fundo. Primeiro, as empresas deveriam abrir seu capital. Segundo,

¹² FUNDECE (Fundo de Democratização do Capital das Empresas), sancionado em 1964, destinado a prover recursos de capital de giro às empresas. Suas principais fontes de recursos eram empréstimos ou doações de entidades nacionais, recursos colocados à sua disposição pelo Banco do Brasil S.A. e outras agências financeiras da União, rendimentos proveniente de suas operações como reembolso de capital, juros, comissões, dividendos, bonificações, produtos da venda de ações e através da colocação de títulos e papéis no mercado.

deveriam aplicar o empréstimo obtido no financiamento da produção de bens destinados à exportação. Por último, deveriam concorrer para solucionar pontos de estrangulamento na rede industrial do país. Muitas empresas com problemas de financiamento foram estimuladas a realizar a abertura de capital visando somente o aporte de recursos. O principal objetivo da criação desse fundo era transformá-lo em uma espécie de underwriter, uma vez que muitas das ações ofertadas pelas empresas eram compradas pelo próprio fundo e depois repassadas para o público em geral.

A lei 4.506, sancionada também em 1964, foi uma das principais medidas realizadas pelo governo objetivando aumentar a capitalização das empresas brasileiras. O artigo 38 da referida lei instituiu o imposto sobre lucros e dividendos distribuídos, exceto para aquelas empresas que pudessem ser consideradas abertas. A “Lei do Mercado de Capitais” também tentou dar mais representatividade ao mercado de ações brasileiro. O maior objetivo dessa lei era o de facilitar e aumentar a negociação das ações no mercado. A lei trouxe novos requisitos para que uma empresa fosse considerada aberta e conseguisse, portanto, os benefícios fiscais derivados dessa definição. De acordo com a Resolução 16 do Banco Central, o alto índice de negociabilidade de ações passou a ser levado em conta para se definir uma empresa de capital aberto.

A resolução 106, de 11 de dezembro de 1968, revogou a Resolução 16, dispondo sobre a “democratização do mercado de capitais”. A emissão de certificados que atestassem a condição de capital aberto passou a depender de que pelo menos 20% do total de ações ordinárias emitidas estivessem diluídas entre um número mínimo de acionistas, dependendo do número de ações que cada um deles tivesse e do total do capital subscrito da empresa. A resolução 106 dispunha ainda que fosse terminantemente proibido a restrição estatutária ou contratual que impedisse ou dificultasse a livre negociação das ações, a qualquer momento. Além disso, para que o certificado de Cia. aberta fosse renovado, a empresa teria que aumentar progressivamente o número de ações ordinárias em poder de acionistas diferentes.

A partir da Resolução 106, novos incentivos fiscais foram criados tanto para as Sociedades de Capital Aberto, mas também para os próprios acionistas. No caso de nova emissão de ações por parte das empresas, os acionistas puderam deduzir de sua renda bruta 30% da quantia aplicada em ações, reduzindo dessa forma o pagamento do imposto de renda. No caso específico das empresas, o benefício criado foi através da redução do custo do pagamento de

dividendos, dado que estavam isentas do Imposto de Renda Especial de 5% sobre a distribuição de lucros.

O Fundo 157, criado pelo Decreto Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, permitia aos contribuintes, empresas ou pessoas físicas, utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador. Essas quotas seriam títulos de dívidas de empresas que respeitassem uma das três opções a seguir: colocassem ações ou debêntures conversíveis de emissão própria no mercado, vendessem imóveis no valor mínimo de 15% do seu capital declarado ou aplicassem recursos oriundos do aumento do capital amortizado como capital circulante. A organização do lançamento desses papéis ficaria a cargo dos fundos de investimento especiais, cuja regulamentação seria feita pelo próprio governo. Na prática, o fundo trouxe um incentivo para a compra de títulos das empresas através de uma isenção fiscal disfarçada.

O resultado desses incentivos foi bastante promissor. Segundo Vieira e Côrrea (2002), o volume de negociações em Bolsa em relação ao PIB alcançou 9% em 1971, contra apenas 0,35 em 1968. O valor de mercado das ações registradas aumentou para mais de 40% do PIB nesse período. Várias empresas, diante dos benefícios fiscais concedidos, optaram por abrir seu capital. Com o grande número de recursos destinados ao mercado acionário, houve um rápido aumento da demanda por ações por parte dos investidores. O boom da Bolsa do Rio de Janeiro, entre dezembro de 1970 e julho de 1971, gerou uma forte onda especulativa e as cotações das ações subiram aceleradamente. A partir de julho, com a venda das posições dos acionistas e o aumento da emissão de novas ações por empresas totalmente despreparadas para a abertura, o mercado acionário entrou em um período de reversão do ciclo e permaneceu estagnado até meados de 1975.

Diante desse quadro de estagnação do mercado acionário, foram introduzidas duas novas normas legais: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940 e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsa de Valores e as companhias abertas.

Os anos 80, por sua vez, apresentaram um desempenho ainda pior para o mercado de capitais brasileiro. O volume de negociações que nunca fora expressivo caiu ainda mais na década. Conforme dados revelados por Berté (1998), o volume que era da ordem de 9% do PIB em 1971 caiu para 1,8% em 1980.

Mesmo diante desse breve suspiro de desenvolvimento em 1970/71, o mercado acionário brasileiro permaneceu como coadjuvante no que diz respeito ao arranjo financeiro alavancador de recursos de longo prazo para financiamento das empresas brasileiras. Mesmo aquelas empresas que realizaram a abertura de capital, estimuladas pelos incentivos públicos oferecidos, não pulverizaram suas ações e a estrutura de propriedade se organizou através da concentração de propriedade nas mãos de um grupo controlador. Em outras palavras, o IPO com a manutenção da estrutura de controle para essas empresas significou possibilidade de saída do mercado a qualquer momento, ou seja, o mercado acionário brasileiro, a despeito dos esforços do governo, não se desenvolveu. Além disso, as empresas nacionais continuaram a se apoiar na tradicional fonte de financiamento, alavancando recursos através do BNDES e do crédito de curto prazo ofertado pelo Sistema Financeiro Nacional. A única exceção a esse comportamento era dada pelas empresas estatais, sendo elas que efetivamente negociaram ações no mercado de capitais doméstico ainda que sem perder o controle.

Vieira e Côrrea (2002) salientam três características marcantes do mercado acionário brasileiro até a década de 90: grande concentração da propriedade e controle das empresas, pouca negociabilidade desses controles e das próprias ações em bolsa, balanços contábeis pouco transparentes e fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários, inviabilizando a participação ativa dos demais acionistas no que diz respeito ao trajeto futuro da empresa em questão. Para os autores, essas características se formaram a partir do próprio perfil das firmas nacionais privadas no Brasil, empresas de menor porte e atuantes nos ramos tradicionais da economia, e do arcabouço institucional regulamentador do mercado de capitais brasileiro. Do outro lado, a comparabilidade de investimentos fazia com que os títulos públicos e os títulos privados com correção pós-fixada se tornassem mais atrativos do que as ações transacionadas para os detentores de riqueza, por conta do baixo risco e da probabilidade de ganho.

O Mercado de Capitais Brasileiro na década de 1990

O mercado de capitais brasileiro na década de 1990 passou por algumas mudanças significativas decorrentes do próprio movimento de abertura comercial e financeira característico do período, de mudanças na legislação vigente na época e do padrão de endividamento das empresas.

Belluzzo e Coutinho (1996) definem as principais bases teóricas que nortearam a estratégia de desenvolvimento do Brasil no início da década de 90, ancoradas nas idéias do chamado “Consenso de Washington”:

- I. A estabilidade cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado;
- II. A abertura comercial (e valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade;
- III. As privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência.
- IV. A liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto a evolução real da taxa de câmbio, atrairia poupança externa em escala suficiente para completar o esforço de investimento doméstico e para financiar o déficit em conta corrente.

No que diz respeito à liberação financeira da economia, aquele que afeta diretamente o mercado de capitais nacional, Freitas e Prates (2001) identificam dois eixos centrais no processo de abertura: a flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro e a adequação do marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado na emissão de securities (títulos de renda fixa e ações). Para os autores, o aumento significativo dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico durante a década são resultado direto dessas duas medidas implementadas.

O mercado acionário foi o mais sensível à flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado brasileiro, resultado da criação em 1991 do Anexo IV da Resolução nº1289/87¹³. Nos primeiros anos da década, foi autorizada a emissão de novos títulos de dívida

¹³ A Resolução nº 1832/91 aprovou, como parte integrante da Resolução nº 1289/87, o regulamento Anexo IV que disciplinava a criação e a administração de carteira de valores mobiliários mantida no país por investidores institucionais constituídos no exterior. Esse Anexo não impunha a esses investidores estrangeiros critérios de composição, capital mínimo inicial ou tempo de permanência.

direta, entre eles, os Commercial Papers, chamados no Brasil de Notas Promissórias Comerciais, as Export Securities, Títulos e Debêntures Conversíveis em ações, e Certificados de Depósitos pelas dependências externas dos bancos – e de Recibos de Depósitos ou Depositary Receipt (ADRs e GDRs), regulados pelo Anexo V da Resolução nº1289/87¹⁴. Além da ampliação do grau de abertura financeira, o alto potencial de valorização da bolsa brasileira associado ao movimento de privatizações e aos baixos preços das ações das empresas brasileiras (baixo índice Preço/Lucro), conforme Prates (1999), também foi um fator decisivo para o alto volume de investimentos de portfólio vindos para o Brasil nos primeiros anos da década de 1990.

Em relação aos fatores externos, a liberalização financeira da economia brasileira inseriu-se em um movimento de expansão dos fluxos de capitais para mercados emergentes e da diversificação internacional dos portfólios dos investidores institucionais dos países centrais. Prates e Freitas (2001) explicam essa diversificação pela baixa correlação entre o desempenho dos mercados acionários desenvolvidos e os “emergentes” a partir do final da década de 1980 e pelas perspectivas de lucro nesses mercados em crescimento, devido, principalmente, à baixa cotação dos papéis e ao avanço dos processos de privatizações. No entanto, como Vieira e Côrrea (2002) bem destacam, essa inflexão de recursos de fora não significou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, uma vez que este ficou restrito a um número reduzido de empresas que apresentavam liquidez.

Além da liquidez internacional e da adequação do marco regulatório doméstico em relação às fontes de financiamento das empresas, paralelamente o governo realizou um pacote de medidas macroeconômicas visando à estabilização monetária da economia brasileira. Várias políticas foram desenhadas, ganhando forma de plano de estabilização no Plano Real, entre elas, a manutenção de um superávit primário através de disciplina nos gastos públicos, reforma tributária com ampliação da arrecadação, corte em subsídios, aumento da taxa básica de juros e da taxa de depósito compulsório dos bancos, abolição dos controles sobre capital e fixação da taxa de câmbio a um patamar valorizado, redução gradual de tarifas de importação, facilitação da prestação de serviços internacionais e criação de uma moeda escritural URV para desindexação geral da economia.

¹⁴ A Resolução nº 1927/92 aprovou o Anexo V à Resolução nº1289/87, regulando o investimento estrangeiro através do mecanismo de Depositary Receipts. Para as companhias de capital aberto, esse foi um instrumento muito importante de captação de recursos no mercado externo.

As empresas nacionais sofreram diretamente com as medidas implementadas para combater a inflação, principalmente por conta da alta de juros e a sobrevalorização do real. A contração do sistema de crédito nacional fez com que várias empresas de maior porte buscassem alavancagem de recursos externos através do lançamento de títulos dívida direta. Já as empresas nacionais de menor porte não conseguiram suavizar tal efeito no custo de captação de recursos, muitas acabaram quebrando e outras foram compradas por empresas estrangeiras. As empresas estrangeiras, por sua vez, continuaram contando com os recursos financeiros, tecnológicos e gerencias oriundos de suas matrizes no exterior.

Em decorrência da fragilização das empresas nacionais, tanto por conta do aumento da competitividade das empresas estrangeiras quanto pela contração do crédito e aumento da taxa de juros, muitas empresas foram tomadas pelo capital estrangeiro através do processo de fusões e aquisições e privatizações. Mesmo aquelas empresas, na maioria de grande porte, que conseguiram utilizar a captação externa de recursos, ficaram sujeitas ao risco de câmbio e a própria possibilidade de evasão de recursos em uma possível instabilidade internacional.

De acordo com Vieira e Côrrea (2002), o padrão de financiamento das empresas mais bem colocadas no mercado nacional, após a abertura comercial e financeira, se deu em direção do lançamento de títulos de dívida direta nos mercados financeiros internacionais, muitos antes do que no mercado de capitais nacional. Segundo os autores, várias firmas abriram seu capital não com o objetivo de negociar internamente suas ações, mas sim porque esse era um requisito para lançar ADRs e GDRs.

A abertura econômico-financeira teve ainda um efeito sobre a estrutura de propriedade das empresas brasileiras, principalmente por conta do processo de fusões e aquisições e de privatizações, intensificado durante o período 1992 a 1998. Esse fenômeno foi importante para a formação e crescimento de grupos privados nacionais. As empresas nacionais tomadas pelo capital estrangeiro assistiram a expressivas mudanças nos seus quadros societários e conseqüentemente no controle das mesmas, integrando a participação estrangeira com o investimento dos grupos privados nacionais. Mesmo com a mudança da estrutura de propriedade das empresas, principalmente por conta do processo de F&A e pelo processo de privatizações, o mercado de capitais na década de 1990 permaneceu com as mesmas características da período anterior, ou seja, altamente concentrado, principalmente em empresas estatais, e com baixa liquidez da maioria das ações.

O processo de F&A e as privatizações, ao invés de contribuírem para a pulverização do controle das empresas brasileiras listadas, atuaram em sentido contrário. A própria estratégia de privatização das empresas estatais brasileiras na década contribuiu para que o fenômeno de pulverização do controle não ocorresse. Além disso, o arcabouço legal de proteção aos acionistas minoritários no Brasil até o início dos anos 2000 era extremamente precário. Existem vários estudos acerca dos efeitos desse descaso sobre o conflito de interesses entre acionistas minoritários e os controladores das empresas. Esse assunto será discutido de forma pormenorizada no próximo tópico. Essa questão teve impacto direto no baixo desempenho do mercado de capitais brasileiro durante a década de 90. Enquanto os controladores das empresas listadas permaneceram tentando manter as estruturas de governança pré-existentes nas empresas recém-adquiridas, os detentores de participações acionárias minoritárias passaram a demandar mais proteção no que diz respeito às práticas de governança adotadas pelas empresas com controle compartilhado. O que se viu durante toda a década de 90 foi uma força maior por parte dos controladores e pouca representatividade por parte dos acionistas minoritários.

Os fatores de atração para o mercado de capitais brasileiro nos primeiros anos da década foram desaparecendo na segunda metade dos anos 1990. A correlação entre o desempenho das bolsas de valores dos países centrais e dos emergentes aumentou significativamente, o que retomou a atratividade dos mercados financeiros desenvolvidos. Paralelamente, as crises asiática e russa tiveram impactos estruturais significativos sobre a base de investidores do mercado brasileiro, o que impactou a demanda de ações por parte dos investidores estrangeiros. Em relação às condições internas, o esgotamento das privatizações e a incidência da CPMF¹⁵ sobre as operações de câmbio desestimularam a aquisição de ações de empresas brasileiras listadas na Bovespa. Os investimentos de portfólio no mercado acionário doméstico foram substituídos por negócios nas bolsas norte-americanas¹⁶.

A Tabela 1 mostra o investimento de portfólio em ações brasileiras a partir da segunda metade da década de 1990. Prates e Freitas (2001) observam que o ingresso líquido de recursos via ADRs, a partir de 1996, cresceu bastante em comparação ao ingresso de recursos de não

¹⁵ A Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) passou a vigorar a partir de janeiro de 1997 e incidia sobre qualquer operação que representasse circulação escritural ou física de moeda, e de que resultasse ou não transferência da titularidade dos mesmos valores, créditos e direitos.

¹⁶ A demanda por ADRs foi estimulada, em grande parte, pelo menor custo da NYSE (Bolsa de Valores de Nova Iorque) vis-à-vis a Bovespa. Segundo Prates e Freitas (2001), enquanto a NYSE era mais atrativa por apresentar uma menor comissão média comparativamente à Bovespa (0,06% contra 0,5%), coerente com a escala de negociações da bolsa nova-iorquina.

residentes aplicados na bolsa via Anexo IV. Em 1998, a tendência de evasão de negócios para as bolsas dos mercados centrais fica evidente, existe saída líquida de recursos em um montante de R\$ 2,8 bilhões. Além disso, o crescimento do volume negociado através do instrumento de captação ADR nos últimos anos da década foi muito mais expressivo do que o aumento do volume de recursos estrangeiros sujeitos à regulamentação do Anexo IV.

**Tabela 1 - INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO EM AÇÕES BRASILEIRAS
ENTRE 1994 E 2000**

Ano	Valor em custódia (1)		Volume negociado (2)		Ingresso Líquido (3)	
	Anexo IV	ADR	Anexo IV	ADR	Anexo IV	ADR
1994	-	-	19	-	-	-
1995	-	-	1.676	4	-	-
1996	21.338	8.774	60.594	132	4.900	1.246
1997	28.752	18.091	63.551	2.085	2.636	4.234
1998	15.947	14.259	98.478	27.487	-2.785	3.780
1999	37.055	44.148	206.441	99.183	1.490	1.081
2000	34.209	58.657	161.844	120.411	-3.262	6.338

(1) Final de período, em R\$ milhões

(2) Volume anual, em R\$ milhões

(3) Em US\$ milhões

Fonte: Prates e Freitas (2001)

A evasão de recursos estrangeiros da Bovespa prejudicou a evolução do mercado de ações secundário, em crescimento desde a criação do Anexo IV. Segundo dados da Revista Mensal Bovespa, colhidos por Prates de Freitas (2001), o volume diário negociado passou de US\$ 32 milhões, em 1991, para mais de US\$ 760 milhões em 1997, conforme mostrado na Tabela II. A capitalização do mercado cresceu quase cinco vezes no mesmo período. Porém, mesmo diante desse crescimento expressivo, a abertura teve um efeito oposto àquele esperado pelos teóricos defensores da liberalização da economia. Ao longo dos anos 1990, o mercado de capitais brasileiro não se desenvolveu a ponto de conseguir se tornar uma fonte de financiamento de longo prazo estável para as empresas brasileiras. O mercado acionário permaneceu com as mesmas características dos períodos anteriores, ou seja, alto grau de concentração das negociações, em particular em ações de primeira linha das empresas estatais em processo de

privatização, grande concentração da propriedade e controle das empresas abertas e vulnerabilidade na proteção dos acionistas minoritários.

Tabela 2 – INDICADORES DA BOVESPA EM MILHÕES DE R\$ ENTRE 1995 E 1999

Ano	Capitalização do mercado	Volume médio diário	Volume total	Participação Investimento Estrangeiro
1995	147.560	284	69.447	21,4%
1996	216.927	394	97.762	29,4%
1997	255.409	767	190.999	28,6%
1998	160.887	569	139.971	25,9%
1999	228.537	348	85.500	25,1%

Fonte: Prates e Freitas (2001) – Modificado

O movimento de saída da liquidez do mercado de capitais nacional foi acompanhado pela diminuição gradativa do número de empresas listadas na Bolsa através do fechamento de capital¹⁷. A Tabela 3 mostra o total de empresas listadas na Bovespa por ano desde 1970 até 1999. Como é possível verificar, a primeira metade da década de 1990 apresentou um crescimento tímido em relação ao número de companhias listadas. A partir da segunda metade da década, essa tendência se inverte e o número de empresas listadas passa a cair, principalmente por conta da transferência de liquidez do mercado capitais doméstico para outros mercados mundiais. Vieira e Côrrea (2002) destacam um fenômeno peculiar do mercado de capitais brasileiro que está diretamente ligado ao processo de F&A, incorporações e privatizações, intensificados no final da década de 90. Várias empresas abriram seu capital apenas para poder lançar títulos no exterior ou se formaram para poder participar dos processos de privatizações¹⁸,

¹⁷ Durante a década de 90, algumas empresas listadas reverteram a abertura de capital através do fechamento branco de capital. O fechamento de capital por parte das companhias abertas tem seu procedimento definido pela CVM. Para driblar a disposição legal que sujeita o fechamento de capital a uma oferta pública de compra de ações com adesão de no mínimo 66,66% das ações free float, as empresas se valem da “incorporação” de uma companhia aberta por uma companhia fechada, que, mesmo estando também prevista em lei, se configura como uma cassação das ações dos acionistas não controladores. Os acionistas minoritários perdem liquidez e passam a possuir, praticamente, ações de uma companhia fechada, ficando a mercê da vontade dos controladores.

¹⁸ Special Purpose Company ou Sociedades de Propósito Específico é um modelo de organização empresarial pelo qual se constitui uma nova empresa limitada ou sociedade anônima com um objetivo específico. As SPEs foram formadas na década de 90 com o objetivo de servirem como instrumento para as empresas participarem dos processo de privatização das empresas estatais. A principal vantagem desse tipo sociedade é o isolamento do risco financeiro do negócio.

em outras palavras, essas empresas nunca tiveram como objetivo final a negociação das suas ações em bolsa (Souza, 1998). A partir do momento que os objetivos finais somem, seja por conta do insucesso na compra de ações de uma companhia privatizada ou pela dificuldade em captar recursos no exterior, as empresas reverterem a abertura através do fechamento de capital.

Tabela 3 - EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA ENTRE 1970 E 1999

Ano	Número de Empresas	Ano	Número de Empresas
1970	200	1985	541
1979	404	1994	549
1980	426	1995	547
1981	488	1996	554
1982	493	1997	545
1983	506	1998	535
1984	522	1999	487

Fonte: Vieira e Côrreia (2003)

Conforme dados apresentados por Vieira e Côrrea (2002), de 1994 a 1999, 367 empresas brasileiras abriram capital, sendo que 45% dessas novas empresas abertas não emitiram qualquer tipo de papel, ou seja, apenas mudaram para condição de companhia aberta sem emitir debêntures, ações ou mesmo notas promissórias. Esses dados são reforçados pelo estudo de Prates e Freitas (2001), sintetizados na Tabela abaixo. Somente no biênio 1997/1998 houve um volume mais expressivo de emissões primárias, resultado de ofertas públicas de ações das empresas elétricas e de emissões privadas associadas ao lançamento de ADRs. O que se pode concluir é que o crescimento do mercado secundário explicado acima não teve efeitos significativos sobre o mercado primário de ações.

Tabela 4 - INDICADORES DO MERCADO PRIMÁRIO ENTRE 1994 E 1999

Ano	Nº emissões de ações	Ações (1)	Debêntures (1)	Notas promissórias (1)	Nº de Cias. Abertas
1994	46	2.259	3.304	-	846
1995	27	2.112	7.574	1.260	874
1996	23	1.155	8.289	481	925
1997	22	3.505	6.922	4.525	968
1998	20	3.484	8.674	10.875	1.047

1999	10	1.459	3.621	4.428	1.027
------	----	-------	-------	-------	-------

(1) Em US\$ milhões

Fonte: Prates e Freitas (2001) – Modificado

A estrutura de propriedade e controle das empresas abertas na década de 90

A discussão realizada acima sobre evolução do mercado de capitais brasileiro até a década de 90, em especial sobre o mercado de ações, passa por um tema muito discutido entre diversos autores: a estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras listadas na Bovespa. Esse tema é particularmente importante para o objetivo do presente trabalho, isto é, analisar as variáveis que influenciam na tomada de decisão pela abertura de capital das empresas brasileiras. Esse tópico será destinado exclusivamente à discussão dos principais autores que abordam o tema da concentração de propriedade e controle das empresas abertas durante a década de 90.

O controle acionário de uma sociedade anônima é dado por 50% mais uma das ações ordinárias. O controlador, ou grupo controlador, tem a possibilidade de governar e comandar a companhia ao eleger os membros do conselho de administração e, em decorrência, nomear a diretoria para a realização da gestão. Supondo uma S.A. constituída por 1/3 de ações ordinárias e 2/3 de ações preferências, ou seja, dentro do limite estabelecido por lei, e tendo um controlador bem definido com 50% mais uma ações ordinárias, é possível que esse controlador consiga manter o controle da companhia reduzindo seu investimento no capital total em cinco vezes. Procianoy (1994) conclui que é relativamente fácil para um grupo controlador manter o controle da empresa por tempo indeterminado, bastando para isso que ele mantenha 16,7% do capital do total da empresa em ações com poder de voto e que, em toda nova chamada de capital, ele adquira 1/6 do montante total da nova subscrição.

Procianoy (1994) admite ainda que a existência de um grupo controlador bem definido é característica do mercado brasileiro na década de 90. Na grande maioria das empresas norte-americanas nos anos 90, a estrutura de controle das empresas era bem diluída, ou seja, existia um grande número de acionistas que não possuía mais do que 5% ou 6% do capital total. O autor, ao observar as empresas abertas brasileiras negociadas na bolsa de valores em 1994, verificou que eram poucas as empresas que não tinham controle bem definido por um grupo controlador. Além disso, os negócios brasileiros eram fundamentalmente caracterizados pela participação da família no comando da empresa.

Siffert Filho (1998) analisa as mudanças no controle societário das 100 maiores empresas não-financeiras da economia brasileira durante os anos 90. O autor chega a conclusão que, no período 1990/97, foram significativas as transformações na estrutura de controle societário das 100 maiores empresas não-financeiras atuantes na economia brasileira.

Para chegar a tal conclusão, o autor se vale da metodologia do estudo de Thomsen e Pedersen (1995). Esses autores fazem uma análise da propriedade corporativa em 12 países europeus (Inglaterra, França, Espanha, Alemanha, Itália, Suécia, Holanda, Finlândia, Dinamarca, Noruega, Áustria e Bélgica), no Japão e nos Estados Unidos, tomando como referência as 100 maiores empresas não-financeiras de cada um desses países, classificando-as de acordo com a seguinte tipologia: 1) Propriedade Dispersa e Baixa Concentração de Propriedade: quando nenhuma entidade ou pessoa possui mais que 20% das ações com direito a voto; 2) Propriedade Minoritária Dominante e Concentração de Propriedade Média: quando apenas um proprietário, seja ele uma pessoa, família ou companhia, detém entre 20% e 50% das ações com direito a voto; 3) Propriedade Familiar e Concentração de Propriedade Alta: quando uma pessoa ou família detém a maioria (ou seja, mais que 50%) das ações com direito a voto, 4) Propriedade Governamental e Concentração de Propriedade Alta: o governo possui a maioria das ações com direito a voto; 5) Propriedade Estrangeira e Concentração de Propriedade Alta: uma empresa multinacional estrangeira possui a maioria das ações com direito a voto e por último 6) Cooperativas e Concentração de Poder Baixa: quando a companhia está registrada como uma cooperativa ou, em alguns casos, a maioria das ações com direito a voto pertence a um grupo de cooperativas. Para esses autores, e de acordo com os resultados obtidos no estudo realizado, a estrutura de propriedade varia entre os países conforme a presença mais forte ou mais fraca de diferentes fatores, como tipo de regime político, sistema legal, estrutura do mercado de capitais, experiência histórica de industrialização, condições geográficas e cultura. Como resultado desse processo histórico-institucional, são instituídas diferentes estruturas de governança. Uma das conclusões adicionais do estudo realizado é que, quando uma empresa cresce, diminui a probabilidade de o controle acionário permanecer familiar, seja porque os administradores são financeiramente incapazes de suportar o risco da propriedade, seja porque os proprietários não possuem o conhecimento e/ou a habilidade requeridos para administrar a empresa. Como resultado, há separação entre propriedade e controle administrativo.

Siffert Filho (1998) usa essa mesma metodologia para as 100 maiores empresas brasileira de acordo com a receita operacional líquida nos anos-base 1990, 1995 e 1997. Além de poder comparar os resultados com aquelas verificados no estudo de Thomsen e Pedersen (1995), a análise desses três anos-base possibilitou verificar as modificações na estrutura societária durante um período de profundas mudanças estruturais na economia brasileira. A primeira conclusão relevante é que, durante o período, há um crescimento significativo da forma de controle representado pela propriedade minoritária dominante, passando de apenas cinco empresas em 1990 para 19 em 1997. Pode-se dizer que as empresas privatizadas passaram, em sua grande maioria, a deter um controle compartilhado, onde se fazem presentes fundos de pensão, empresas nacionais e investidores estrangeiros. A participação desse tipo de controle societário triplica sua participação relativa na receita das 100 maiores empresas, atingindo 12% do total em 1997. Essa forma de propriedade (minoritária dominante) passou a representar um novo tipo de controle societário para o conjunto das maiores empresas brasileiras, decorrente do padrão de controle surgido com as privatizações.

Outra conclusão importante que o autor chega é que, durante o período estudado, houve um avanço significativo da presença de empresas estrangeiras entre as maiores na economia brasileira. Em contrapartida, as empresas com controle familiar apresentaram uma redução significativa na participação total. Os estrangeiros passaram a responder por 33 empresas entre as 100 maiores (37% do total da receita) em 1997, contra apenas 27 em 1990 (26% do total da receita). As empresas com controle familiar passaram de 27 (23% do total da receita) para 23 (16% do total da receita). Além disso, Siffert Filho (1998) observou ainda que as propriedades do tipo dispersa e cooperativa não eram e permaneceram não sendo significativas enquanto tipos de governança corporativa no Brasil durante a década de 1990. Porém, enquanto tendência, observou-se um ligeiro aumento da propriedade dispersa e uma redução da propriedade cooperativa. Vale notar que as três empresas classificadas como propriedade dispersa em 1997 não o eram no sentido anglo-saxão, isto é, com grande pulverização do controle. No caso analisado, foram classificadas como propriedade dispersa em razão de não apresentarem nenhum acionista com uma participação maior que 20%.

Por fim, o autor compara o desempenho das empresas atuantes na economia brasileira com aquelas empresas estudadas por Thomsen e Pedersen. Em geral, pode-se afirmar que as 100 maiores empresas brasileiras, em 1990 e mesmo em 1997, não apresentavam semelhança com

nenhum dos 12 países europeus, os Estados Unidos e o Japão, considerando-se, em conjunto, todas as categorias de propriedade. Além disso, o autor atenta para o fato que existe uma participação elevada de propriedade estrangeira no Brasil em comparação com os países desenvolvidos. Quanto à propriedade dispersa - padrão majoritário na Inglaterra, nos Estados Unidos e na Holanda -, verifica-se que o Brasil alinhava-se com alguns países europeus como Áustria, Itália, Espanha, Suécia, Bélgica e Noruega. Em termos de participação na receita, os países mencionados situam-se abaixo de 10% em relação à participação das empresas de propriedade dispersa no total da receita das 100 maiores empresas não-financeiras. Embora tenha havido crescimento, esse tipo de controle societário, ainda assim, manteve-se pouco representativo no Brasil.

Além das duas principais características do período indicado, ou seja, o aumento na participação da propriedade estrangeira e a relativa redução do controle familiar nacional, observou-se também, no período de 1992/1997, uma evolução das fusões, aquisições e investimentos entre empresas de nacionalidades diferentes. Houve cerca de 600 operações desse tipo no período considerado, sendo que 29% relativas a aquisições e/ou associações por parte de empresas brasileiras. Cabe apontar o papel ativo exercido por empresas norte-americanas, que responderam pela maior parcela das fusões, aquisições e associações. Esses dados, segundo o autor, são mais um elemento a corroborar as profundas transformações de natureza societária ocorridas na economia brasileira nos anos 90. Por fim, cabe destacar o contexto macroeconômico da época, marcado pela retomada de investimento direto externo na economia brasileira, o qual atingiu US\$ 9,4 bilhões em 1996. Certamente, parcela significativa dessas inversões destinou-se à aquisição de empresas, seja detendo o controle integral ou mesmo participando, de forma compartilhada do controle.

Um segundo estudo feito por Valadares, Leal e Silva (2002) analisa a estrutura de controle direta e indireta de empresas brasileiras no final de 1998. Entre os principais resultados encontrados no estudo, estão: existe um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil, mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas; a utilização de pirâmides como um mecanismo para manutenção de controle a um custo menor não é um recurso muito explorado, os acionistas controladores

brasileiros investem em média muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas companhias.

Os países com origem jurídica anglo-saxã, como Itália, Alemanha e França, caracterizam-se por apresentar forte concentração de propriedade e controle nas suas corporações. La Porta et al. (1999) apresentam evidências de que, em 27 países desenvolvidos, se observa grande concentração do controle e da propriedade das empresas nas mãos de famílias e do Estado, ao invés da propriedade difusa. O estudo mostra uma correlação fortemente negativa entre concentração de propriedade e qualidade de proteção legal aos investidores em determinado país. O Brasil pertence à tradição do direito francês, que oferece a menor proteção legal aos investidores, portanto, é de se esperar alta concentração de capital nas empresas, principalmente no que se refere a capital votante.

Valadares e Leal (2000) já haviam avaliado a estrutura de propriedade e controle de companhias de capital aberto no Brasil em dezembro de 1996. O resultado encontrado foi um alto grau de concentração de controle nas empresas. Para os autores, o principal motivo para a alta concentração é a violação da regra uma ação - um voto, por meio da utilização de ações sem direito a voto. A proposta do trabalho Valadares, Leal e Silva (2002) é realizar o mesmo procedimento do estudo anterior, só que agora para 1998. Os autores utilizaram uma amostra de 225 companhias de capital aberto não controladas pelo governo listadas na Bovespa. Foram analisadas duas formas de controle acionário: direto e indireto¹⁹.

Os resultados obtidos referentes à composição acionária direta foram semelhantes àqueles verificados no estudo das empresas brasileiras com o ano-base 1996. Das 225 empresas, 69% tinham um único acionista controlador. Esse acionista possuía, em média, 74% do capital votante, muito perto da mediana de 75%. Mesmo nas companhias onde não havia um acionista controlador, 31% das companhias da amostra, o maior acionista possuía, em média, 31% do capital votante, com mediana de 30%. Isso demonstra que, mesmo quando um único acionista não tinha a maioria dos votos, o maior acionista possuía uma parcela considerável deles. Isso se traduz em um alto grau de concentração do capital votante nas empresas brasileiras no ano de 1998. Os autores atentam ainda para um fato bastante interessante: existia uma diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Isso mostra que as

¹⁹ A definição de controle indireto, conforme dispõe a Lei das S.A. de 17/12/1976, considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

empresas emitiam ações preferenciais de forma a não abrir mão do controle, sendo um meio de separar propriedade e controle. Em empresas com um único acionista majoritário, este possuía uma média de 74% do capital votante, mas apenas 53% do capital total.

Quanto à composição acionária indireta, os resultados revelaram que nas empresas onde o maior acionista possuía mais de 50% do capital votante diretamente, a propriedade indireta era mais diluída. Como mencionado, na forma direta, o acionista majoritário possuía, em média, 74% do capital votante e 53% do total, enquanto indiretamente as participações eram 55% e 37%, respectivamente. Já em empresas com estrutura indireta onde não havia um acionista controlador, o resultado evidenciado foi o oposto. Os dados mostram um pequeno aumento no capital investido para estes casos. Este fato pode indicar a utilização de estruturas piramidais para manter o controle com investimento reduzido na empresa.

Os autores chegaram a conclusão que, das 121 empresas onde existia estrutura piramidal e onde as participações direta e indireta eram diferentes, apenas 36 (30%) tinham um acionista que mantinha o controle com redução no percentual de capital investido, o que indica que utilização de pirâmide como um mecanismo de manutenção de controle não era muito comum entre as empresas brasileiras no ano de 1998. Os acionistas controladores brasileiros investiam, em média, muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas companhias.

Um dos estímulos mencionado pelos autores para a redução do investimento via estrutura piramidal na companhia seriam os benefícios privados de controle, que permitiriam a expropriação do acionista minoritário. Valadares, Leal e Silva (2002) atentam para o fato de que os acionistas controladores detinham uma porção significativa do capital total, portanto, expropriar os minoritários levaria a uma redução do patrimônio dos controladores por meio da desvalorização de suas ações sem direito a voto. Há, então, duas alternativas: ou os benefícios privados de controle, mensurados pelo prêmio de controle na venda de ações ordinárias, eram de tal magnitude que superavam a desvalorização das ações sem direito a voto devido à expropriação dos acionistas minoritários, ou não havia benefícios privados de controle significativos. A segunda alternativa é muito pouco provável diante dos resultados apresentados por Valadares (1998). É bem provável que os acionistas controladores detenham uma parcela relevante de ações sem direito a voto por conta da liquidez que oferecem, como mostrado por Saito (2000).

Siqueira (1998), em seu estudo sobre a concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto, vai além da simples evidência do fenômeno, trazendo para a discussão as causas e as conseqüências desse padrão de concentração de propriedade alta para a economia brasileira. Siqueira sustenta seu estudo com base na Teoria da Firma sobre corporação moderna, estrutura de propriedade e conflito de interesses entre controladores e administradores.

A amostra colhida pelo autor é maior do que a do estudo realizado por Siffert Filho (1998), totalizando 278 empresas. Os testes realizados também têm como referência o estudo de Thomsen e Pedersen (1995). A principal conclusão do estudo em relação às causas da concentração de propriedade é que o grau de concentração do controle acionário está diretamente relacionado a três fatores: 1) regulamentação do mercado; 2) tamanho da firma; 3) estrutura de capital. Quanto às conseqüências da concentração sobre a performance econômico-financeira, o autor admite que apenas um dos modelos testados apresentou resultados com significância estatística. Esse resultado indica que as empresas com maior dispersão do controle acionário tendem a apresentar um melhor desempenho.

Para Demsetz e Lehn (1985), entre os principais fatores que influenciam a concentração do controle acionário das empresas estão o tamanho da firma, a incerteza e a regulação. Para os autores, a influência do tamanho da firma sobre o grau de concentração da propriedade decorre da suposição de que a elevação do valor de uma dada fração da firma seria compatível com uma desconcentração da propriedade. A instabilidade da rentabilidade exerceria influência direta sobre a concentração da propriedade em função do conflito de interesses entre administradores e proprietários. O aumento do grau de instabilidade da rentabilidade, derivada de oscilações nas condições do mercado, provocaria um aumento da concentração da propriedade, isto é, maior poder para os controladores, podendo reduzir a liberdade dos administradores. Por último, a definição de regras de atuação das empresas pode exercer influência negativa sobre a concentração do controle acionário, uma vez que reduz as incertezas e o conflito de interesses entre administradores e controladores.

Siqueira (1998) monta um modelo econométrico semelhante àquele construído por Demsetz e Lehn (1985). Em relação à amostra e segundo o total de ações (Preferenciais e Ordinárias), de acordo a metodologia de Thomsen e Pedersen (1995), 21% das empresas analisadas estavam, em 1998, sob a forma de controle disperso, 48% delas como dominantes e 31% como majoritárias, o que evidencia certo equilíbrio nas formas de estrutura de propriedade

coletadas. No entanto, quando analisada a concentração da propriedade segundo o total de ações com direito a voto, percebe-se que a grande maioria das companhias possuía controle acionário ainda muito concentrado: a forma majoritária respondendo por cerca de 68% do total da amostra, as empresas com propriedade dominante representando cerca de 25% e as de propriedade dispersa alcançando apenas 7%.

Considerando as hipóteses de que o grau de concentração do controle acionário das empresas sofre influência da regulamentação de mercado, do tamanho da firma e da instabilidade da rentabilidade, tal como evidenciado por Demsetz e Lehn (1985) para uma amostra de 511 empresas norte-americanas, Siqueira (1998) testa a aplicabilidade dessas variáveis para o caso brasileiro. A primeira diferença encontrada é o efeito do tamanho da firma sobre o grau de concentração do controle acionário. No modelo de Demsetz e Lehn (1985), quanto maior o tamanho da firma, maior o risco, menor a concentração acionária. No caso das empresas brasileiras, com histórico de financiamento via capital de terceiros, é compreensível que o aumento de tamanho de tais companhias não seja acompanhado por uma desconcentração do controle acionário. Além disso, verificou-se que o alto grau de regulamentação e a estrutura de capital também exercem papel relevante como determinantes da concentração da propriedade das companhias observadas, ao contrário dos resultados encontrados por Demsetz e Lehn. Por fim, no caso das companhias brasileiras observadas, a incerteza quanto à lucratividade ou à maior ou menor volatilidade da rentabilidade não representava um efeito importante sobre o grau de concentração da propriedade.

Por último, Siqueira (1998) analisa os efeitos da concentração do controle acionário sobre a performance econômico-financeira das empresas, tal como Demsetz e Lehn (1985) para as empresas norte-americanas. A utilização de um modelo proposto por Thomsen e Pedersen (1995) por Siqueira (1998), relacionando desempenho econômico-financeiro com crescimento e grau de concentração da propriedade, possibilitou um ajustamento, embora com um R^2 muito baixo, a partir do qual foi identificado um efeito negativo da concentração da propriedade sobre a performance. Este resultado indica que a maior dispersão do controle acionário pode ser associada com a melhora do desempenho econômico-financeiro das companhias.

De forma geral, todos os autores, através de investigação empírica concluem que, durante a década de 1990, havia forte concentração de propriedade controle nas empresas listadas na Bolsa e grande potencial para a expropriação dos acionistas minoritários. Isso se deve, em grande

parte, à legislação frouxa, já anteriormente abordada, que regulamentava o mercado de ações no período, possibilitando que os benefícios privados de controle superassem a perda de valor da empresa ocasionada por uma política de governança tendenciosa.

O Mercado de Ações Brasileiro nos anos 2000

Como mostrado anteriormente, o mercado de ações brasileiro, ao longo da década de 90 não se desenvolveu a ponto de conseguir se tornar uma fonte de financiamento de longo prazo estável para as empresas brasileiras. A explicação para esse atraso deve-se em parte a legislação que regulamentava a abertura de capital pelas empresas e a manutenção do status de companhia aberta. Várias empresas abriram seu capital apenas para poder lançar títulos no exterior ou se formaram para poder participar dos processos de privatizações, não tendo interesse permanente de utilizar o mercado de ações como fonte de financiamento de longo prazo para suas operações ou para seus projetos de investimento. Os interesses dos acionistas minoritários eram colocados em segundo plano tão logo o mercado acionário tornava-se menos atrativo do ponto de vista do custo-benefício da captação. O pseudo desenvolvimento do mercado de ações durante a liberalização comercial e financeira esteve intimamente ligado a liquidez internacional e ao otimismo dos investidores estrangeiros. Dessa maneira, ainda que o mercado de ações tenha mostrado um crescimento significativo durante a década, isso não representou a consolidação de uma nova fonte de financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras nem tampouco a mudança as características prévias em que esse mercado operava.

No final dos anos 1990 era evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. Segundo dados da Bovespa, o número de companhias listadas tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, como já mencionado anteriormente, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam.

A partir de 2002, em especial no triênio 2004 a 2007, esse cenário mudou. Algumas iniciativas institucionais e governamentais, destacadas no trabalho de Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007), foram implementadas com o objetivo de aperfeiçoar os mecanismos pelos quais o mercado de capitais brasileiro operava, assegurando maior proteção ao investidor e melhoria das práticas de governança das empresas brasileiras listadas. Em parte, essa mudança foi resultado da

demanda dos investidores, sobretudo os estrangeiros, por padrões mais exigentes de governança corporativa e tratamento dos acionistas minoritários.

Entre as principais mudanças, destacam-se a aprovação da lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, alterando os dispositivos da antiga lei 6.404/76, e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bovespa. As alterações sancionadas pela lei 10.303/01 envolvem temas fundamentais do direito societário, com aplicabilidade, principalmente, para as companhias abertas. Entre as mudanças mais importantes estão: Art. 4 que impede que as empresas abertas realizem o fechamento branco de capital, já anteriormente explicado; Art. 15 que dispõe sobre a proporção entre ações ordinárias e preferências, limitando a 50% o total de ações sem direito a voto em relação ao total de ações emitidas; Art. 17 que altera o regime de preferências e vantagens das ações preferenciais; Art. 118 que regulamenta os acordos entre acionistas sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle; Art 141 que garante o direito a certas minorias acionárias detentoras de determinado percentual de participação elegerem, por votação em separado, representantes do Conselho de Administração; Art. 254 que dispõe sobre o mecanismo de tag along²⁰, entre outros. O norte para essas reformas na lei das S.A. foi, sem dúvida, fortalecer o direito das minorias acionárias. Grande parte das empresas que realizou o IPO, principalmente com a retomada do mercado acionário em 2004, o fez alterando seus estatutos de forma a garantir dispositivos ainda mais benéficos para os acionistas minoritários do que aqueles previstos na lei 10.303.

Seguindo a mesma tendência das alterações implementadas pela reforma da lei societária em 2001, e na tentativa de reverter o mau desempenho do mercado de ações brasileiro no final da década de 1990 e início dos anos 2000, a Bovespa criou, em dezembro de 2000, o Novo Mercado, um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometeram a adotar padrões elevados de governança corporativa. A premissa básica para a criação desse novo

²⁰ O tag along assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Dessa maneira, o tag along acaba sendo um mecanismo de proteção a acionistas minoritários uma vez que garante a eles o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um novo investidor.

segmente foi a de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. A percepção de menor risco ocorreria por conta dos direitos e garantias adicionais dados aos acionistas, bem como uma redução na assimetria de informações entre controladores/administradores das empresas e participantes do mercado. A redução do risco geraria ainda uma melhor precificação das ações, o que, por sua vez, iria incentivar novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas. Por isso, era esperado que as companhias cujas ações estivessem listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos não ligados ao negócio são minimizados, apresentassem prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

As companhias listadas no Novo Mercado, de acordo com às exigências por segmento de listagem disponíveis no site da BMF&Bovespa, podem emitir somente ações ordinárias. Além disso, as empresas listadas nesse segmento devem adotar uma política de divulgação de informações mais transparentes e abrangentes, condizente com o padrão internacional (IFRS – International Financial Reporting Standards). Dois outros segmentos de listagem intermediários, Nível 1 e Nível 2, também foram criados com a finalidade de funcionar como degraus para as empresas abertas ou em vias de abertura, exigindo níveis não tão elevados de governança corporativa. Os requisitos do Nível 1 focam a transparência e não incluem a adoção à arbitragem privada, proporcionando às companhias uma oportunidade de sinalizar o compromisso com a boa governança corporativa, sem limitar fundamentalmente a sua flexibilidade em organizar a sua estrutura de controle. O Nível 2 exige das empresas a adesão a quase todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, exceto pela possibilidade de manutenção das ações preferenciais. A essas ações preferenciais, no entanto, são assegurados tag along a 80% do preço da venda do controle e direito de voto em algumas situações relevantes. Abaixo, seguem resumidamente as principais características das empresas listadas nos diferentes níveis de governança corporativa:

Tabela 5 – EXIGÊNCIAS POR NÍVEL DE GOVERNANÇA BMF&BOVESPA

Nível de Governança	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês			Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag	100% para	100% para ações	80% para ações	100% para ações ON	80% para ações ON

Along	ações ON	ON e PN	ON (conforme legislação)		(conforme legislação)
		100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)			
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&FBovespa

O Novo Mercado rapidamente se tornou o padrão demandado pelos investidores para as novas aberturas de capital, principalmente por investidores estrangeiros. Dessa maneira, as companhias realizaram mais ofertas de ações nesse período. O IGC, Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, apresentou um desempenho melhor que o índice das ações mais líquidas da Bovespa em 2004. Ao final do meio de 2006, 31 companhias encontravam-se listadas no Novo Mercado, 13 no Nível 2, e 34 no Nível 1, representando 52,99% da capitalização de mercado e 53,85% do volume negociado, conforme dados disponibilizados pela BM&FBovespa.

Parte da explicação para a ineficiência do mercado de ações em garantir fonte de financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras até o final da década de 1990 e início dos anos 2000 esteve intimamente relacionada com a legislação precária que regulamentava a abertura de capital e a manutenção da condição de companhia aberta. Porém, evitando o reducionismo em se tratar do tema do desempenho do mercado acionário brasileiro apenas como um fator institucional, existem razões de corte mais estrutural ou mesmo de ordem macroeconômica que influenciaram negativamente o mercado de capitais brasileiro no final da década de 1990 elevando o risco-país, como por exemplo, as crises cambiais e bancárias ocorridas nas economias emergentes. Posteriormente, esses mesmos fatores estruturais, só que agora com efeito positivo sobre o mercado, ajudaram e ajudam o mercado acionário brasileiro a se manter em franco crescimento, como por exemplo a manutenção de níveis sustentáveis de crescimento e controle da inflação que vem se desenhando desde o governo Lula.

O fato é que a partir de 2004, em especial, o mercado de ações brasileiro pareceu tomar um novo rumo, em parte impulsionado pelas mudanças no marco regulatório e em parte relacionado com o bom desempenho econômico do Brasil. Grandes empresas, como a Natura, Gol e CPFL, realizaram a abertura de capital no ano de 2004, chegando a movimentar juntas quase R\$2,5 bilhões, metade do total movimentado por IPO e quase 20% do total movimentado na Bovespa. A participação estrangeira médias nas ofertas públicas iniciais foi de 69%, o que evidencia a boa reputação do mercado acionário brasileiro no primeiro ano do ciclo de crescimento. Em relação ao nível de governança escolhido pelas empresas, 11 das 15 empresas que realizaram a oferta, fizeram-na sob as regras do Novo Mercado.

Tabela 6 – IPOs NA BMF&BOVESPA NO CICLO DE CRESCIMENTO 2004/2008²¹

NOME DA COMPANHIA	SEGMENTO	INÍCIO DE NEGOCIAÇÃO	Nº DE INVESTIDORES	VOLUME PRIMÁRIA (R\$ mil)	VOLUME SECUNDÁRIA (R\$ mil)	VOLUME TOTAL (R\$ mil) ²²	PART. ESTRANGEIRA
NATURA	Prod. de Uso Pessoal	2004	5460	-	768.121	768.121	67%
GOL	Transporte Aéreo	2004	12380	498.188	379.951	878.139	75%
CPFL ENERGIA	Energia Elétrica	2004	3271	684.650	136.313	820.962	69%
ENERGIAS BR	Energia Elétrica	2005	1473	1.170.133	14.570	1.184.703	26%
NOSSA CAIXA	Bancos	2005	8983	-	953.956	953.956	71%
COSAN	Alimentos Diversos	2005	10359	885.767	-	885.767	72%
COPASA	Água e Saneamento	2006	17214	813.462	-	813.462	74%
GAFISA	Construção Civil	2006	15560	494.394	432.595	926.989	72%
GP INVEST ¹	Holdings Diversificadas	2006	2524	705.981	-	705.981	76%
MMX MINER	Minerais Metálicos	2006	110	1.118.896	-	1.118.896	76%
MEDIAL SAUDE	Serv. Méd., Análises e Diag.	2006	3596	474.075	268.212	742.287	76%
SANTOS BRAS	Serv de Apoio e Armazenagem	2006	4873	924.969	8.433	933.402	77%
BRASCAN RES	Construção Civil	2006	4735	940.000	248.000	1.188.000	87%
DUFYBRAS	Produtos Diversos	2006	10805	-	849.755	849.755	69%
TECNISA	Construção Civil	2007	18216	590.652	200.651	791.303	59%
GVT HOLDING	Telefonia Fixa	2007	15645	1.076.400	-	1.076.400	76%

²¹ Empresas selecionadas com volume total negociado acima de R\$ 700 milhões.

JBS	Carnes e Derivados	2007	23690	1.216.750	400.000	1.616.750	74%
AGRA INCORP	Construção Civil	2007	5651	752.349	33.689	786.038	67%
WILSON SONS	Serv de Apoio e Armazenagem	2007	12393	261.470	444.499	705.969	74%
INPAR S/A	Construção Civil	2007	10114	756.000	-	756.000	70%
LOG-IN	Transporte Hidroviário	2007	28172	443.333	404.913	848.247	75%
DAYCOVAL	Bancos	2007	8014	936.406	156.068	1.092.474	70%
MARFRIG	Carnes e Derivados	2007	5527	654.066	366.444	1.020.510	68%
REDECARD	Serv Financeiros Diversos	2007	31297	420.000	4.222.695	4.642.695	72%
INVEST TUR	Exploração de Imóveis	2007	114	945.000	-	945.000	87%
MRV	Construção Civil	2007	16745	1.071.155	122.245	1.193.400	73%
MULTIPLAN	Exploração de Imóveis	2007	25531	688.328	236.201	924.528	64%
SUL AMERICA	Seguradoras	2007	19979	775.000	-	775.000	72%
BICBANCO	Bancos	2007	6257	492.916	328.610	821.526	85%
BOVESPA HLD	Serv Financeiros Diversos	2007	67914	-	6.625.521	6.625.521	78%
AMIL	Serv. Méd. , Análises e Diag.	2007	4675	994.700	406.000	1.400.700	80%
PANAMERICA NO	Bancos	2007	21792	700.426	-	700.426	67%
BMF	Serv Financeiros Diversos	2007	260946	-	5.983.697	5.983.697	77%
MPX ENERGIA	Energia Elétrica	2007	325	2.035.410	-	2.035.410	71%
OGX PETROLEO	Exploração e/ou Refino	2008	2560	6.711.663	-	6.711.663	63%

Fonte: BM&FBovespa

O ano de 2007 foi o mais promissor no recente ciclo de crescimento do mercado de ações. O volume total negociado na bolsa, entre ofertas iniciais e follow-on, passou de R\$70 bilhões nesse ano, mais que o dobro do volume negociado em 2006, sendo que 79% desse total, ou seja, R\$ 56,6 bilhões, apenas por IPOs. Das 64 empresas que realizaram o IPO, 43 abriram seu capital respeitando as exigências do Novo Mercado. A participação média estrangeira na compra de ações de empresas recém listadas foi de 70%, o nível mais alto do ciclo 2004/2008. A média total de investidores foi de 9870 investidores, um número também expressivo quando comparado a média de 4829 investidores em 2004. O ótimo desempenho do mercado acionário brasileiro se deve, em grande parte, ao otimismo internacional quanto às condições de crescimento do Brasil. Em 2006, o risco Brasil caiu abaixo de 200 pontos, caminhando para uma classificação

investment grade²³. O risco da cesta de países emergente (EMBI+) foi de 174 pontos, nível recorde até a data. Os preços relativos das ações das empresas brasileiras, abaixo dos demais mercados emergentes, foram determinantes para consolidar a atratividade do mercado de ações nacional. O programa de popularização Bovespa Vai até Você, criado em setembro de 2002, trouxe mais investidores pessoa física para a bolsa de valores. No ano de 2006, foram criados 420 clubes de investimento, segundo dados da Bovespa. Ao todo, os cotistas somaram 130 mil, com cerca de R\$ 9,6 bilhões em ativos para investir. Todos esses fatores conjuntamente contribuíram para o excepcional desempenho do mercado de ações brasileiro em 2007.

A crise financeira mundial em 2008 impactou diretamente o ciclo de crescimento acelerado do mercado de ações brasileiro. No ano da crise, as empresas praticamente não recorreram ao financiamento via emissão pública de ações. O volume total negociado foi praticamente a metade do ano anterior, alcançando apenas R\$34,3 bilhão. Apenas quatro empresas realizaram o IPO, sendo três delas como Novo Mercado, representando somente 22% do total negociado em ofertas públicas.

Tabela 7 – OFERTAS PÚBLICAS EM VOLUME NEGOCIADO

ANO	IPO	REPRESENTATIVIDADE IPO	FOLLOW-ON (R\$ bi)	REPRESENTATIVIDADE FOLLOW-ON	TOTAL (R\$ bi)
2004	4,49	51%	4,32	49%	8,80
2005	5,45	39%	8,49	61%	13,94
2006	15,37	51%	15,06	49%	30,44
2007	55,65	79%	14,46	21%	70,11
2008	7,49	22%	26,76	78%	34,26
2009	23,83	52%	22,15	48%	45,98
2010	11,19	8%	138,05	92%	149,24
2011*	3,85	77%	1,17	23%	5,03

*Dados disponíveis até Março de 2011.

Fonte: BM&FBovespa

²³ O grau de investimento é uma classificação de risco dada a um país a partir de uma avaliação da probabilidade de default de obrigações financeiras. Essa avaliação é concedida pelas principais agências mundiais de rating, como a Fitch Ratings, a Moody's e a Standard & Poor's. Teoricamente, um país com grau de investimento teria mais chances de honrar seus compromissos financeiros do que outro que não tenha grau de investimento. Diversos fatores são levados em conta pelas agências na avaliação dos países, como as reservas internacionais, a dívida governamental, a liberdade de imprensa e a distribuição de renda. As classificações de risco de AAA/Aaa até no mínimo BBB-/Baa3, são consideradas como investment grade, ou grau de investimento, enquanto as abaixo são consideradas como speculative grade, ou de grau especulativo.

Mesmo com o incipiente estouro da crise financeira global, duas das quatro maiores agências de risco avaliaram o Brasil, em abril de 2008, como investment grade. O Brasil foi a 14ª economia a ter sua avaliação de risco país elevada para investment grade. Essa avaliação trouxe reflexos evidentes para o ano de 2009, após os efeitos mais devastadores da crise. As outras duas maiores agências mundiais de avaliação de risco também realizaram em 2009 um upgrade no risco Brasil, motivados pela relativa resistência da economia brasileira a choques externos. Em 2009, o mercado de ações voltou a apresentar crescimento. O volume negociado em ofertas públicas cresceu 34% em relação ao ano da crise, puxado principalmente pelos IPOs. Somente a VISANET e o Santander Brasil movimentaram juntos, em suas ofertas públicas iniciais, R\$15,4 bilhões, ou seja, 34% do total negociado em ofertas no ano de 2009.

Em 2010, o crescimento do mercado acionário se mantém, agora ancorado fundamentalmente em ofertas follow-on, representando 92% do total movimentado em ofertas públicas na bolsa. Esse fenômeno se deve principalmente à oferta pública da Petrobrás, que totalizou um volume arrecadado de mais R\$12 bilhões, isto é, 80% do volume total arrecadado pelas empresas via oferta de ações. Portanto, excluindo o efeito da emissão da Petrobrás, é possível notar que o número de empresas que realizaram o IPO cresceu, a despeito do volume de recursos arrecadados via oferta inicial tenha sido menor do que do ano de 2009. Ao todo, 11 empresas realizaram o IPO, sendo que apenas uma delas não o fez sob as regras do Novo Mercado.

Para 2011, as projeções parecem otimistas. Um fenômeno relativamente novo, característico de mercados acionários mais desenvolvidos, começa a se esboçar no mercado brasileiro. As empresas, antes com controle e estrutura de propriedade bem definidos, como o grupo Ultra, decidem pulverizar o controle acionário, atendendo ao objetivo final do Novo Mercado. O tópico seguinte será destinado exclusivamente para o estudo das estruturas de controle e propriedade das empresas listadas na Bolsa entre 2004 e 2008. Posteriormente, na última parte do trabalho, serão apresentados casos de empresas que pulverizaram a concentração do capital votante, indicando um novo movimento para as conclusões apresentadas a seguir.

A estrutura de propriedade e controle das empresas abertas nos anos 2000

Com os novos segmentos de listagem introduzidos pela Bovespa e com as reformas nas leis referentes às sociedades anônimas e à CVM, era esperado que as empresas recém listadas na Bovespa passassem a apresentar uma estrutura de propriedade do capital e controle mais dispersas. A presença dos investidores estrangeiros, principalmente a partir de 2004, aumentou a demanda por padrões mais exigentes de governança corporativa, tendo influência direta na concentração da listagem dos IPOs no Novo Mercado.

Aldrighi (2008), a partir do estudo das IPOs do período, demarca as principais características das IPOs realizadas entre 2004 e 2008 na Bovespa. Para o autor, mesmo após as significativas mudanças na regulamentação do mercado acionário, as novas ofertas públicas não provocaram uma descontinuidade em relação ao padrão tradicional de propriedade do capital e de controle verificado na década de 90.

Ao analisar a parcela das ações em circulação no mercado, o autor verifica que os controladores e a tesouraria retém uma parcela significativa das ações. A Tabela 8 mostra que apenas 19 das 107 (17,7%) empresas estreantes na Bovespa durante o período possuíam free float superior a 50% das ações negociadas. Quando analisada a média free float por segmento de listagem na bolsa, verifica-se que, no período de 2004 a 2008, independentemente do segmento de listagem adotado pela empresa, para todos a média free float do capital social fica abaixo de 40%.

Tabela 8 – Distribuição do Número de Empresas com IPOs segundo Intervalos de Free-Float do Capital Social e Segundo Segmento de Listagem: 2004-2008

Porcentagem da distribuição	N.	% Numero de Empresas
Menor do que 20%	13	12,15%
Maior ou igual a 20% e menor do que 30%	35	32,71%
Maior ou igual a 30% e menor do que 40%	20	18,69%
Maior ou igual a 40% e menor do que 50%	20	18,69%
Maior ou igual a 50% e menor do que 75%	16	14,95%
Maior ou igual a 75%	3	2,80%
Total	107	100%

Fonte: Aldrighi (2008)

Tabela 9 – Distribuição do Número de Empresas com IPOs segundo Segmento de Listagem: 2004-2008

Segmento de Listagem	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio
					Padrão
BDR	32,14%	31,27%	16,19%	54,18%	0,12429
Nível I	31,47%	27,83%	13,12%	83,38%	0,22005
Nível II	32,87%	32,29%	7,70%	70,65%	0,15684
Novo mercado	38,02%	31,05%	0,00%	84,27%	0,16853

Fonte: Aldrighi (2008)

Era esperado que a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa trouxesse uma melhor distribuição dos direitos de votos, diluindo a estrutura de controle das empresas brasileiras. Essa expectativa foi reforçada pelo fato que a maioria das empresas que se listaram a partir de 2004 obedeceram às exigências do Novo Mercado. A Tabela 9 prova que essa expectativa se frustrou uma vez que a participação média do maior acionista último nos direitos de votos das empresas que realizaram IPO continuou sendo bastante elevada, em todos os segmentos de listagem. Em 62% das empresas que abriram o capital através da emissão pública de ações havia um controlador, ou seja, um acionista detendo mais de 50% mais um do capital votante. Em 16% dessas empresas, o controlador era proprietário de 75% ou mais dos votos. As empresas em que o maior acionista último detinha menos de 20% do capital votante representou apenas 10% do total de empresas analisadas, conforme mostrado na Tabela XI. Para as 77 empresas que fizeram o IPO e se listaram no Novo Mercado, 57% o maior acionista último detinha mais de 50% do capital votante. Dessas empresas que se listaram no Novo Mercado, 18 tinham a estrutura de controle assegurada por um Acordo entre acionistas. Além da alta concentração do controle, outra característica que o autor evidencia é a elevada parcela de direito de cash flow²⁴ sob a propriedade do maior acionista último. Como é possível verificar na Tabela

²⁴ Conforme Assaf Neto (2010), direito de cash flow dos acionistas (FCA), é o valor estimado de caixa disponível para distribuição de dividendos. A estrutura de cálculo do FCA é a seguinte: 1) soma-se o lucro líquido com as despesas não desembolsáveis, como depreciação e amortização; 2) chega-se ao fluxo de caixa das operações; 3) desse montante chega-se ao fluxo de caixa disponível aos acionistas através da dedução do investimento em capital fixo, da variação do investimento em giro, do pagamento principal da dívida e das novas dívidas contraídas. O FCA é valor dos dividendos que uma sociedade pode e deve distribuir. Empresas que distribuem lucros a seus acionistas acima do FCA estão pagando acima de sua capacidade, financiando essa decisão pela redução do seu caixa ou tomando novos recursos emprestados. Por outro lado, empresas que pagam montante de dividendos inferior ao FCA estão remunerando os acionistas abaixo de sua capacidade de gerar caixa, usando recursos em excesso

11, em todos os segmentos de listagem, o maior acionista último tem mais que 40% dos direitos sobre o fluxo de caixa.

As estruturas piramidais de propriedade, ou seja, empresas cujos principais acionistas últimos exercem controle por intermédio de pelo menos uma empresa de capital aberto, prevaleceram também nas empresas que fizeram IPO obedecendo às regras do Novo Mercado. As EPP, como são chamadas as estruturas piramidais de poder, são estruturas societárias entre várias empresa subordinadas e subordinantes, em que o acionista controlador de uma acaba tendo controle indireto sobre a abaixo por conta da participação da primeira na segunda. Quanto maior a estrutura societária acima, maior o nível da pirâmide. Nas 77 que se listaram como NM, 49 estavam envolvidas em arranjos piramidais, conforme Tabela 12.

Tabela 10 – Participação Média do Maior Acionista Último nos Direitos de Votos e de Cash-Flow das Empresas por Nível de Governança (2004-2008)

Nível de Governança	Direitos de Voto	Direitos de Cash Flow
BDR	74,61%	40,61%
Nível I	68,89%	48,94%
Nível II	73,05%	55,43%
Novo mercado	47,62%	44,48%

Fonte: Aldrighi (2008) - Modificado

para outras finalidades, como maior margem de segurança operacional. Quanto maior o FCA, maior será o preço da ação considerando que esse preço é o valor presente descontado dos fluxos de caixa estimados disponíveis aos acionistas.

**Tabela 11 - Distribuição da Participação do Maior Acionista Último no Capital
Votante das Empresas que Lançaram IPO (2004-2008)**

Fração do Capital Votante	Número de empresas	Parcela Número de empresas
≤ 20%	11	10,28%
≥ 20% e < 30%	10	9,35%
≥ 30% e < 40%	7	6,54%
≥ 40% e < 50%	12	11,21%
≥ 50% e < 75%	49	45,79%
≥ 75% e < 100%	11	10,28%
100%	7	6,54%
Total	107	100%

Fonte: Aldrighi (2008)

Tabela 12 - Nível de Pirâmide das Empresas que Lançaram IPO (2004-2008)

Nível da Pirâmide	N. de Empresas	% N. de Empresas	N. de Empresas do Novo Mercado	% do N. de Empresas do Novo Mercado
0	24	22,43%	18	23,38%
1	42	39,25%	26	33,77%
2	26	24,30%	22	28,57%
3	8	7,48%	6	7,79%
4	3	2,80%	2	2,60%
6	1	0,93%	1	1,30%
7	2	1,87%	2	2,60%
8	1	0,93%	0	0,00%
Total	107	100%	77	100%

Fonte: Aldrighi (2008)

Por fim, a última característica destacada pelo autor sobre a concentração de controle e propriedade das empresas brasileiras a partir de 2004 se refere a composição dos Conselhos de Administração. A Bovespa determina que os conselheiros independentes são aqueles eleitos por acionistas minoritários ou aqueles que atenderem determinados requisitos, como por exemplo,

não terem vínculo com o acionista controlador. O autor verificou que a parcela média de independência dos conselhos de administração das empresas que realizaram o IPO entre 2004 e 2008 e se listaram no Novo Mercado é de 27%. Esse baixo percentual traz para a discussão a possibilidade da decisão do conselho estar vinculada aos interesses do controlador. Nos demais segmentos de listagem, a média de independência é ainda mais preocupante. Apenas em 20% das 107 empresas estudadas o conselho de administração era composto por 50% ou mais conselheiros independentes.

Todo o estudo realizado por Aldrighi (2008) mostra que, a despeito das mudanças introduzidas pelos novos segmentos de listagem criados pela Bovespa, não houve uma ruptura com o padrão tradicional de estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras. O ciclo de crescimento do mercado acionário em 2004 se consolidou sobre bases tradicionais de controle, o que põe em cheque à questão do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e conseqüentemente de uma fonte alternativa de financiamento de longo prazo para as empresas.

Capítulo II

Estrutura de Capital, Fontes de Financiamento e IPO

O principal objetivo do primeiro capítulo foi contextualizar a evolução do mercado de capitais brasileiro, em especial, o mercado de ações, explorando a sua principal característica, isto é, a concentração da estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores. A segunda parte do trabalho será dedicada ao estudo das variáveis que influenciam na tomada de decisão pelo IPO por parte das empresas brasileiras. Primeiramente, serão expostas as teorias envolvendo estrutura de capital e fontes de financiamento das empresas. Revisadas as teorias de financiamento das empresas, serão abordados estudos sobre os incentivos e obstáculos à abertura de capital. O objetivo de realizar a revisão teórica sobre fontes de financiamento das empresas e, posteriormente, abordar as principais razões e pontos a serem considerados por uma empresa que opta por realizar a emissão pública inicial de ações para financiar seus projetos de investimento, é justamente extrapolar a visão do IPO como uma simples escolha entre capital próprio versus capital de terceiros, abordando fatores internos e externos à firma que influenciam diretamente na decisão da empresa pela abertura de capital.

I. Teorias sobre Estrutura de Capital e Fontes de Financiamento das Empresas

Ao se expandirem as empresas necessitam de recursos, seja através de capital próprio, seja através de capital de terceiros. Existem fontes internas de captação, ou seja, capital proveniente de fluxos de caixa gerados pelas próprias atividades da empresa, sendo definido por lucro líquido mais depreciação menos dividendos, e fontes externas de captação de recursos, ou seja, novas dívidas e novas ações, menos recompras e resgates..

As fontes internas são divididas entre lucros retidos e rotatividade de crédito. Uma interpretação alternativa para os lucros retidos é considerá-los como uma emissão inteiramente subscrita pelos próprios acionistas da empresa, que ao invés de receberem os dividendos, investem os recursos na expansão da empresa. O efeito da utilização de lucros retidos para financiamento, ainda que a primeira vista benéfica à empresa por evitar o pagamento de juros, tende a reduzir a rentabilidade da ação, pois ao não pagar dividendos, a empresa torna-se menos

atrativa ao investidor. Há ainda a possibilidade que a empresa se financie através da rotatividade de crédito, isto é, melhorando a relação entre o tempo de uso do capital próprio e do capital de terceiros. Por exemplo, a empresa, ao renegociar prazos de pagamento e recebimento tornando-os mais favoráveis, diminui a necessidade de financiamento do seu capital de giro. Essa alternativa dependerá do poder de barganha que a empresa possui para renegociar prazos junto aos fornecedores e clientes.

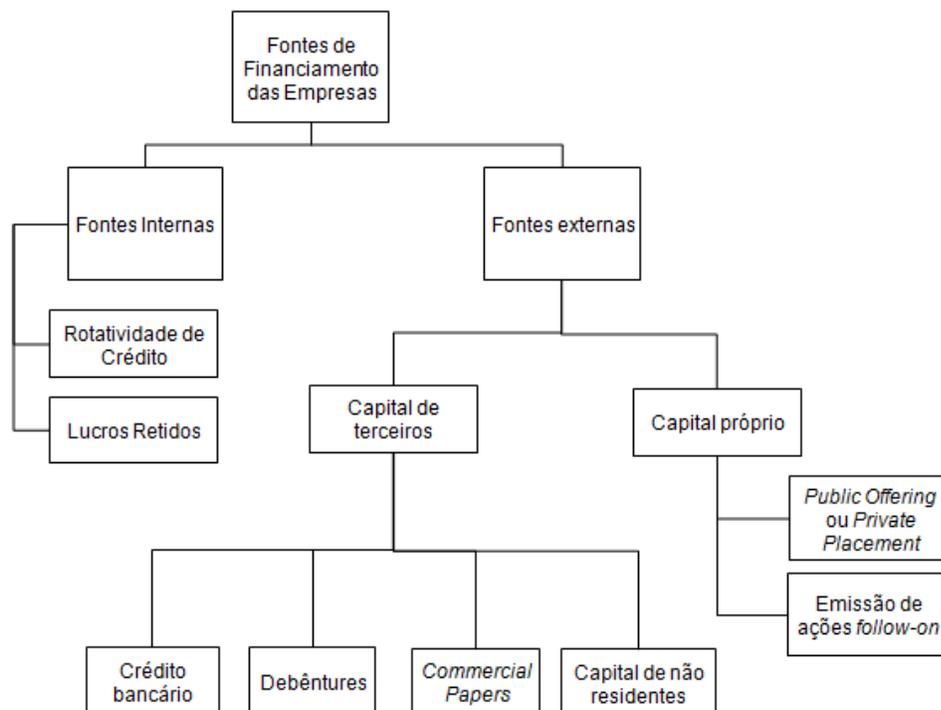
Quanto às fontes externas de financiamento, a empresa pode realizar uma operação usual de empréstimo bancário ou emitir títulos negociáveis. As debêntures são títulos emitidos por empresas S.A, necessariamente de capital aberto, que possuem prazo superior a um ano. São mais flexíveis em relação a amortizações e garantias do que os empréstimos bancários. Os commercial papers, outra alternativa de crédito, são títulos de prazo mais curto e que não necessariamente precisam ser emitidos por empresa de capital aberto. Como se trata de uma obrigação de curto prazo, isto é, para pagamento entre 30 e 360 dias, a empresa deve ter uma sólida capacidade financeira de liquidar suas obrigações em tempo hábil. A grande vantagem desse tipo de título é ser uma fonte relativamente rápida de captação e com flexibilidade para acordos bilaterais entre os envolvidos. Outra alternativa de financiamento via captação de fontes externas é a utilização de capital de não residentes. Um exemplo são as export notes, títulos que concedem ao comprador direitos creditórios de exportação e que são lastreados, obrigatoriamente, por contratos de compra e venda firmados entre o exportador e empresas estrangeiras importadoras.

Por fim, as empresas podem utilizar capital próprio captado externamente através do aumento de capital, ou seja, ampliando sua estrutura acionária através do lançamento de novas ações. Caso a empresa realize a oferta junto a um grupo restrito de indivíduos ou instituições, como por exemplo, entre os próprios funcionários da empresa, não divulgue a venda para nenhum meio de comunicação e, adicionalmente, não oficialize o esforço de venda através do registro do processo junto à CVM, essa oferta é chamada de oferta privada ou private placement. Se a empresa optar por realizar a oferta junto a investidores do mercado através de uma oferta pública, ela deverá, necessariamente, oficializar o pedido junto à CVM e percorrer alguns passos que garantem ao investidor que os requisitos de abertura de informações foram atendidos, como por exemplo, prospectos de abertura, prospecto de encerramento, publicações trimestrais das informações financeiras, divulgação de fatos relevantes, entre outros requisitos obrigatórios para

uma empresa de capital aberto. Mais adiante no capítulo, serão explorados todos os passos que uma empresa S.A. deve seguir para listar suas ações em bolsa de valores.

O diagrama 1 resume as alternativas para fontes de financiamento disponíveis as empresas, dividindo-as entre fontes internas e fontes externas, tal como exposto acima.

Diagrama 1: Fontes de Financiamento das Empresas



Fonte: BM&FBovespa Mercado a Vista de Ações 30/10/2009

A escolha por qualquer uma dessas fontes de financiamento, em especial aquela entre os recursos próprios e de terceiros, implica em custos e obrigações diferentes para a empresa. A maneira pela qual a empresa administra a relação entre quantidade de capital próprio (patrimônio líquido) e capital de terceiros (exigível) é chamada de estrutura de capital. A estrutura de capital escolhida, por sua vez, impacta diretamente o custo de capital total de empresa. Portanto, essa é uma decisão extremamente relevante para o negócio, uma vez que a otimização do nível de endividamento traz conseqüências diretas sobre a viabilidade dos investimentos e sobre a maximização do valor da empresa, beneficiando a riqueza dos acionistas.

Segundo Assaf Neto (2010), é marcante a existência de opiniões divergentes na teoria das finanças sobre a existência ou não de uma estrutura de capital ótima, ou seja, de uma composição de capital que possibilite a redução do custo total ao seu valor mínimo, sendo, portanto, comparativamente preferível a outras fontes. Apesar do grande número de trabalhos teóricos e práticos desenvolvidos no ambiente de Finanças Corporativas, esse não é um assunto totalmente definido. Existem, basicamente, duas grandes linhas de pensamento sobre esse assunto: a teoria convencional e a proposta defendida por Modigliani e Miller, as quais divergem por aceitar e rejeitar, respectivamente, a existência de uma estrutura ótima de capital que possibilite a redução do custo do capital a uma patamar mínimo e com isso gere a maximização de valor da empresa e, conseqüentemente, a maximização do valor para o acionista. Ambas as teorias, assumem pressupostos bastante reducionistas quanto ao funcionamento de mercado de capitais. Diante dessas falhas práticas ao considerar o mercado como perfeito, surgiram outras teorias que buscam explicar a escolha da estrutura de capital através de questões reais enfrentadas pela empresa, como por exemplo, a possibilidade de aquisição hostil caso opte pela abertura, ou mesmo a presença de janelas de oportunidade que facilitam a escolha pela oferta pública de ações. Os próximos tópicos do trabalho serão dedicados ao aprofundamento tanto das grandes linhas de pensamento sobre o assunto de escolha ótima de capital quanto das linhas mais práticas.

II Teoria Convencional

A teoria convencional admite que é possível uma empresa definir um valor mínimo para seu custo de capital ao combinar adequadamente suas fontes de financiamento. Ao minimizar seu custo de capital, estaria ao mesmo tempo maximizando a riqueza de seus acionistas.

O custo de capital de terceiros é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa. Esse custo representa um custo explícito obtido pela taxa de desconto que iguala, em determinado momento, os vários desembolsos previstos de capital e de juros, com o principal liberado para a empresa. O custo de capital próprio, por sua vez, representa o retorno desejado pelos acionistas de uma empresa em suas decisões de aplicação de capital próprio. Por ser de difícil mensuração, especialmente para companhias com ações pulverizadas, geralmente aplica-se um método direcionado a esse cálculo.

Um procedimento bastante utilizado para mensurá-lo é através do método de fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros esperados pelo mercado. A grande dificuldade desse método é estimar os valores futuros esperados de caixa, especialmente da taxa de crescimento dos dividendos futuros. Outro método de mensuração para o custo de capital próprio é derivado da aplicação do modelo de precificação de ativos CAPM. Nesse modelo, existe uma relação linear entre o retorno de um ativo e o retorno de mercado. A taxa requerida de retorno é condizente com o risco percebido, dessa maneira, quanto maior o risco da decisão de aplicação, maior o retorno exigido pelos proprietários de capital. Para níveis mais baixos de risco, é possível remunerar os investidores com taxas mais baixas. Em outras palavras, o risco adicional só é compensado por uma remuneração adicional equivalente.

No modelo CAPM, o risco de um ativo é mensurado pelo coeficiente β , determinado pela inclinação da reta de regressão linear entre o retorno do ativo e a taxa de retorno da carteira de mercado. Sendo assim, a taxa requerida por um investidor deve conter a taxa livre de risco da economia, mais um prêmio que remunere, proporcionalmente, o risco apresentado pelo ativo avaliado. Por exemplo, uma empresa que apresente um $\beta=1,2$, ou seja, seu risco percebido está acima da média do mercado, seus investidores devem exigir um retorno (k_s) de 17,8%, admitindo uma taxa livre de risco k_0 de 7% e uma rentabilidade oferecida pelo mercado em sua totalidade k_i de 16%. Essa é a taxa de retorno requerida diante do risco da ação avaliado pelos investidores, constituindo o custo de capital próprio da empresa.

$$K_s = k_0 + \beta \times (k_i - k_0)$$

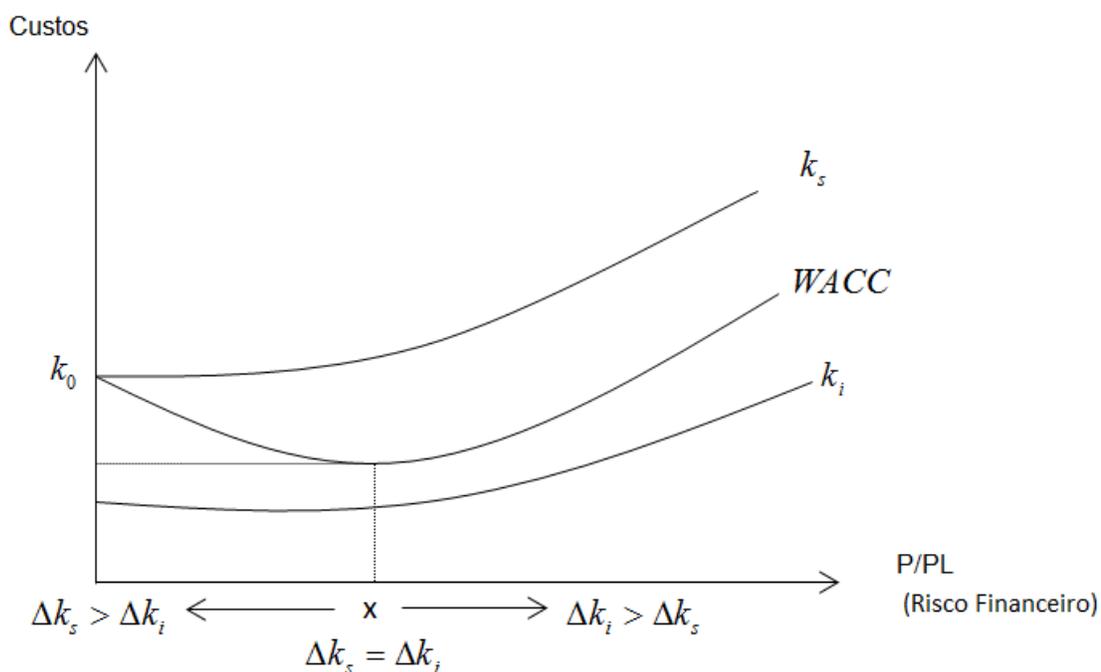
$$K_s = 7\% + 1,2 \times (16\% - 7\%)$$

$$K_s = 17,8\%$$

Na representação gráfica abaixo do modelo convencional de estrutura de capital, é possível perceber que o custo de capital próprio se eleva mais rapidamente do que o custo de capital de terceiros. O custo de capital de terceiros se mantém estável até determinado nível de endividamento, e começa a se elevar quando a participação das dívidas na estrutura de capital se acentua, ponto representado pelo x no gráfico. Para níveis mais baixos de endividamento, ou seja, P/PL menor, há uma diminuição do custo de capital total da empresa com o aumento da participação da dívida na estrutura de capital. Isso acontece porque o custo marginal do capital de

terceiros é inferior ao custo marginal do capital próprio. Os benefícios dos recursos de terceiros mais baratos não foram absorvidos pela presença de recursos próprios mais onerosos na estrutura de capital derivados do aumento do risco percebido pelo endividamento. A redução no custo médio ponderado de capital WACC se dá até o ponto ótimo de endividamento definido por x no gráfico. Quando a relação passivo oneroso (P) e patrimônio líquido (PL) ultrapassa esse ponto, o custo médio ponderado de capital aumenta e o valor da empresa decresce.

Gráfico 1 – Modelo Convencional



Fonte: Assaf Neto (2010)

Sendo:

P: Recursos de terceiros

PL: Recursos próprios

k_s : Custo do capital próprio

k_i : Custo do capital de terceiros

k_0 : Custo do capital próprio caso a empresa se financiasse exclusivamente com capital próprio

WACC: Custo total do capital ou custo médio ponderado de capital

A teoria convencional defende que a empresa pode elevar seu endividamento até o ponto em que acréscimos na relação P/PL passam a aumentar proporcionalmente o custo médio ponderado de capital por conta da elevação do risco financeiro²⁵ percebido pelos investidores. Para essa teoria, o custo de capital de terceiros é dependente do risco financeiro da empresa e não da natureza da fonte de financiamento e do investimento a ser financiado. A economia, nesse caso, possui taxas de juros homogêneas e o mercado de capitais é eficiente.

I.II Modelo Modigliani Miller (com e sem Imposto)

O tratamento teórico mais conhecido sobre estrutura de capital foi formulado por Modigliani e Miller em 1958, no trabalho intitulado “The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. Nesse trabalho, os autores concluem, de maneira contrária à teoria convencional, que uma empresa não pode alterar o valor de seus títulos mudando as proporções de sua estrutura de capital. O valor da empresa, de acordo com a primeira premissa estabelecida na teoria Modigliani e Miller (MM), é sempre o mesmo independentemente da estrutura de capital escolhida pela empresa, e portanto, seus efeitos são indiferentes para os interesses dos acionistas.

Conforme Assaf Neto (2010) bem destacam, para Modigliani Miller, dois bens considerados similares devem ser avaliados pelo mesmo valor independentemente da forma como são financiados. Não existe, nesse modelo, dependência entre o investimento e as diversas fontes de capital que o financiam. O que definirá o valor de um investimento é a sua rentabilidade e o risco associado à decisão e não a forma como o mesmo é financiado.

Conforme mostrado no gráfico 2, no modelo MM sem a presença de impostos, os reflexos de uma maior participação de capital de terceiros, teoricamente mais baratos, seriam totalmente compensados pelo aumento natural na taxa de desconto do capital próprio associado a um

²⁵ Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), risco financeiro é o risco adicional colocado sobre os acionistas ordinários como resultado da decisão da empresa em usar dívida. Dessa maneira, quanto maior a alavancagem financeira, maior o risco financeiro do investimento.

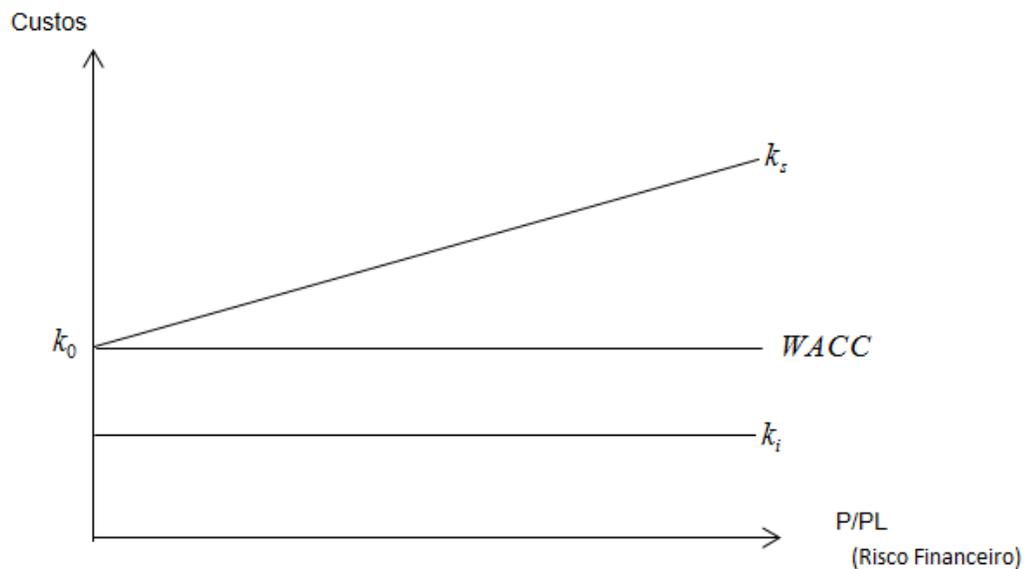
aumento do risco financeiro. Esse mecanismo de compensação permite que a média ponderada do custo total de capital não seja alterada para qualquer nível de endividamento.

De uma maneira análoga, os fluxos de caixa gerados pelo investimento continuarão sendo os mesmos independentemente da estrutura de capital escolhida para financiá-lo. Como os fluxos de caixa de uma empresa alavancada são menores do que o de uma empresa não alavancada, por conta do pagamento de juros, as ações serão vendidas por um preço menor. Para o empreendedor será indiferente, uma vez que ele levantará o mesmo montante, assim como faria caso utilizasse somente capital próprio e não lidasse com a diminuição do valor da ação. No final, o bolo não se altera quando dividido em partes de capital (próprio e de terceiros), a soma das partes deve ser igual ao todo.

Para chegar a tal conclusão, o modelo de MM, sem considerar os impostos, se apóia em algumas premissas básicas, destacadas por Berk e Demarzo (2008) e Assaf Neto (2010):

- i. Não há impostos, custos de transação ou custos de emissão associados às negociações de valores mobiliários;
- ii. Os investidores são capazes de captar no mercado financeiro a mesma taxa de juros das empresas. Sendo assim, é possível que os investidores realizem a arbitragem no mercado, como será demonstrado em um exemplo a seguir;
- iii. Não há custos de falência, isto é, não há aumento do custo de capital de terceiros decorrente de níveis de endividamento mais elevados;
- iv. As decisões de financiamento da empresa não alteram os fluxos de caixa gerados por seus investimentos, e conseqüentemente, não alteram o valor da empresa.

Gráfico 2 – Modelo MM sem impostos



Fonte: Assaf Neto (2010)

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) demonstram a primeira premissa de MM a partir de um exemplo bastante simples: duas empresas idênticas exceto pelas suas estruturas de capital concorrem como alternativas de aplicação para um investidor qualquer. A primeira possui, em sua estrutura, apenas recursos próprios, ou seja, o valor total de seus ativos é igual ao valor dos recursos próprios aplicados. A segunda utiliza \$4.000.000 de capital de terceiros (D_B) a um custo de 7,5% (k_i). Ambas possuem o mesmo EBIT²⁶ de \$900.000. Assume-se que as duas empresas estão em situação de crescimento nulo, isto é, o EBIT permanece constante e todos os lucros são distribuídos como dividendos. Além disso, antes que qualquer arbitragem ocorra, ambas as empresas têm a mesmo custo de capital próprio de 10%. Segundo a expressão geral de valor presente líquido de uma perpetuidade para cálculo do valor da ação,

$$S = \frac{\text{Dividendos}}{k_s} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{k_s} = \frac{\text{EBIT} - k_i D}{k_s}$$

²⁶ EBIT, Earning Before Income and Tax, é um indicador econômico que mostra a geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas com suas atividades operacionais, sem levar em consideração os efeitos financeiros e os impostos.

temos que os valores da ação das empresas (S) e seus respectivos valores de mercado (V) são:

Empresa A

$$\text{Valor da Ação da empresa A} = S_A = \frac{EBIT - k_i D_A}{k_{S_A}} = \frac{\$900.000 - \$0}{0,10} = \$9.000.000$$

$$\text{Valor de mercado total da empresa A} = V_A = D_A + S_A = \$9.000.000$$

Empresa B

$$\begin{aligned} \text{Valor da Ação da empresa B} = S_B &= \frac{EBIT - k_i D_B}{k_{S_B}} = \frac{\$900.000 - 0,075(\$4.000.000)}{0,10} \\ &= \frac{\$60.000}{0,10} = \$6.000.000 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Valor de mercado total da empresa B} = V_B &= D_B + S_B = \$4.000.000 + \$6.000.000 \\ &= \$10.000.000 \end{aligned}$$

Dessa maneira, antes da arbitragem, e assumindo que o retorno exigido para os dois investimento é o mesmo (o que implica que a estrutura de capital não tem efeito sobre o custo de capital próprio), o valor da empresa B alavancada supera o valor da empresa A financiada apenas por capital próprio.

Supondo um investidor que detenha 10% em ações da companhia B, de forma que o valor de mercado de seu investimento seja \$600.000. De acordo com a primeira proposição de MM, em um ambiente sem impostos, é possível que o investidor aumente seu lucro sem aumentar sua exposição ao risco, pois existem duas empresas idênticas exceto pela sua estrutura de capital. A alternativa de investimento seria vender as ações da empresa B por \$600.000, tomar emprestado 10% da dívida de B, através de uma alavancagem feita em casa²⁷, ou seja, captando \$400.000 e,

²⁷ A alavancagem feita em casa, ou simplesmente a captação de crédito feita pelo próprio investidor, se apóia em uma hipótese crucial na teoria de Modigliani Miller, ou seja, que os indivíduos podem tomar emprestado à mesma taxa de captação das empresas. Um dos argumentos da teoria é o de que existem custos de negociação e monitoramento da dívida para o credor, bem como as despesas de execução em caso de inadimplência das empresas. Esses fatores elevam o custo de tomar emprestado pelas empresas. Ao mesmo tempo, as corretoras são bastante protegidas em relação a inadimplência de seus investidores, por exemplo,

por fim, comprando 10% da empresa A com menor valor por \$900.000. Dessa maneira, sobrariam \$100.000 para investir a taxa livre de risco k_i a 7,5%. As posições de lucro finais seriam:

$$\text{Lucro Antigo} = 10\% S_B = 0,10 \times \$6.000.000 = \$60.000$$

$$\begin{aligned}\text{Lucro Novo} &= 10\% S_A + 7,5\% \times \$100.000 - 7,5\% \times \$400.000 \\ &= \$90.000 + \$7.500 - \$30.000 = \$67.000\end{aligned}$$

O retorno total sobre a riqueza líquida do investidor, ou seja, \$600.000, aumentaria para \$67.500. Além disso, seu risco permaneceria o mesmo, pois o investidor apenas teria trocado sua participação de 10% nos \$4.000.000 da empresa alavancada por \$400.000 de alavancagem caseira. Assim, nem a dívida efetiva nem o risco se alterariam. Modigliani e Miller argumentam que o processo de arbitragem ocorreria até o momento em que, com o aumento das vendas das ações da empresa B, seu valor diminuiria, ao mesmo tempo em que o valor da empresa A aumentaria pelo aumento da demanda. Quando o equilíbrio fosse estabelecido, os valores da empresa A e B e seus custos médios ponderados de capital seriam rigorosamente os mesmos.

A prova de arbitragem exemplificada acima mostra que se duas empresas diferem somente na maneira pela qual são financiadas, então necessariamente o valor de mercado de ambas é igual. A proposição I de MM sem impostos estabelece exatamente essa idéia, isto é, o valor da empresa sem capital de terceiros é igual ao da empresa com capital de terceiros. Caso fossem diferentes como mostra o exemplo, os investidores administrariam seus investimentos de modo a aumentar seu lucro sem aumentar sua exposição ao risco. Dessa maneira, venderiam as ações da empresa com mais alta avaliação e comprariam aquela com mais baixa avaliação, usando a alavancagem feita em casa para financiar parte do investimento. Em um certo momento, com o aumento das vendas da empresa com maior valor, seu preço cairia e seu valor diminuiria proporcionalmente, enquanto o valor de mercado da outra empresa aumentaria por conta do

elas conservam as ações vendidas por garantia. Dessa maneira, as corretoras operam com taxas de juros bastante reduzidas. Essa confluência de resultados valida a informação de que os indivíduos podem tomar emprestado a taxas equivalentes às aquelas encontradas pelas empresas.

aumento no valor da ação associado a maior procura. Esse processo se manteria até o momento em que ambas tivessem o mesmo valor.

A primeira proposição de Modigliani e Miller publicada em 1958 revolucionou o tratamento da questão da estratégia de endividamento pelas empresas, ao mesmo tempo em que construiu os primeiros pilares para toda a teoria moderna das finanças. Antes de MM, a questão do endividamento era considerada complexa e sem solução. Modigliani e Miller trouxeram uma resposta simples a esse conflito: caso as empresas com estrutura de capital mista estivessem superavaliadas, os investidores racionais simplesmente tomariam emprestado por conta própria e comprariam ações das empresas que não utilizassem capital de terceiros. O resultado desse movimento seria o equilíbrio entre retorno esperado e custo do investimento das empresas com igual valor de mercado, independentemente da estrutura de capital escolhida.

A segunda proposição de Modigliani e Miller, desconsiderando o efeitos dos impostos, estabelece que o retorno esperado do capital próprio está diretamente associado ao endividamento, pois o risco do capital próprio se eleva com o endividamento. Para chegar a tal conclusão, basta analisar o custo médio ponderado de capital. O WACC²⁸ ou CMPC é uma média ponderada do custo do capital próprio e do custo do capital de terceiros. Os pesos aplicados condizem com a proporção entre capital de terceiros e capital próprio, como segue:

$$WACC = k_s \left(\frac{S}{D + S} \right) + k_i \left(\frac{D}{D + S} \right)$$

Sendo:

WACC: Custo médio Ponderado de Capital;

k_s : Custo do capital próprio;

k_i : Custo do capital de terceiros;

S: Total de capital próprio

D: Total de Capital Próprio.

²⁸ Weighted Average Cost Of Capital (WACC) ou Custo Médio Ponderado de Capital nada mais é do que o custo de capital associado a uma empresa com estrutura de capital mista, ou seja, a taxa pela qual ela descontará os retornos esperados para calcular o valor presente líquido de um determinado investimento.

De acordo com a preposição I de MM, o CPMC de uma determinada empresa é constante, independentemente da sua estrutura de capital. Definindo k_0 como o custo de capital de uma empresa sem capital de terceiros e usando $WACC = k_0$ e multiplicando-se os lados da expressão por $\left(\frac{S+D}{S}\right)$, temos que:

$$k_s = k_0 + \frac{D}{S} \times (k_0 - k_i)$$

A equação afirma que o retorno exigido do capital próprio é uma função linear do quociente entre capital de terceiros e capital próprio. Caso k_0 seja superior a taxa de juros relativa ao endividamento, como é normalmente esperado por apresentar maior risco, o custo de capital próprio crescerá na mesma proporção do quociente capital de terceiros/capital próprio. Esse será exatamente o efeito do endividamento sobre o custo de capital próprio.

À medida que a empresa eleva o quociente D/S , cada unidade monetária de capital próprio é alavancada com capital de terceiros adicional. Como consequência, aumenta-se o risco do investimento e, portanto, o retorno exigido sobre a utilização de capital próprio. Embora o capital de terceiros pareça ser mais barato do que o capital próprio, o aumento do custo do capital próprio remanescente compensa a vantagem obtida com a maior proporção da empresa financiada com capital de terceiros mais barata. Modigliani e Miller mostram que os dois efeitos são compensados entre si, de modo que o valor da empresa e custo geral de capital acabam sendo insensíveis ao grau de endividamento.

A conclusão lógica que se tira a partir das duas proposições MM é a de que a escolha sobre a estrutura de capital de uma empresa, e portanto sobre a fonte de financiamento a ser utilizada para realizar um investimento, é totalmente subordinada a escolha dos administradores, uma vez que não há efeito algum sobre o valor final da empresa. A praticidade dessa afirmação será questionada mais adiante no trabalho.

As duas proposições expostas acima são relativas a um ambiente econômico sem a presença de impostos. Na presença de imposto de renda sobre pessoa jurídica, o valor da empresa está positivamente relacionado ao nível de capital de terceiros utilizado. Há uma vantagem fiscal na utilização de recursos de terceiros, pois as despesas relativas ao pagamento de juros reduzem o

lucro tributável e portanto, menos impostos são pagos às autoridades fiscais. Considerando que o fluxo de caixa total destinado tanto para acionistas quanto para credores será maior quanto menor for o volume de impostos pagos, é possível concluir que o valor de uma empresa será maximizado naquela empresa cuja estrutura de capital seja alavancada financeiramente²⁹.

O benefício fiscal que surge com a utilização de capital de terceiros é exatamente igual a alíquota de imposto de renda (T_C) sobre pessoa jurídica vezes o total a ser pago de juros, ou seja, a parcela que seria devida ao fisco caso a empresa substituísse o endividamento por recursos próprios adicionais. O valor presente do benefício fiscal será justamente o acréscimo no valor da empresa antes mencionado. Conforme a proposição I de MM, com imposto de renda sobre pessoa jurídica:

$$V_B = V_A + T_C \times D$$

A conclusão que se pode tirar dessa proposição é a de que, em um ambiente com impostos, uma estrutura de capital quase integralmente composta por capital de terceiros trará mais benefícios para os acionistas do que uma estrutura com apenas recursos próprios, ou mesmo equilibradamente mista.

A proposição II de MM, quando não havia a incidência de impostos, era a de que existia uma relação direta, associada à elevação do risco percebido, entre o retorno esperado de capital próprio e o grau de endividamento. A mesma conclusão pode ser tirada quando considerado o imposto de renda sobre pessoa jurídica. A fórmula, nesse caso, seria dada por:

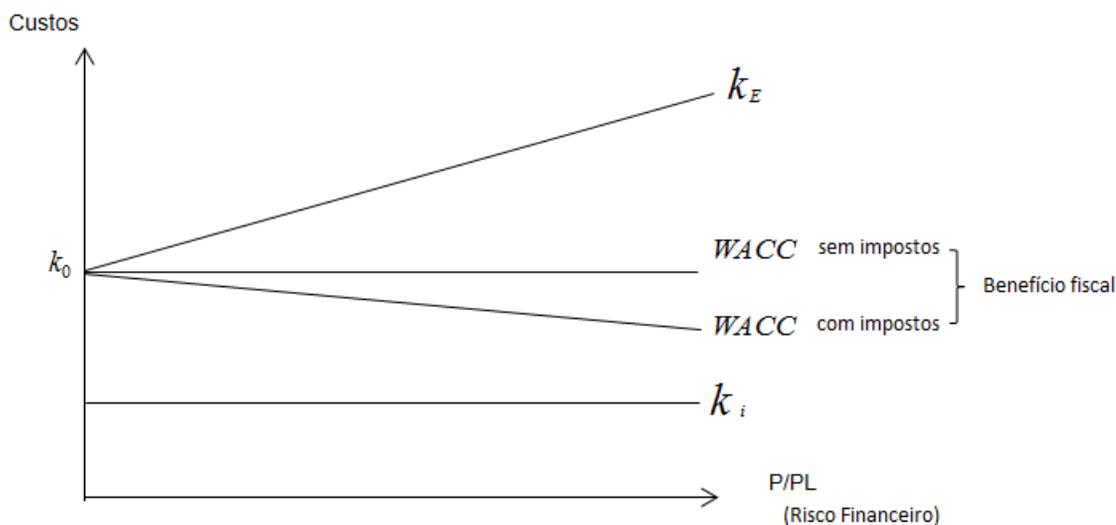
$$k_s = k_0 + \frac{D}{S} \times (1 - T_C) \times (k_0 - k_i)$$

Num mundo com impostos, a relação direta entre o custo de capital próprio e o índice de endividamento se mantém. O custo de capital próprio para uma empresa alavancada é igual ao custo do capital próprio para uma empresa não-alavancada mais um prêmio pelo risco cujo tamanho depende da diferença entre o custo de capital próprio e da dívida de uma empresa não alavancada, o montante de alavancagem financeira utilizada e a alíquota do impostos de renda de pessoa jurídica. Nessa situação, sendo a participação do capital de terceiros menos onerosa pela

²⁹ Mais adiante, essa afirmação será reformulada a partir da idéia de um nível de endividamento ótimo que surge com a elevação do custo de falência de empresas muito alavancadas financeiramente.

presença do benefício fiscal, a maximização do valor da empresa ocorre diante de uma estrutura de capital composta exclusivamente por capital de terceiros. Essa idéia pode ser traduzida graficamente:

Gráfico 3 – Modelo MM com impostos



Fonte: Assaf Neto (2010)

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) verificam que as proposições da teoria de Modigliani e Miller, com ou sem impostos, são incompatíveis com a realidade das empresas. Uma das evidências para a falta de praticidade da teoria MM é a de que as empresas, em geral, apresentam um nível moderado de endividamento. Para os autores, a teoria ignora os custos de falência e a presença do imposto de renda sobre pessoa física.

O uso de capital de terceiros exige o pagamento de juros e amortizações periódicas. Se as obrigações não forem cumpridas, a empresa pode enfrentar sérias dificuldades financeiras. Em último caso, a empresa pode declarar falência e a propriedade de seus ativos ser legalmente transferida para os credores. A possibilidade de falência, segundo os autores, exerce um efeito negativo sobre o valor da empresa por conta dos custos associados à dificuldade financeira. Entre os principais custos, estão: custos relativos a gastos judiciais e administrativos de liquidação ou

concordata, redução da capacidade de operação a partir da fuga de cliente e fornecedores, custos de agência derivados de conflitos entre acionistas e credores, entre outros.

Ainda que a teoria de Modigliani e Miller tenha revolucionado o tratamento da questão do endividamento pelas empresas, ela se sustenta sob premissas muito restritas, sendo a mais importante a questão do mercado de capitais eficiente. Outras teorias surgiram justamente para preencher as lacunas deixadas na teoria MM, expandindo as fronteiras do mercado eficiente de capitais e tentando se aproximar mais da realidade verificada entre as empresas. No próximo tópico, serão abordadas as quatro teorias sobre fontes de financiamento mais conhecidas: Static Trade-Off Theory (STT), Pecking Order Theory (POT), Market Timing Theory (MTT) e Takeover Theory³⁰.

Static Trade-Off Theory (STT)

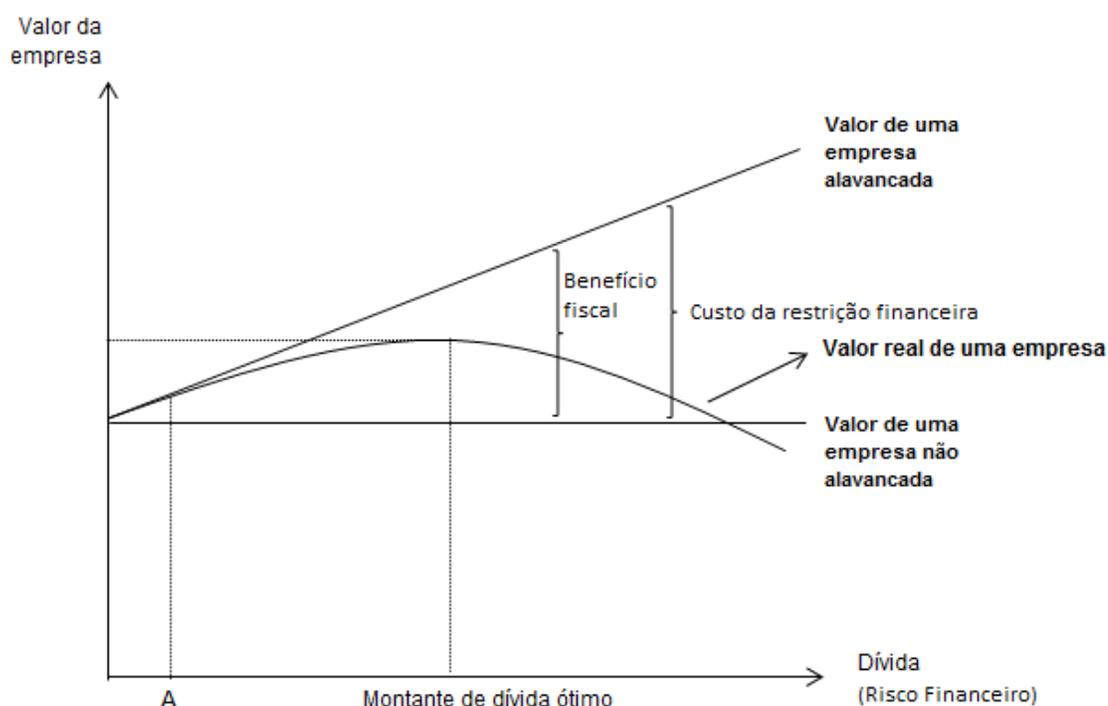
A primeira corrente na teoria moderna sobre estrutura de capital, criada após a contribuição de Modigliani Miller à teoria tradicional em 1958, é chamada Static Trade-Off Theory. O nome dado condiz com a ideia da teoria que contrabalança os benefícios da dívida e os custos das dificuldades financeiras associadas à alavancagem. Considera que cada empresa ajusta sua estrutura de capital buscando um valor ótimo pré-definido capaz de maximizar o valor da firma. Essa teoria foi formulada inicialmente por Miller (1977) na tentativa de responder o seguinte questionamento originado com a teoria MM (modelo com impostos): o quanto elevado seria o grau de endividamento ótimo de uma firma?

A resposta encontrada pela teoria STT é a de que as empresas se alavancariam financeiramente a fim de aproveitar o máximo benefício fiscal da dívida até o ponto em que incorressem em custos de restrição financeira que superassem os benefícios. O ponto ótimo de endividamento seria onde o custo-benefício da dívida fosse marginalmente equivalente. Em busca desse ponto de equilíbrio, as empresas recomprariam e emitiriam dívida e ações, ou seja,

³⁰ Para uma visão mais detalhada acerca das demais teorias sobre fontes de financiamento das empresas, bem como a separação das diversas correntes de pensamento em grupos, inclusive daquelas citadas no presente trabalho, ver Harris e Raviv (1991). Os autores dividem as teorias em 4 grandes grupos, de acordo com as premissas que as sustentam: 1) Modelos baseados em custo de agenciamento; 2) Modelos baseados em assimetria de informações; 3) Modelos baseados em interações de mercado de produto/insumo e 4) Modelos com ênfase no takeover.

realizariam um trade-off entre capital próprio e de terceiros, a fim de alcançar uma situação ótima estática, ponto em que a alavancagem é a mais benéfica possível para a empresa. Graficamente, a teoria de Static Trade-Off pode ser descrita da seguinte maneira:

Gráfico 4 – Modelo Trade-Off



Fonte: Elaboração Própria

Os efeitos do mecanismo da economia fiscal dominam até o ponto em que o montante de dívida alcance o ponto A. Depois desse ponto, o custo da restrição financeira torna-se cada vez mais importante, compensando parte da vantagem tributária. No ponto que representa montante de dívida ótimo, o benefício marginal do mecanismo de economia fiscal da dívida adicional é exatamente compensado pela desvantagem da dívida. Além desse ponto, as desvantagens da restrição financeira superam o benefício tributário, pressionando o custo médio total do capital e diminuindo o valor da empresa.

Shyam-Sunder e Myers (1999) descrevem a teoria dizendo que as empresas equilibram o valor presente marginal da eficiência fiscal com os custos de restrição financeira a fim de maximizar o valor de mercado da firma. O custo de restrição nada mais é do que soma dos custos acarretados quando a promessa de pagamento da dívida é questionada pelos credores. Os custos de insolvência e falência, descritos anteriormente, são exemplos de custos de restrição financeira³¹. Nos custos de restrição financeira, são considerados tanto os custos diretos mais fáceis de serem identificados, quanto os custos indiretos da dificuldade financeira, cuja percepção é mais complexa. Entre os custos diretos, estão os custos com advogados, consultores, especialistas contábeis que auxiliam a empresa em dificuldade financeira. Quanto aos custos indiretos de restrição financeira, estão: perda de clientes e fornecedores por conta do questionamento dos agentes quanto a qualidade do produto e quanto a possibilidade de inadimplência, aumento do custo da dívida por conta da elevação do risco percebido por parte dos credores, queima de ativos, perda de funcionários, dificuldade de manutenção do contas a receber por conta da evasão de cliente, entre outros. Ao todo os custos indiretos da dificuldade financeira podem ser bastante substanciais.

Pecking Order Theory (POT)

A Pecking Order Theory ou Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento (THFF), proposta por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), defende a idéia de que a estrutura de capital das empresas resulta de um funding hierarquizado, em que os recursos gerados internamente teriam prioridade, seguidos pela emissão de títulos de dívida e, apenas em último caso, as empresa recorreriam ao mercado de ações para financiar suas decisões de investimento. A idéia central é que as firmas preferem sempre recursos próprios a recursos de terceiros, sendo que a emissão de novas ações é utilizada somente como último recurso para financiamento de longo prazo.

Como Melo e Junior (1999) bem destacam, essa teoria se sustenta sobre a premissa de que existe uma assimetria de informações entre os gestores e os novos potenciais acionistas. A presença de informação assimétrica entre os investidores e os gestores leva a uma situação

³¹ Para mais detalhes, ver Ross, Westerfield e Jaffe (1995) e Berk (2009)

compatível com o modelo de limões de Akerlof, isto é, os investidores se sentem descrentes sobre a motivação dos gestores em optar pela emissão de ações. Akerlof (1970) mostrou que se o vendedor de carros tiver mais informações privadas sobre a qualidade de um carro, então o desejo de vender revela que o carro é, provavelmente, de baixa qualidade. Ao mesmo tempo, proprietários de carros de alta qualidade irão se sentir reticentes em ofertar seus carros no mercado porque sabem que os compradores acharão que eles estão vendendo carros considerados “limões”. Sendo assim, a qualidade e os preços de carros vendidos no mercado de carros usados são ambos baixos. Esse é o resultado chamado de seleção adversa. O mesmo raciocínio se estende para o mercado de ações. A emissão de ações sinalizará ao mercado que os gestores acreditam que as ações estão superavaliadas e, por isso, estão realizando a oferta. Os investidores, por sua vez, estarão dispostos a pagar somente um preço baixo pelos títulos. Em outras palavras, os investidores, sendo menos informados sobre o investimento do que os insiders, irão interpretar a informação da oferta como um sinal negativo quanto à perspectiva futura de resultados da empresa e vão subavaliar as ações recém emitidas no mercado, o que aumentará o custo de emissão para a empresa e poderá, inclusive, inviabilizar projetos com VPL positivo. Caso a empresa, mesmo assim, decidisse pela nova emissão, ocorreria a destruição de valor para os atuais acionistas, uma vez que a implantação de novos projetos poderia não ser corretamente avaliada pelo mercado, acarretando uma subavaliação das novas ações e, conseqüentemente, uma transferência de riqueza dos acionistas antigos para os novos. Para Melo e Junior (1999):

“Após o anúncio de uma nova emissão de ações, o valor das ações preexistentes deverá cair, pois os investidores imaginarão que os ativos da firma são de baixa qualidade; novos projetos tenderão a ser financiados por recursos internos ou por emissão de dívida; as emissões de ações tenderão a se concentrar logo após a divulgação de anúncios de lucros da empresa, pois aí o problema informacional (e o conseqüente subinvestimento) é menos grave (...)” (MELO e JUNIOR, 1999, p. 13)

O problema da seleção adversa possui diversas implicações importantes para a emissão de ações, entre eles, a criação de um custo adicional para as empresas que precisam levantar capital junto aos investidores para financiar novos investimentos. Se as empresas optarem pela emissão, os investidores irão descontar o preço que estão dispostos a pagar para refletir a possibilidade de

que os gerentes estejam guardando más notícias para o futuro. Diante disso, após o anúncio da emissão, o preço das ações tende a cair. Além disso, para evitar o desconto no valor das ações, as empresas tendem a emitir ações quando as assimetrias de informação são minimizadas, como logo após a divulgação de rendimentos.

Nessa teoria, a estrutura de capital das firmas não resulta de um processo de maximização de seu valor e sim de uma seqüência de déficits e superávits financeiros gerados por elas no passado. O benefício fiscal e a ameaça dos custos de falência são postos como fatores secundários à decisão sobre a estrutura de capital. O objetivo das firmas é escolher uma fonte de financiamento que minimize o conflito entre os agentes (gestores, credores e acionistas) e, por conseqüência, os custos de agência³² associados a presença de informação assimétrica entre eles.

Diante do custo em emitir ações, os gerentes podem procurar fontes alternativas de financiamento. Apesar da emissão de títulos também estar sujeita a seleção adversa, o grau de subvalorização tende a ser menor para títulos de dívida do que para ações por conta das obrigações rotineiras que a dívida gera. A empresa pode ainda evitar totalmente a subvalorização financiando seus investimento com o lucro retido. A idéia de que os gerentes preferem utilizar lucros retidos primeiro e emitir ações somente como último recurso é a idéia central da Pecking Order Theory. A hipótese da POT não fornece uma posição clara sobre a estrutura de capital das empresas, apenas indica quais fontes são preferidas.

Market Timing Theory (MTT)

A Equity Market Timing Theory ou Teoria das Janelas de Oportunidades, defendida por Ritter (1991) e Loughran e Ritter (1997), refere-se a prática das empresas em emitir ações no momento considerado oportuno - quando os preços estão irracionalmente altos em comparação

³² Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem relacionamento de agência “como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (os principais) empregam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em benefício deles...”. O custo de agência é gerado por conflitos de interesses que surgem da separação entre propriedade e controle da firma. A definição de firma para os autores é uma mera ficção legal, baseada em um nexus de contratos estabelecidos entre os indivíduos (acionistas, gerentes e credores). O agente irá atuar de acordo com seus próprios interesses que não são, necessariamente, os mesmos que do principal. A idéia central é que os dois lados procuram maximizar as suas próprias utilidades. Para os autores, os custos de agência são a soma dos: custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente, despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal, gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a eles, perdas residuais provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

ao seu valor real³³, e as readquiri-las em momentos de preços baixos. Essa teoria tem como pressuposto básico a existência de “janelas de oportunidades” (Windows of Opportunities) criadas no Hot Market³⁴, isto é, momentos percebidos por um custo de capital próprio relativamente baixo comparado a outras fontes de capital.

Nesse contexto, a estrutura de capital das empresas dependeria fundamentalmente das sucessivas tentativas das firmas de explorar flutuações temporárias no custo de capital próprio. A escolha sobre a estrutura de capital seria resultado da procura sistemática de janelas de oportunidades ligadas ao movimento do custo de capital para financiamento das empresas. Essa teoria, ao contrário da MM, não assume nenhuma eficiência do mercado de capitais, inclusive põe em cheque a sua principal premissa, isto é, que não é possível obter ganhos permanentes na exploração das variações entre o custo da dívida e do capital próprio.

Ao contrário das demais teorias, que foram testadas empiricamente após terem sido formuladas, a teoria das Janelas de Oportunidade se apóia fortemente em bases empíricas. Diversos estudos, como Ritter (1991), Panetta e Zingales (1998), Braw e Fawcett (2006) e Alti (2006), foram feitos para corroborar a tese de que as firmas exploram janelas de oportunidades criadas momentaneamente pelas condições favoráveis do mercado acionário, do setor em que atuam, ou mesmo no mercado de IPOs. A maior parte desses trabalhos busca confirmar a existência de uma baixa performance das empresas emissoras de ações no momento aftermarket. Esses trabalhos parecem ser especialmente pertinentes para o mercado de ações brasileiro, em especial para o mercado de emissão pública inicial, uma vez que as ondas de IPOs tendem a se concentrar em períodos curtos e bem definidos, tal como mostrado no Capítulo 1.

Alti (2006) utilizou o evento de IPO das empresas norte-americanas para o estudo da teoria do market timing seguindo a idéia que vir ao mercado pela primeira vez é uma tarefa que envolve a habilidade do administrador em acertar o momento ideal da oferta, para que ele consiga, através dessa operação, reduzir o custo de capital da emissora e gerar valor para o acionista emissor nas custas do novo acionista. Para o autor, existe no IPO maior grau de incerteza e assimetria de informações do que em uma emissão de uma empresa já pública. Logo, no caso do IPO, erros de precificação são mais prováveis. Além disso, a tentativa de encontrar janelas de oportunidade é bastante evidente em processos de IPO, o que permite ao estudo

³³ Valor real aqui compreendido como valor patrimonial.

³⁴ Hot Market é o momento de boom do mercado acionário, em especial, quando os volumes e quantidades de IPO superam marcas históricas.

encontrar o efeito puro do market timing, sem a influência de outros fatores que determinam o market-to-book³⁵, como por exemplo, o aquecimento do mercado de ações que estimule o boom no preço das ações. O racional por trás do estudo de Alti (2006) é que se houver uma percepção dos administradores de que há uma janela de oportunidade, momento em que o custo de capital está abaixo do custo de captação de outras fontes de financiamento de longo prazo, haverá uma concentração natural de IPO nesse período e uma tendência dos administradores de ofertar um volume maior de ações para aproveitar o momento percebido como favorável. A conclusão do autor vai além da mera confirmação desse fenômeno, elaborando, inclusive, um modelo onde o IPO market timing surge em um equilíbrio caracterizado pela ocorrência de um cluster de emissões no hot market, onde a emissão bem avaliada das firmas pioneiras, através do efeito spillover³⁶, atrai as demais empresas para o mercado de ações.

Os estudos sobre o market timing no mercado de ações brasileiro são bastante escassos, ainda que a teoria pareça ter aderência em relação às características do mercado de ações brasileiro. Basso, Mendes e Kayo (2004) utilizam uma amostra de empresas brasileiras que realizaram o IPO no período de 1997 a 2002 para testar a hipótese de market timing no mercado brasileiro. A conclusão que os autores chegam é que a alavancagem das firmas diminui logo após a emissão inicial de ações e volta a crescer logo no segundo ano após a oferta, não encontrando persistência necessária para corroborar a teoria do market timing.

Eid Jr. e Matsuo (2005) atualizaram o estudo feito em 1996 por Eid Jr, que constatou o comportamento oportunista das firmas em relação a fontes de recursos economicamente mais vantajosas. No novo trabalho, os autores analisam, entre outubro de 1994 e junho de 2005, o comportamento das emissões trimestrais de ações e debêntures modelados em duas variáveis: número de emissões trimestrais e logaritmo do volume de emissões trimestrais. A primeira variável descreve a somatória das ofertas públicas a cada trimestre e a segunda, o volume de recursos obtidos pelas empresas. As variáveis macroeconômicas foram agrupadas em quatro

³⁵ Market-to-book é a razão entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor patrimonial. Quando essa relação é maior que um, o mercado reconhece que a empresa em questão vale mais do que está registrado em seus livros contábeis. Nessa situação, o mercado está valorizando algo que não está sendo registrado ou reconhecido, totalmente ou parcialmente, pela contabilidade. De modo análogo, quando essa relação cai abaixo de um, o mercado, em posse das informações disponíveis, avalia a empresa com um valor inferior àquele registrado pela contabilidade.

³⁶ Efeito spillover, segundo Alti (2005), é o efeito transbordamento das informações entre investidores com diferentes graus de informação. Conforme Aldrighi (2008), dada a assimetria de informação entre firma emissora e a maioria dos investidores, prevalece um desconto no preço de oferta (mispricing), que permite a investidores informados se apropriarem de rents informacionais. Em momentos de hot market, ou seja euforia no mercado, os preços elevados na oferta inicial refletem a melhor informação dos investidores, promovendo o efeito spillover, facilitando a precificação dos IPOs subseqüentes e incentivando mais firmas a abrir o capital diante da redução da incerteza percebida.

categorias: sinalizadores do custo de capital (índice Bovespa, liquidez da bolsa e taxa de juros real), condicionantes da estrutura de capital (Investimento Estrangeiro Direto, Investimento Estrangeiro em Carteira), fatores representativos do nível de atividade (PIB), fatores representativos do ambiente econômico (Spread do C-Bond – risco Brasil e dívida pública total). Através de um modelo econométrico multivariado, os autores concluem que a decisão de captar recursos externos é influenciada por fatores macroeconômicos e que a escassez de recursos no mercado doméstico aliado ao ambiente de incertezas econômicas e políticas parecem ser motivadores de um comportamento oportunista do tipo market timing.

Um estudo recente, realizado por Mendes, Basso, Kayo (2009), procura preencher as lacunas existentes entre os estudos empíricos sobre Equity Market Timing, que ao adotarem diferentes metodologias de análise, prejudicam a conclusão sobre o tema. Para tal, utilizam a mesma metodologia utilizada por Baker e Wrugler (2002) para o mercado norte-americano, focando séries históricas da relação market-to-book. Baker e Wrugler (2002) criaram uma variável denominada “Média Ponderada de Financiamento Externo do Índice de Mercado sobre o Valor Contábil”, external finance weighted-average, market-to-book ratio, que representa a média de endividamento via captação externa (emissão de ações mais emissão de dívidas) vezes a relação market-to-book em diferentes períodos. Essa variável apresenta valores altos para empresas que contrataram recursos externos quando o market-to-book (M/B) estava elevado. Portanto, o fator ponderação nessa variável é exatamente M/B. O estudo de Mendes, Basso, Kayo (2009) segue a mesma metodologia de Baker e Wrugler (2002), diferindo apenas na marca de referência do IPO, que é tida nesse estudo como a data efetiva de emissão do IPO e não a data em que empresa aparece na base de dados utilizada. A conclusão que os autores chegam, a partir de uma amostra composta por todas as empresas não financeiras de capital aberto no Brasil que realizaram IPO entre 1996 e 2002, é que a replicação dos estudos realizados por Baker e Wrugler para o Brasil não teve os mesmos resultados que aqueles verificados no mercado norte-americano, ou seja, alta correlação entre e persistência de valorações passadas de mercado em relação à estrutura de capital, como prediz a teoria do Market Timing. Para o Brasil, a relação encontrada entre o market-to-book e o nível de alavancagem, a partir do modelo econométrico, foi negativo, mas não significativo, o que nega a aderência de uma teoria que relaciona momentos de valoração de mercado com a estrutura de capital das empresas para o caso brasileiro.

A teoria do Equity Market Timing para o mercado de ações brasileiro, ainda que já tenha sido testada por alguns autores, não traz resultados unânimes entre os autores, em parte por conta da diferença na metodologia empregada. Outra causa possível para a discrepância entre os resultados obtidos reside no fato de que o mercado de ações brasileiro ainda é muito pouco desenvolvido quando comparado ao norte-americano, por exemplo. No Brasil, a quantidade de empresas listadas em Bolsa é reduzida e a liquidez das ações, tal como verificado no capítulo 1, é baixa. Sendo assim, o preço das ações pode não refletir com confiabilidade o valor intrínseco das empresas. O valor de mercado, dessa maneira, pode comprometer os resultados obtidos pelas pesquisas empíricas no que tange a comprovação da teoria do Market Timing para o caso brasileiro.

Takeover Theory

A última teoria sobre estrutura de capital a ser desenvolvida nesse capítulo será a teoria de Takeover. Stulz (1988) defende uma teoria alternativa para a relação entre estrutura de propriedade e valor corporativo baseado na probabilidade de ocorrência de aquisições hostis (takeover). Conforme Saito e Silveira (2008), a preferência dos gestores por controle e sua conseqüente aversão a propostas de aquisição hostil forçariam eventuais adquirentes a oferecer prêmios mais elevados para a tomada de controle como recompensa a motivação dos gerentes em manter a empresa independente. Nesse sentido, quanto maior a participação acionária dos gestores, maior seria a aversão pelo takeover. O receio de uma ameaça de takeover levaria, ao mesmo tempo, a uma maior disciplina dos administradores. O benefício derivado do esforço de evitar a aquisição hostil geraria um efeito incentivo para os investidores do mercado, que ofereceriam prêmios mais elevados para a tomada de controle, levando a um aumento do valor da firma ex-ante à oferta. Porém caso a participação dos administradores fosse muito elevada, maior seria a possibilidade de entrincheiramento da gerência³⁷ e, portanto, a probabilidade de sucesso da aquisição hostil se reduziria bastante, o que provocaria o efeito contrário, ou seja, a redução no valor da firma ex-ante (sem a inclusão de nenhum prêmio para a tomada de controle).

Dessa maneira, a teoria se afasta da definição sobre custos de agência abordados por Jensen e Meckling (1976) na Pecking Order Theory. Nesse modelo, o custo de agência é gerado por

³⁷ Conforme Berk (2009), entrincheiramento da gerência é a possibilidade dos gestores permanecerem em seus cargos mesmo praticando ações que divergem dos interesses dos acionistas.

conflitos de interesses que surgem da presença de informação assimétrica entre gestores, atuais acionistas e investidores. No modelo de takeover, o aumento do bem-estar dos acionistas viria da maior resistência dos gestores a aquisições hostis e não do maior alinhamento de interesses entre eles. A diferença entre as duas teorias se dá apenas para a faixa inferior de concentração, uma vez que conforme os gestores detenham uma parcela maior das ações, menor serão as chances de sucesso de uma aquisição hostil e maior será a possibilidade de entrincheiramento da gerência e, conseqüentemente, a redução do valor ex-ante da empresa.

Alguns estudos empíricos foram desenvolvidos para corroborar essa tese. No caso brasileiro, em específico, alguns estudos já foram abordados no capítulo 1, como por exemplo, Siffert Filho (1999) e Valadares e Leal (2000). A teoria do takeover foi adaptada para compreender a especificidade do mercado de ações brasileiro: a concentração das ações se dá principalmente entre acionistas controladores e não necessariamente entre os executivos da corporação. Sendo assim, a estrutura de propriedade, quando concentrada em grandes acionistas, possui efeito positivo sobre o valor da empresa, já que os acionistas controladores possuem tanto interesse quanto poder para monitorarem as ações dos gestores, maximizando assim o shareholder value. A partir de certa concentração de propriedade, esse efeito deixa de ser benéfico e passa a prejudicar os acionistas minoritários, pois ocorre a extração de benefícios privados do controle à custa dos demais investidores.

Balanco Geral sobre as Teorias

As cinco teorias abordadas nesse trabalho buscam captar o efeito da escolha sobre a estrutura de capital no valor da empresa. A teoria convencional admite que é possível uma empresa definir um valor mínimo para seu custo de capital ao combinar adequadamente suas fontes de financiamento. Ao minimizar seu custo de capital, estaria ao mesmo tempo maximizando a riqueza de seus acionistas. A teoria de Modigliani Miller sem impostos estabelece que não é possível alterar o valor da empresa com base na estrutura de capital escolhida. A presença de imposto sobre pessoa jurídica altera essa afirmativa e indica que quanto maior a presença de endividamento na estrutura de capital, maior o valor da empresa por conta do benefício fiscal criado a partir do uso de capital de terceiros. Os dois modelos de MM, sem e com presença de impostos, se apóiam em uma premissa bastante simplista, ou seja, que o mercado de capitais é eficiente e que o valor de mercado das empresas traduz exatamente as informações disponíveis a todos os investidores. A Static Trade-Off Theory defende que existe uma estrutura

ótima de capital definida pelo equilíbrio encontrado quando as firmas igualam o valor presente marginal da eficiência fiscal com os custos de restrição financeira. A Pecking Order Theory refuta a premissa de informação perfeita entre os agentes, estabelecendo uma relação hierárquica entre as fontes de financiamento de longo prazo escolhidas pelas empresas. Nessa teoria, a captação interna é sempre preferível à captação externa, e quando a última se faz necessária, a empresa prefere utilizar capital de terceiros do que se valer da emissão de ações. Na Market Timing Theory, as firmas aproveitam janelas de oportunidades criadas no momento de euforia do mercado. No hot market, as empresas conseguem reduzir o custo do capital próprio, tornando-o mais barato em relação às demais fontes de financiamento. Por fim, a Takeover Theory admite que o nível de concentração de propriedade e controle é benéfico para maximização do valor do acionista até o momento em que os controladores passam a extrair benefícios privados do controle às custas dos acionistas minoritários.

As teorias, quando entendidas conjuntamente, possibilitam avaliar a escolha sobre a estrutura de capital com o fim único de maximizar a riqueza do acionista. Esse trabalho busca extrapolar essa visão sobre escolha de estrutura de capital, trazendo para a discussão outros determinantes específicos para o IPO. O grau de incerteza e os riscos que envolvem a abertura tornam o IPO um caso a ser estudado isoladamente, como será feito a seguir.

Determinantes do IPO

A escolha de uma empresa pela abertura de capital pode ser determinada por fatores externos e internos à firma. As condições do mercado de capitais, tal como exposto no capítulo 1, são fatores determinantes para que uma empresa opte por utilizar a emissão pública inicial de ações para financiamento de longo prazo. Políticas públicas de incentivo ao mercado de ações, a legislação que regulamenta a abertura de capital das empresas bem como o próprio crescimento da economia e a liquidez internacional são exemplos de fatores externos que interferem diretamente nessa decisão.

Uma vez que o capítulo 1 já forneceu subsídios suficientes para o entendimento dos fatores externos, essa parte do trabalho se concentrará nos fatores determinantes da abertura internos à firma. Dois fatores serão desenvolvidos mais detalhadamente, dada a sua relevância no

mercado de ações brasileiro: os custos da abertura de capital e manutenção da condição de companhia aberta e a alteração da estrutura de controle e propriedade no momento pós-IPO.

Gastos com IPO

Aldrighi (2008) defende que a abertura não resulta inevitavelmente do processo de desenvolvimento das firmas, existindo empresas de grande porte que mantêm capital fechado e pequenas empresas listadas na Bolsa. O tamanho da empresa será relevante apenas para indicar sua capacidade de lidar financeiramente com os gastos incorridos pelo próprio processo de abertura.

O procedimento de abertura de capital através da emissão primária de ações ou debêntures envolve várias etapas, tal como mostrado pelo Guia de Abertura 2011 para companhias de capital fechado preparado pela PriceWaterHouseCoopers em parceria com a BMF&Bovespa. Um dos pré-requisitos para realizar o pedido de registro de Companhia Aberta é a contratação de auditoria externa independente. As empresas de capital aberto devem apresentar informações trimestrais e anuais à CVM, atendendo a exigências relacionadas com os dados apresentados e observando diretrizes rigorosas estabelecidas pela CVM relacionadas com aspectos contábeis e de divulgação de informações financeiras. Para atender a tal exigência, as empresas abertas são obrigadas a ter suas demonstrações contábeis revisadas por uma auditoria externa independente. Além da contratação da auditoria independente para revisão das demonstrações financeiras, a empresa deve estar preparada para a contratação de outros serviços, como por exemplo, serviços de escritórios de advocacia especializado na adaptação de estatutos e outros documentos legais pertinentes à condição de companhia aberta.

Um dos aspectos mais importantes na abertura de capital é a contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo de abertura, tecnicamente chamado de *underwriter*. O agente da subscrição será responsável pela modelagem da operação, solicitação do registro de distribuição, formação do consórcio de distribuição, realização da diligência (*due dilligence*), isto é revisão dos contratos e documentações sobre as informações da emissora que serão utilizadas na elaboração do prospecto de abertura, coordenação dos procedimentos de registro na CVM, estruturação e determinação do timing adequado para a abertura, processo de

formação de preço da oferta inicial (bookbuilding³⁸ da oferta), organização dos road shows e concepção do plano de distribuição da emissão. Todas essas etapas são fundamentais para o bom andamento da oferta pública de ações, dessa maneira a contratação do agente underwriter talvez seja o ponto mais importante no processo de abertura

Além das contratações, a empresa deve convocar a Assembléia Geral Extraordinária para formalizar a intenção de abertura aos atuais acionistas e colocá-la para aprovação mediante votação. Aprovada a abertura, a empresa precisa obter da CVM, órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, o Registro de Companhia Aberta para negociação dos valores mobiliários de sua emissão em mercado de balcão organizado. Além do registro de companhia aberta na CVM, a empresa precisa obter o registro também na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado no qual realizará a oferta. Registrada como companhia de capital aberto, a empresa se prepara para a emissão das ações propriamente dita através do registro de emissão pública de ações na CVM. A elaboração do prospecto de emissão, as apresentações de road show³⁹ aos potenciais investidores, a publicação de anúncio de início de distribuição, a colocação dos títulos junto aos investidores e subsequente liquidação financeira da operação, etapas com atuação fundamental do underwriter, ocorrem posteriormente aos registros descritos acima. Por fim, após vários passos, publica-se o anúncio de encerramento da operação e a empresa passará a contar com novos investidores em sua estrutura acionária.

As etapas, além de numerosas e demoradas⁴⁰, também representam custos altos para a empresa que opta por percorrê-las e concretizar o interesse pela abertura. O quadro abaixo,

³⁸ Conforme Maximiliano Jr (2011), Bookbuilding é um processo amplo, realizado pelo underwriter da oferta, que se estende desde definição da estrutura da oferta pública de ações (pool), passando pela definição do preço por ação estimado através de um intervalo de preço informal/indicativo baseado na consulta ao mercado realizada previamente à emissão, até chegar a questões mais específicas como a coordenação do período de reserva para compra e definição do período de lock-up das ações (período de travamento das operações de compra e venda de ações logo após a oferta, evitando quedas de preço significativas estimuladas pelo flipping – compra de ações durante o IPO seguida da imediata venda). Em suma, o processo de bookbuilding é a definição e a implementação da estratégia de abertura.

³⁹ Road Shows, conforme Maximiliano Jr. (2011), são os esforços da distribuição. Os Road shows podem ser feitos pelos analistas dos bancos mandatários para vender a operação ou pela própria direção da empresa. O primeiro grupo, compostos pelos pesquisadores especializados na Equity Research dos bancos, irão promover um pré Road Show afim de orientar os investidores (Buy-Side) a como fazer o modelo financeiro da empresa, quais as principais variáveis estratégicas e mercadológicas da empresa e do setor em que ela atua, entre outras especificidades. Esse processo é chamado de Investor Education. O segundo grupo, composto pela própria empresa, pela direção e por alguns funcionários da instituição financeira mandatária, inicia os trabalhos de composição das apresentações e posterior Road Show com investidores com o objetivo de esclarecer questões mais profundas e detalhadas a respeito do setor, da empresa, e das variáveis da decisão de caso.

⁴⁰ Conforme informações disponíveis no próprio site da BMF&Bovespa, o processo de abertura pode durar, em média, 10 meses, envolvendo 12 etapas: 1) Definição das características da operação; 2) Contrato de distribuição de valores mobiliários; 3) Adaptação do estatuto e outros procedimentos legais; 4) Elaboração do prospecto de abertura; 5) Processo de Registro junto à CVM; 6) Processo de registro normal em bolsa; 7) Aviso ao Mercado e Road Show; 8) Período de Reserva e Bookbuilding; 9)

elaborado em um estudo patrocinado pela própria Bovespa em 2005, resume os custos incorridos somente no processo de abertura de capital, sem considerar os gastos com a manutenção da condição de companhia aberta. Ainda que os valores estejam defasados, é possível verificar que as empresas devem estar preparadas para incorrer em altos custos com o IPO, que vão desde gastos com aspectos legais e institucionais diretamente ligados à abertura até custos de marketing relacionados à divulgação da operação para os investidores.

Quadro 1 - Custos da Abertura de Capital para as Empresas Brasileiras

Discriminação Oferta	Oferta Doméstica	Oferta Global
Comissões de Underwriting	2% a 3% (1)	3% a 4% (1)
Serviços Legais – Ofertante	R\$ 250.000 a R\$ 300.000	R\$ 1.150.000 a R\$ 1.700.000
Serviços Legais – Líder	R\$ 100.000 a R\$ 150.000	R\$ 250.000 a R\$ 300.000
Primeira Auditoria – Padrão Brasileiro BRGaap	R\$ 150.000 a R\$ 300.000	-
Auditoria – Padrão Internacional IFRS	R\$ 150.000 a R\$ 300.000	-
Auditoria – Comfort Letters	R\$ 30.000	R\$ 100.000
Publicações da Emissão (2)	R\$ 142.000	-
Taxa de Registro CVM	R\$ 82.870	-
Listagem Internacional	-	R\$ 665.000 (2)
Prospecto da Emissão	R\$ 30.000	R\$ 30.000
Road Shows	R\$ 24.900	R\$ 20.000
Traduções	-	R\$ 30.000
Despesas de Viagem	R\$ 21.200	R\$ 68.250
Materiais de Apresentação	R\$ 15.000	R\$ 15.000
Brindes	R\$ 10.000	R\$ 10.000

(1) Em relação ao total captado na oferta pública

(2) Média dos principais jornais - caderno nacionais + Diário Oficial

(3) Refere-se ao registro na SEC e na listagem NYSE - média das operações GOL e CPFL

Fonte: Bovespa - Custos de Abertura de Capital e Manutenção da Condição de Companhia Aberta (2005)

Em relação aos gastos com a manutenção da condição de companhia aberta, o estudo realizado pela Bovespa também permite estimar o quanto a empresa deve desembolsar para manter suas ações negociadas na bolsa. A empresa listada é obrigada a manter uma auditoria independente para revisão de suas demonstrações financeiras. A revisão deve ser feita anualmente, sendo que ao final do ano-fiscal, a empresa deve divulgar suas demonstrações

Obtenção do Registro CVM e Anúncio de Início; 10) Subscrição e Liquidação dos novos títulos ou leilão em Bolsa; 11) Início da negociação em Bolsa ou em mercado de balcão organizado; 12) Anúncio de Encerramento.

financeiras com o parecer da auditoria. Trimestralmente, a empresa é obrigada ainda a emitir revisões interinas (ITRs) de suas demonstrações, que também devem conter o parecer de uma auditoria independente. Além dos gastos com a contratação dos serviços da auditoria contábil, a empresa também incorre em gastos para a publicação de suas demonstrações. Pela lei 6.404/76, as sociedades por ações devem, nos quatro meses seguintes ao término do exercício social, realizar a assembléia geral ordinária para aprovação das contas da administração. A publicação do balanço e das demonstrações financeiras deve ser feita anteriormente a essa reunião. Os Editais de Convocação, as Atas de Assembléia e o Aviso aos Acionistas devem ser publicados três vezes no Diário Oficial e em algum jornal de grande circulação. O estudo estimou, em 2005, uma despesa média de aproximadamente R\$ 180 mil para as empresas realizarem suas divulgações.

As empresas de capital aberto devem pagar ainda uma contribuição para a Bovespa que varia de acordo com o capital social da companhia. A anuidade pode chegar a R\$ 850 mil (valor atualizado para 2011), contando a parte fixa de contribuição e a parte variável conforme capital social da emissora. Quanto mais alto o nível de governança corporativo da empresa, maior a parcela de desconto para a anuidade devida. A CVM também cobra, trimestralmente, um valor referente à taxa de fiscalização, calculada em função do patrimônio líquido da companhia. O teto para o pagamento é de aproximadamente R\$ 15 mil, valor atualizado para 2011.

Outro gasto significativo que as empresas devem realizar mensalmente é o pagamento do serviço de escrituração de ações. Esse custo depende do grau de relacionamento entre a empresa e o banco responsável pela custódia, do tempo de contrato entre as partes, do número de acionistas da S.A. e também do número de eventos ocorridos durante o exercício social, como por exemplo, pagamento de dividendos, subscrições, agrupamento e desdobramento de ações, entre outros. O valor a ser desembolsado mensalmente pela companhia com esse tipo varia, em média, entre R\$30 mil para empresas de pequeno porte e R\$100 mil para empresas de grande porte.

Toda companhia que possui ações negociadas em bolsa deve manter, dentro da sua estrutura corporativa, uma área especializada no relacionamento com o acionista. O tamanho e as funções da área dependerão do nível de governança corporativa e conseqüentemente do segmento de listagem escolhido na abertura de capital. A empresa deve contar ainda com um alto executivo

que exerça a função de Diretor de Relação com Investidor. Grande parte das empresas opta por acumular essa função com o diretor financeiro ou mesmo com o diretor administrativo. Segundo as estimativas mostradas no estudo da Bovespa, o gasto médio de uma área bem estruturada que conta com quatro a cinco funcionários com dedicação exclusiva a esse serviço pode chegar a 400 mil reais, excluindo o salário e encargos do Diretor de RI.

Além dos gastos com a agência reguladora e com a própria Bovespa, as empresas abertas geralmente estão associadas a outras instituições como a Abrasca⁴¹, o Ibri⁴² e o IBGC⁴³. O gasto médio estimado com o pagamento de anuidades para essas instituições pode chegar a R\$100 mil, conforme tamanho e relevância da empresa no mercado.

O Quadro 2 mostra, resumidamente, os principais gastos médios, para o ano de 2005, que uma empresa listada deveria incorrer para manter o status de Companhia Aberta. Como é possível perceber, o gasto total pode chegar a quase R\$2,5 anuais.

Quadro 2 - Custos Anuais da Manutenção da Condição de Companhia Aberta

Tamanho da Empresa	Pequenas		Médias		Grandes	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
Publicações Legais	51.500	26%	265.511	28%	671.532	29%
Auditoria Independente	65.025	33%	182.444	19%	294.704	13%
Auditoria IFRS	0	0%	113.000	12%	256.143	11%
Área de RI	27.000	14%	245.678	26%	488.143	21%
Serviços de Escrituração de Ações	30.475	15%	62.471	6%	88.438	4%
Road Shows	10.000	5%	36.667	4%	261.467	11%
Anuidades	14.141	7%	38.782	4%	98.618	4%
Outros	0	0%	17.025	2%	176.605	8%
Total	198.141	100%	961.578	100%	2.335.650	100%

Fonte: Bovespa - Custos de Abertura de Capital e Manutenção da Condição de Companhia Aberta (2005)

⁴¹ Associação Brasileira das Companhias Abertas, fundada em 1971, com o objetivo de defender a posição de companhia aberta junto aos centros de decisão e à opinião pública. A associação promove o aperfeiçoamento de métodos e processos empresariais ligados a relação com os investidores das empresas. Além disso, atua na atualização das práticas e da estrutura das empresas em relação às normas legais. Para mais informações, visitar www.abrasca.org.br.

⁴² Instituto Brasileiro de Relação com Investidores, fundado em 1997, cujo principal papel é atuar na defesa e valorização dos profissionais que atuam na área de RI. Para mais informações, visitar www.ibri.com.br.

⁴³ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, fundado em 1995, com o objetivo de auxiliar às empresas a promover melhores práticas de governança corporativa, atendendo aos níveis diferenciados criados pela Bovespa em 2001. Para mais informações, visitar www.ibgc.org.br.

Em uma pesquisa realizada por Rocca e Carvalho (1999) com 43 empresas brasileiras indicou que os custos de manutenção são as principais desvantagens da abertura de capital. Dentre as empresas pesquisadas, 62,8% citaram tais custos como a principal desvantagem da abertura, sendo que 88,4% incluíram-nos entre as 6 desvantagens mais importantes. Fatores relacionados ao custo do capital próprio (subvalorização das empresas abertas) aparecem em segundo lugar, com apenas 11,6% dos entrevistados. Aspectos ligados a perda de confidencialidade pelas exigências de disclosure foram listados em primeiro lugar para 16,4% dos entrevistados, tal como mostrado no Quadro 3.

Quadro 3 - Desvantagens da Abertura de Capital Pesquisa de Opinião Conduzida entre as Empresas de Capital Aberto: 43 participantes

Desvantagens	Empresas que listaram em primeiro lugar	Empresas que incluíram entre as 5 mais importantes
Custos de Manutenção	62,8%	88,4%
Preços das ações inferior ao valor da companhia	11,6%	60,5%
Custos de <i>underwriting</i>	7,0%	49,0%
Elevado <i>underpricing</i> na colocação das ações	7,0%	46,6%
Planejamento tributário	7,0%	28,0%
Concorrentes são empresas fechadas	4,7%	48,9%
Informações estratégicas a concorrentes	4,7%	32,7%
Altos custos de títulos de dívida	2,3%	32,5%
Dividendos 10% maior para os preferencialistas	2,3%	18,6%

Fonte: Rocca e Carvalho (1999)

A empresa, ao decidir pela oferta, pode estar sujeita a alguns riscos, como por exemplo, a possibilidade de que suas ações sejam avaliadas pelo mercado abaixo de seu valor patrimonial (*mispricing*), ou que suas expectativas de captação sejam frustradas por conta de uma avaliação errada no momento do *bookbuilding* ou quanto à uma janela de oportunidade aberta no mercado. A empresa pode ainda não ter se planejado de maneira adequada para a abertura, seus controles internos, financeiros e contábeis podem não funcionar de maneira eficiente e suas demonstrações financeiras, agora públicas, sofrerem impacto direto por conta desse despreparo.

As empresas que realizaram o IPO podem interpretar esse processo como uma simples transação financeira de curto prazo, desonerando o passivo e aumentando o patrimônio líquido na mesma proporção. O objetivo da abertura deve ser sempre o financiamento de projetos de

investimento, uma vez listada a empresa deverá corresponder, ao menos parcialmente, às expectativas do mercado quanto ao seu crescimento. Ao abrir o capital, cria-se um referencial de avaliação do negócio, a empresa passa a ser avaliada constantemente pelos investidores. A cotação de suas ações no mercado acionário se torna um indicador do seu valor, pois significa um equilíbrio entre percepções de muitos investidores, refletindo as expectativas a respeito do futuro da companhia. Caso a empresa não aplique os recursos captados em projetos rentáveis, o fluxo de caixa ficará comprometido enquanto suas obrigações permanecem iguais ou maiores, conforme custo adicional relacionado ao aumento do capital próprio investido e os gastos associados à abertura e a manutenção da condição de companhia aberta. Por fim, a reversão da abertura através do fechamento de capital não é uma saída recomendável, uma vez que processo tem por característica ser muito lento, custoso e por vezes levado a âmbito jurídico pelos acionistas minoritários, especialmente após as reformas legais ocorridas no início no início dos anos 2000.

Propriedade e Controle na Tomada de Decisão

No final dos anos 1990 e início dos anos 2000, muitas empresas de grande porte negociadas em bolsa, como a siderúrgica mineira Mannesmann, a construtora Odebrecht, a automotiva Pirelli, Arno, entre outras companhias, reverteram a abertura, realizando o fechamento de capital. Entre as principais causas desse comportamento, de acordo com Vieira e Côrrea (2002), baseou-se em uma dificuldade especialmente pertinente às empresas brasileiras: a democratização das decisões em uma companhia aberta com vários investidores

As empresas brasileiras, segundo Procianny (1994), trazem um histórico de existência de um grupo controlador bem definido. Além disso, os negócios brasileiros sempre foram fundamentalmente caracterizados pela participação da família no comando da empresa. Apesar de suavizado, esse cenário não mudou nos anos 2000. O estudo realizado por Aldrighi (2008), discutido no primeiro capítulo, mostra que, a despeito das mudanças introduzidas pelos novos segmentos de listagem criados pela Bovespa, não houve uma ruptura com o padrão tradicional de estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras.

De certo modo, a concentração da propriedade e do controle nas mãos de um grupo controlador ou da família em uma companhia fechada traz maior dinamismo à tomada de decisão, já que a prestação de contas ocorre internamente e entre poucos envolvidos. Além disso, uma

empresa fechada não precisa lidar com as exigências de disclosure, evitando assim perda de confidencialidade de suas informações competitivas, como por exemplo, sua estrutura de custo. No entanto, a democratização da tomada decisão pela abertura de capital, como é chamada a pulverização da estrutura de propriedade e controle das empresas por alguns autores, é um sinal evidente do desenvolvimento do mercado de ações e da consolidação de uma fonte de financiamento de longo prazo que trás benefícios tanto para o credor, nesse caso o acionista, quanto para o alocador de recursos, nesse caso a empresa.

Entre os principais benefícios que podem ser destacados para uma abertura de capital com desconcentração de controle, segundo Aldrighi (2008), está a oportunidade de diversificação de portfólio e maior liquidez da riqueza para o empreendedor do negócio. O empreendedor pode ainda optar por preservar o controle por algum tempo após o IPO com o objetivo de transferi-lo, em um momento posterior, a termos mais favoráveis que viriam dos ganhos de visibilidade e liquidez. A maior liquidez das ações advinda de um maior volume de ações free-float no mercado pode trazer, segundo o autor, redução no custo de capital, inclusive do custo de captação de crédito bancário, uma vez que a empresa passa a estar sujeita à vontade de vários investidores interessados na rentabilidade do negócio.

A despeito dos benefícios apontados, as empresas brasileiras ainda são bastante reticentes quanto à prática de pulverização do controle. Isso se deve, em parte, pela velocidade na tomada de decisão antes mencionada e do próprio sentimento de posse em relação ao negócio, exacerbado pela participação da família no quadro societário da empresa. Mesmo as empresas que optam por utilizar capital próprio captado externamente para financiamento de seus planos de investimento, o fazem alterando de maneira marginal sua estrutura de controle e, portanto, sem efeitos na flexibilidade do processo decisório. Atualmente, segundo exigência da Bovespa, o limite mínimo para ações free-float é de apenas 25% para companhias listadas em qualquer um dos três níveis de governança corporativa, isto é, Novo Mercado, Nível I e Nível II. As empresas listadas, em geral, ficam bastante próximas a esse percentual. Segundo dados extraídos da Bovespa no estudo de Aldrighi (2008), em 62% das empresas que abriram o capital através da emissão pública de ações, entre 2002 e 2008, havia um controlador, ou seja, um acionista detendo mais de 50% mais um do capital votante. Em 16% dessas empresas, o controlador era proprietário de 75% ou mais dos votos.

Considerações Finais

Esse capítulo foi dedicado ao estudo pormenorizado das teorias sobre estrutura de capital. Foram apresentadas as cinco teorias mais comumente aceitas entre os autores: Teoria Convencional, a Teoria Modigliani-Miller (sem impostos e com impostos), a Static Trade-Off Theory, a Pecking Order Theory, a Market Timing Theory e a Takeover Theory. O final do capítulo buscou detalhar algumas questões pertinentes ao IPO, que impedem que a abertura de capital seja tratada apenas como uma alternativa dentro da estrutura de capital para financiamento de longo prazo. Foram destacadas duas variáveis que devem ser planejadas antes da abertura, especialmente pelas empresas brasileiras: a existência de altos custos associados à abertura de capital e à manutenção da condição de companhia aberta e o problema da democratização da tomada de decisão pela pulverização do capital votante. O próximo capítulo será dedicado ao estudo de caso do IPO de duas empresas gigantes do setor vajerista. O intuito do capítulo será o de comparar, através de dois casos concretos, uma oferta pública inicial de ações regular de uma empresa que mantém o controle acionário familiar mesmo após a abertura e uma oferta de ações FOLLOW-ON, com o objetivo de dispersão de controle, de uma empresa que é considerada um benchmark em governança corporativa.

Capítulo III

Estudos de Caso IPO – Magazine Luiza S.A. e Lojas Renner S.A.

No segundo capítulo foram abordadas as principais teorias sobre estrutura de capital das empresas. A decisão sobre a fonte de financiamento a ser usada para um projeto de investimento envolve, principalmente, o objetivo de maximizar o valor da empresa, e conseqüentemente, o bem-estar dos acionistas. As teorias definem que para se financiar uma empresa, o administrador deve escolher entre fontes internas, ou seja, através de lucros reinvestidos ou rotatividade de crédito, e fontes externas, via emissão de ações, sem distinção entre primeira ou enésima oferta pública, ou via emissão de dívida. No entanto, diante das características e riscos específicos de um processo de abertura de capital, é importante estudar o processo de IPO isoladamente. Duas características em particular, relevantes para os IPO brasileiros, foram detalhadas no capítulo anterior: os altos custos com a abertura e com a manutenção do status de companhia aberta e o problema da estrutura de propriedade e controle pós IPO.

O objetivo da última parte do trabalho será o de levar a discussão iniciada no capítulo anterior para a realidade das empresas brasileiras. Para tal, serão apresentados dois estudos de caso recentes no mercado de ações: a operação pioneira das Lojas Renner S.A. no mercado de ações brasileiro e o caso da empresa Magazine Luiza S.A., que no início de 2011 lançou sua primeira oferta pública de ações. O capítulo será elaborado de tal modo a contrapor a realidade de uma empresa que, em uma ação sem precedentes no mercado de ações brasileiro, pulveriza seu capital votante, passando a ter controle disperso e se tornando uma benchmark em governança corporativa; e outra, também uma gigante do setor varejista, que mantém a concentração na estrutura de controle, mesmo com o lançamento da IPO no Novo Mercado Bovespa.

Lojas Renner S.A. – Breve Histórico⁴⁴

Até o ano de 1965, as Lojas Renner pertenciam a um grupo gaúcho, chamado A.J. Renner, especializado no ramo de indústria têxtil. Em 1922, foi inaugurado o primeiro ponto-de-

⁴⁴ Informações sobre histórico da companhia retiradas no site da companhia, no link Investidores, A Companhia – Nossa História.

venda das Lojas Renner para a comercialização dos produtos têxteis fabricados pelo grupo. A loja, em 1940, passou a operar como uma loja de departamento, se aproximando mais do formato atual em que a empresa atua. Em 1965, diante do crescimento e evolução dos negócios, o grupo A.J.Renner optou por tornar independentes as diferentes empresas que o formavam, ocasião que as Lojas Renner se transformaram em uma sociedade anônima. Passados dois anos da divisão, foi realizada a primeira oferta pública de ações e as Lojas Renner passaram a operar como uma companhia de capital aberto.

No início dos anos 1990, a companhia passou por uma profunda reestruturação, cujo principal objetivo era o de se consolidar como uma loja de departamentos especializada em moda. Nessa mesma década, iniciou-se um projeto de expansão das lojas para outros estados, além do Rio Grande do Sul, como Santa Catarina, Paraná, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Distrito Federal. No início da década, a companhia contava com apenas oito lojas, e no final de 1998, com a inauguração de 13 novas lojas, passou a operar com 21 unidades.

Em 1998, a J.C. Penney Brazil Inc., subsidiária de uma das maiores redes de lojas de departamento e com forte atuação no setor de vestuário dos EUA, adquiriu o controle acionário da Companhia por US\$139 milhões. Como nova empresa do grupo, as Lojas Renner puderam ter acesso a fornecedores internacionais, especialistas na escolha de pontos comerciais, além de padrões de qualidade de nível internacional, como procedimentos e controles internos diferenciados. O resultado desse processo foi um amplo crescimento a partir de dezembro de 1998. Nos sete anos que marcaram o controle da companhia pelo grupo JC Penney, a companhia apresentou bons resultados, o número de lojas saltou de 21 para 62 e o faturamento de R\$250 milhões para R\$1,3 bilhão.

Em junho de 2005, a JC Penney, com a estratégia de se concentrar exclusivamente no mercado norte-americano, optou pela venda do controle da Companhia brasileira através de uma oferta pública de ações FOLLOW-ON na Bovespa. No modelo desenhado para a oferta, cada investidor poderia arrematar no máximo 20% das ações, o que garantiria uma estrutura de controle totalmente pulverizada, característica comum nas empresas de capital aberto operantes no mercado acionário americano. Com o sucesso da oferta, a companhia passou a operar no Novo Mercado como a primeira empresa no país a ter seu capital pulverizado e aproximadamente 100% de suas ações em circulação. A partir de então, a empresa vem apresentando bons

resultados associados principalmente à expansão do negócio para os estados do Nordeste e Norte do país. Atualmente, as Lojas Renner são a segunda maior loja de departamento de vestuário do Brasil.

Pulverização do Capital

Até maio de 2005, a JC Penney, controladora das Lojas Renner desde 1998, detinha 1.455.145.227 ações ordinárias e 2.257.052.693 ações preferenciais das Lojas Renner, representando 97,7% do capital social da companhia (Tabela 1). Em maio de 2005, a companhia publicou um Fato Relevante ao mercado com medidas para se adequar aos padrões exigidos pelo Novo Mercado Bovespa. Entre as principais alterações, estava a extinção da JC Penney, passando o seu patrimônio líquido a integrar o patrimônio líquido das Lojas Renner. Dessa maneira, o patrimônio líquido das Lojas Renner ficou acrescido em, aproximadamente, R\$ 11,2 milhões. Na incorporação, todas as ações de emissão das Lojas Renner de titularidade da JC Penney foram canceladas e, em substituição, essas ações foram atribuídas proporcionalmente aos sócios da JC Penney. Além da incorporação, a companhia anunciou a transformação de todas as ações preferenciais da companhia em ações ordinárias, na proporção de uma para uma. Foi realizado ainda um agrupamento de ações na proporção de uma nova ação para cada grupo de 253 ações existentes. Para os acionistas que detivessem menos que 253 ações, a controladora se comprometeu a doar frações de ações para que esses acionistas minoritários pudessem completar uma ação inteira e, dessa maneira, permanecerem no quadro societário da Companhia. O objetivo do agrupamento foi o de garantir que o valor econômico unitário das ações se tornasse mais atraente para negociação em mercado, por conta do aumento do preço da ação decorrente do enxugamento na divisão do patrimônio líquido. Por fim, foi anunciado que a empresa, para atender a níveis mais altos de governança corporativa, formou um Conselho de Administração Independente⁴⁵, tal como exigido para empresas listadas no Novo Mercado. O custo estimado para executar todas essas mudanças, conforme comunicado da administração, foi de aproximadamente R\$ 300 mil.

⁴⁵ Uma empresa listada no Novo Mercado deve contar com um Conselho de Administração Independente com, no mínimo, 5 membros sendo que pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos. Para mais informações sobre exigências por segmento de listagem, ver pág. 30 Tabela 7 – Exigências por Nível de Governança.

Com a consolidação dessas mudanças, em 10 de maio de 2011, a companhia enviou um Comunicado ao Mercado divulgando a informação sobre a intenção da JC Penney em transferir, parcialmente ou totalmente, o controle acionário da companhia. Ao mesmo tempo, foi aberto um pedido junto a CVM para oferta pública de ações, estabelecendo a seguinte meta para a posição acionária da companhia pós-IPO.

Tabela 1 - Posição Acionária - Lojas Renner S.A. 2005

Acionistas	Na data do Prospecto		Após a oferta	
	Ações	%	Ações	%
J.C. Penney Brazil, Inc.	14.672.716	97,7%	-	0%
Outros Acionistas	345.640	2,3%	21.268.356	100%
Ações em Tesouraria	-	0%	-	0%
Total	15.018.356	100%	21.268.356	100%

Fonte: Prospecto de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão das Lojas Renner – 2005

No Prospecto de Distribuição, publicado em 13 de maio de 2005, ficou estabelecido que a companhia realizaria uma distribuição primária e secundária totalizando 20.922.716 ações, sendo emitidas 6.250.000 novas ações e o restante, 14.672.716 ações, ofertadas pela empresa controladora J.C. Penney Brazil. Na estrutura da oferta, a companhia limitou a 20% do capital social o teto para participação acionária de um investidor isolado. Caso esse limite fosse atingido, o investidor ficaria obrigado a realizar uma oferta pública de aquisição, arrematando o total de ações da companhia.

A captação projetada para a oferta foi de R\$356,6 milhões, com base em um preço por ação estimado de R\$40⁴⁶. Os planos para os recursos captados envolveram principalmente a liquidação da dívida com o antigo acionista controlador J.C. Penney Brazil. Dessa maneira, a oferta pode ser entendida quase que exclusivamente com o objetivo de transferir o controle acionário da companhia para um amplo número de investidores, cancelando qualquer antigo

⁴⁶ Na data do Prospecto Preliminar, estimou-se um preço de emissão/venda por Ação (“Preço por Ação”) situado entre R\$ 37,00 e R\$ 43,00, conforme Coleta de Intenções de Investimento junto a Investidores Institucionais.

vínculo da controladora com a companhia, tendo pouca ou quase nenhuma relação com estratégia de financiamento de longo prazo (Tabela 2).

Tabela 2 - Destinação dos Recursos Captados

Destinação dos Recursos da Oferta Primária Líquidos de Comissões e demais despesas	Sem opção de Ações Suplementares	Com opção de Ações Suplementares (1)
Liquidação de valores devidos pela Companhia ao Acionista Vendedor (JC Penney Brazil) em razão da nota promissória, no valor de US\$ 80 milhões, com vencimento em 31 de dezembro de 2009, remunerado por Libor de um mês acrescida de 3% ao ano.	90,1%	59,8%
Pagamento de Empréstimo de CP	4,6%	10,7%
Reforço de Capital de Giro	5,2%	18,3%
Investimento na expansão das atividades	-	11,2%
Total	100%	100%

(1) No Prospecto ficou definido um lote suplementar de ações correspondente a 15% do total da oferta, ou seja, 3.138.407 ações, disponibilizado ao público caso fosse constatado excesso de demanda no decorrer da oferta.

Fonte: Prospecto de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão das Lojas Renner – 2005

Em relação ao efeito da emissão de 6.250.000 novas ações, a companhia calculou um aumento imediato do valor patrimonial contábil correspondente a R\$ 7,96 por ação (R\$10,78 para R\$18,74) para os atuais acionistas, decorrente da elevação do patrimônio líquido de R\$ 161,9 milhões antes da oferta para R\$ 398,6 milhões após a oferta e uma diluição imediata do valor patrimonial líquido correspondente a R\$ 21,26. Essa diluição representa exatamente a diferença entre o preço por ação pago pelos investidores (R\$40 conforme preço por ação estimado da oferta) e o valor patrimonial contábil por ação imediatamente após a oferta.

Após 15 dias do anúncio da oferta, foi publicado o Prospecto Definitivo com o preço por ação fixado a R\$37,00, limite inferior do intervalo estimado no prospecto preliminar. O valor da comissão do agente underwriter foi fechado em R\$1,67 (4,5%), sendo o total de recursos líquidos por ação destinados a companhia igual a R\$35,34. Com base no novo preço por ação, os recursos líquidos estimados para a oferta primária foi recalculado para R\$ 218,6 milhões, no caso da empresa não recorrer ao lote suplementar de ações e R\$ 329,5 milhões, no caso da empresa fazer uso do lote. A destinação dos recursos, mesmo com a diminuição do valor arrecadado estimado,

não sofreu alteração significativa, sendo ainda o principal objetivo da oferta a liquidação da dívida com o acionista vendedor J.C. Penney Brazil.

Passado um mês do anúncio da oferta, a companhia publicou o Anúncio de Encerramento da Distribuição Pública de Ações informando um total de 23.942.723⁴⁷ ações negociadas, com um montante final movimentado de R\$ 886 milhões. Conforme Tabela III, o maior volume negociado se deu por parte de investidores estrangeiros qualificados⁴⁸, correspondendo a aproximadamente 86% do total das ações negociadas. Parte do sucesso da oferta com investidores estrangeiros, fator destacado pela Revista Exame em agosto de 2005, está associada com o próprio comprometimento da empresa com níveis mais altos de governança corporativa, reforçado pela estratégia de pulverização do capital votante.

Tabela 3 – Dados Finais da Oferta

Tipo do Investidor	Numero de Subscritores Compradores	Quantidade de Ações Ordinárias de Emissão da Companhia
Pessoas Físicas	106	311.733
Clubes de Investimento	8	130.247
Fundos de Investimento	104	1.927.230
Entidades de Previdência Privada	19	134.660
Companhias Seguradoras	2	90.500
Investidores Estrangeiros Qualificados	179	20.660.633
Instituições Financeiras Ligadas à Companhia e/ou ao Coordenador Líder e/ou às Instituições Subcontratadas e/ou aos Participantes Especiais - -	-	-
Demais Instituições Financeiras	6	633.800
Demais Pessoas Jurídicas Ligadas à Companhia e/ou Coordenador Líder e/ou às Instituições Subcontratadas e/ou aos Participantes Especiais	-	-
Demais Pessoas Jurídicas	6	91.647
Sócios, Administradores, Colaboradores (empregados), Prepostos e demais Pessoas Ligadas à Companhia e/ou Coordenador Líder e/ou às Instituições Subcontratadas e/ou aos Participantes Especiais	18	25.073
Outros	-	-
Subtotal	448	24.005.523

⁴⁷ A empresa fez uso do lote suplementar de ações, conforme previsto no Prospecto Preliminar da Oferta, respeitando os termos do artigo 24 da Instrução CVM nº400/03.

⁴⁸ De acordo com o artigo 109 da Instituição CVM nº409, de 18 de agosto de 2004, são considerados investidores qualificados: instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio.

Ações Recomproudas no âmbito das Atividades de Estabilização	-	(58.800)
Total da Oferta	448	23.946.723

Fonte: Anúncio de Encerramento da Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias 27.07.2005

Desde a oferta pública de ações em 2005, o quadro societário das Lojas Renner permanece praticamente o mesmo. Nenhum acionista detém mais que 20% do total das ações. O maior acionista detém menos que 15%, enquanto que 67,44% das ações estão pulverizadas entre vários acionistas minoritários. Dessa maneira, o controle da companhia é totalmente disperso. Como mostrado no primeiro capítulo do trabalho, essa é uma realidade rara entre as empresas brasileiras. Em grande parte delas, o controle é muito bem definido por um acionista ou existe algum tipo de instrumento, como estruturas piramidais de poder, que possibilita a concentração do controle em um único acionista ou em um grupo.

Tabela 4 - Posição Acionária dos Acionistas com mais de 5% de Ações da Companhia 2011

Investidores	Ações Ordinárias	(%)
Aberdeen Asset Management PLC	17.858.786	14,57%
BlackRock Inc.	8.999.153	7,34%
TRowe Price	6.872.800	5,61%
Schroder Investment Management Limited	6.167.300	5,03%
Outros	82.653.276	67,44%
Total	122.551.315	100%

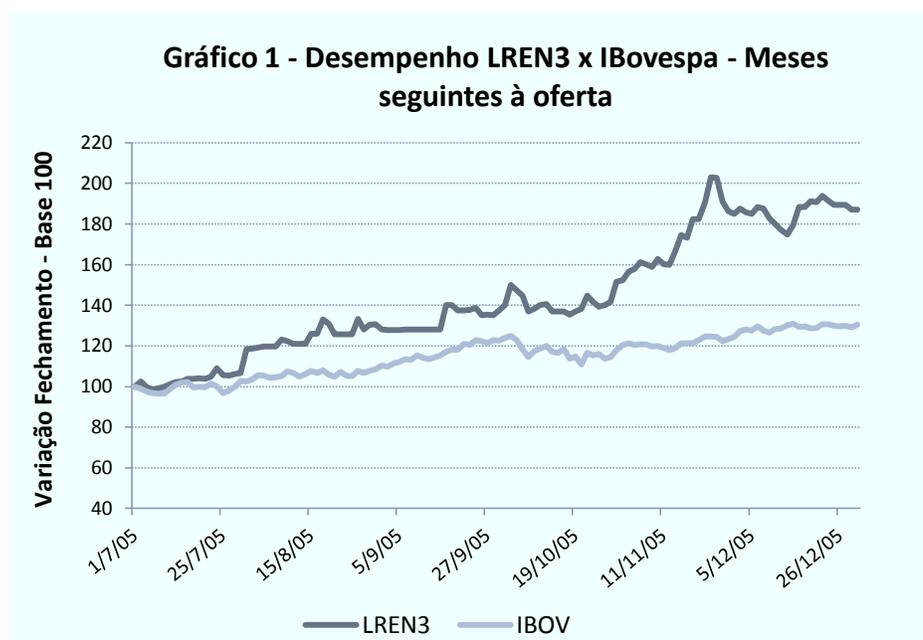
Fonte: ITR Lojas Renner 3º trim. 2011

Tabela 5 - Posição Acionária - Conselho de Administração 2011

	Quantidade de Ações	(%)
Conselho de Administração	36.682	0,03%
Diretoria	206.510	0,17%
Conselho Fiscal	0	0,00%
Total	243.192	0,20%
Free Float	122.308.123	99,80%
Total de Ações	122.551.315	100%

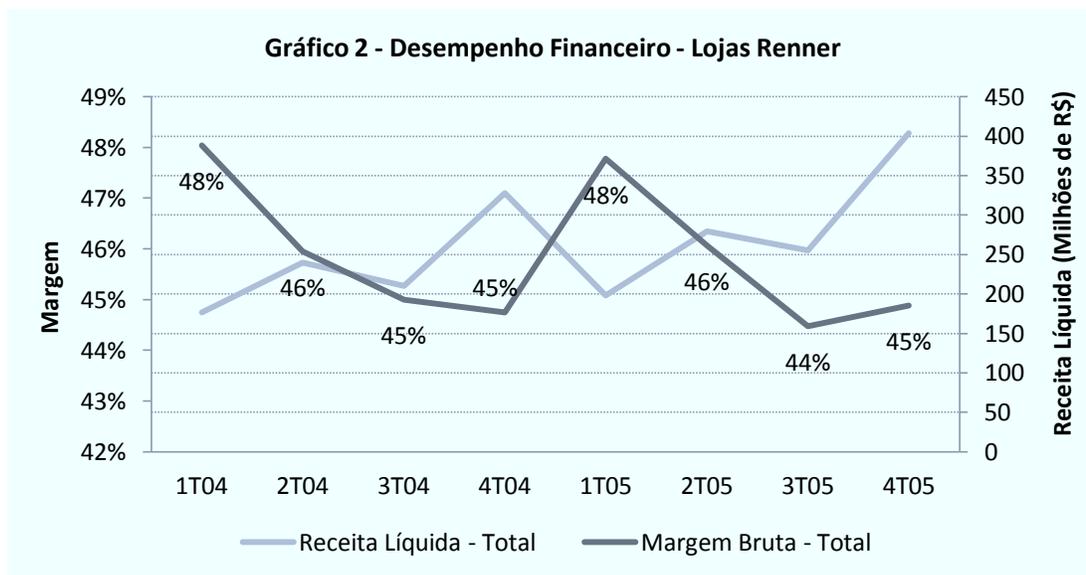
Fonte: ITR Lojas Renner 3º trim. 2011

Por conta do pioneirismo da ação de pulverização do capital, as Lojas Renner receberam o prêmio IBGC de Governança Corporativa logo após a oferta pública que permitiu que empresa se tornasse a primeira companhia aberta com controle disperso no Brasil e com a maior porcentagem de ações free float (99,8%) no mercado. O prêmio veio acompanhado de bons resultados para as Lojas Renner. Conforme mostrado pelo Gráfico 1, nos meses seguintes à oferta que pulverizou seu capital e a tornou uma benchmark em governança corporativa, as ações LREN3 valorizaram acima da média do mercado, representada pelo Ibovespa (IBOV), chegando ao final de novembro de 2005 a valer duas vezes o preço fixado na oferta.



Fonte: Elaboração Própria através das Informações Trimestrais fornecidas pela empresa Lojas Renner S.A. para o ano de 2005.

Em relação ao desempenho financeiro da empresa nos trimestres seguintes a oferta (representados no Gráfico 2 por 3T05 e 4T05), é possível notar que a margem bruta de vendas manteve-se na média de 46%, apesar do relativo aumento na receita líquida no último trimestre do ano, comum no setor varejista. Apesar da análise financeira da empresa estar fora do escopo do trabalho, é interessante notar que o bom desempenho no preço das ações no período pós-IPO, nesse caso, não teve relação direta com a evolução da atividade da empresa.



Fonte: Elaboração Própria através das Informações Trimestrais fornecidas pela empresa Lojas Renner S.A para o ano de 2005.

A ação de pulverização de capital das Lojas Renner S.A. é considerada um caso de sucesso pelo mercado, uma vez que o preço das ações manteve-se em alta mesmo após o encerramento da oferta. Parte do sucesso pode ser explicada pelo bom desempenho do mercado de ações no momento da oferta, com a consolidação das inovações institucionais no mercado de capitais implementadas em 2001. Em 2005, o volume total negociado foi 58% maior do que volume verificado em 2004, caracterizando um possível market timing para emissão de ações.

Magazine Luiza S.A. – Breve Histórico⁴⁹

A primeira loja Magazine Luiza foi aberta em 1957, com o antigo nome “A Cristaleira”, no município de Franca em São Paulo, pelo casal Luiza Trajano e Pelegrino José Donato. Logo no início do negócio, outros familiares, como a maior acionista atual e sobrinha da fundadora, Luiza Helena Trajano, foram envolvidos na administração das lojas para capitalização dos planos de expansão. Em 1991, o grupo sofreu uma reestruturação societária a fim de consolidar o envolvimento da família no negócio. Em duas décadas e meia de existência e após algumas

⁴⁹ Informações sobre histórico da companhia retiradas no site da companhia, no link Investidores, A Companhia – Nossa História.

aquisições de lojas concorrentes, a rede já contava com mais de 30 lojas espalhadas pelo estado de São Paulo e Minas Gerais.

Em 1992, o grupo realizou uma ação pioneira no mercado de e-commerce. Foram abertas lojas virtuais em pequenas cidades do interior paulista. Nessas lojas não havia um único produto em exposição, apenas computadores ligados a um centro de dados da companhia, onde os clientes podiam realizar suas compras com o auxílio de vendedores treinados para auxiliá-los na procura por produtos e na efetivação do pagamento. Como não havia estoque nem produtos em exposição, o custo de manutenção da loja caía quase a zero, o que levava a uma vantagem competitiva em relação às grandes lojas de varejo convencionais.

Em 1996, foram abertas novas lojas no estado do Paraná. Além disso, o grupo permaneceu com sua estratégia de expansão através da aquisição dos pequenos e médios concorrentes, como as Lojas Felipe no Mato Grosso do Sul. Em 1999, dando continuidade à inovação no comércio eletrônico, o grupo criou o site magazineluiza.com. Entre as redes de varejo, o Magazine Luiza foi o que mais aproveitou o potencial da internet para expansão das vendas.

O grupo consolidou a marca no estado de São Paulo através da aquisição das Lojas Wanel, na região de Sorocaba, em 2001, e das Lojas Líder em 2003, na região de Campinas. Ainda em 2001, o grupo aproveitou a característica de endividamento do mercado que a loja atende, ou seja, classe C e D, e criou uma financeira, Luizacred, em associação com o Unibanco. As vendas por crédito se tornaram o carro forte da companhia a partir da criação de uma financiadora própria. A empresa também se expandiu para o ramo das seguradoras. Através de uma joint venture com o Grupo Cardif, foi criada a Luizaseg, uma seguradora especializada no fornecimento de serviços para a classe C e D da população.

Em 2004, a empresa comprou a rede Arno no Rio Grande de Sul, as redes Base, Madol e Kilar em Santa Catarina. Com essas aquisições, o grupo passou a contar com mais de 350 lojas espalhadas pelo Brasil. Em 2005, houve um aporte de capital de fundos private equity administrados pela Capital International, Inc. Esse aporte de recursos estimulou o plano de expansão da rede, e no ano de 2008, foram abertas 46 novas lojas no estado de São Paulo e, além disso, a rede Lojas Maia de forte atuação no Nordeste, foi adquirida pelo grupo. Em 2010, a

empresa contava com mais de 20 milhões de clientes fidelizados através do cartão Magazine Luiza e com lojas espalhadas em 16 estados brasileiros.

Em 2011, como terceira maior rede varejista, a empresa optou por realizar a abertura de capital. O principal objetivo do IPO foi captar recursos para investir em abertura e reforma de lojas e aquisições de empresas do setor varejista e de comércio eletrônico, além de reforçar do capital de giro. De fato, logo após o encerramento da oferta, a empresa comunicou ao mercado a compra de 121 lojas da rede Lojas do Baú do grupo Silvio Santos S.A., agindo em linha com o objetivo da captação de recursos, que era justamente a expansão do negócio via aquisição da concorrência. Porém, outra questão determinante para a abertura, bastante discutida pelos analistas do mercado no momento do IPO, foi a possibilidade de tornar líquida a riqueza da família, que está envolvida na administração desde o início do negócio. Dispondo de um portfólio gigantesco de lojas, 604 lojas ao todo no final de 2010, e de uma marca plenamente consolidada no mercado, interesse de muitas redes varejistas internacionais, a empresa, ao negociar suas ações em bolsa, deixa aberta a possibilidade de sair do negócio a qualquer momento via transferência do controle acionário. O IPO realizado pelo grupo foi um primeiro passo dado nesse sentido na opinião dos especialistas do mercado.

IPO e Manutenção da Estrutura de Controle

Em 28 de abril de 2011, a terceira maior rede varejista do Brasil divulgou o prospecto definitivo de distribuição pública de ações com o valor total da oferta calculado em aproximadamente R\$ 805 milhões. A operação incluiu, além da emissão de novas 33.750.000 ações, a venda de parte das ações (16.564.432) que pertenciam aos atuais sócios empreendedores do negócio, entre eles a fundadora da companhia, Luiza Trajano e a atual presidente, Luiza Helena Trajano. O preço por ação foi fixado em R\$16,00, após a realização do procedimento de bookbuilding que refletiu o valor pelo qual os investidores apresentaram suas intenções de investimento no contexto da oferta (Tabela 6). Após a oferta, o percentual de ações free float passou a ser de 30,91%, conforme dados disponíveis no Prospecto de Distribuição Pública de Ações.

Após o IPO, a estrutura de controle permaneceu inalterada. A LTD Administrações e Participações S.A. permaneceu como controladora da Magazine Luiza S.A. por deter 61,52% do total de ações em circulação pós-IPO da rede verjista. A LTD, por sua vez, é detida pela Luiza Participações S.A. e pela Wagner Participações S.A., que possuem 60,61% e 39,39%, respectivamente da holding. Dos acionistas da Luiza Participações S.A., a sra. Luiza Helena Trajano Inacio Rodrigues, membro da família empreendedora do negócio, possui 52,3% do total do capital votante. Em relação a Wagner Participações S.A., o sr. Wagner Silva, também da família, é acionista controlador, possuindo 85,35% do total das ações. A LTD, por ser acionista majoritária da Magazine Luiza S.A., permite à família exercer controle indireto sobre a empresa através das holdings familiares. Além das participações através da LTD, todos os membros da família envolvidos no negócio têm participação direta na empresa, estando incluídas no percentual representado pela nomenclatura “Outros Acionistas Pessoa Física” na Tabela 7.

Tabela 6 - Dados da Oferta de Distribuição Pública de Ações – Magazine Luiza

	Preço (R\$)	Comissões (R\$) (1)	Recursos Líquidos (R\$) (2)
Preço por Ação	16,00	0,56	15,44
Oferta primária	540.000.000,00	18.900.000,00	521.100.000,00
Oferta secundária	265.030.912,00	9.276.081,92	255.754.830,08
Total	805.030.912,00	28.176.081,92	776.854.830,08

(1) Comissão para Coordenador Líder de 3,5%

(2) Sem dedução das despesas da oferta.

Fonte: Prospecto de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão Magazine Luiza– 2011

Tabela 7 - Posição Acionária dos Acionistas com mais de 5% de Ações da Companhia – 2011

Investidores	Antes da Oferta		Após a Oferta	
	Ações Ordinárias	(%)	Ações Ordinárias	(%)
LTD Administrações e Participações S.A. (1)	113.035.011	75,36%	113.035.011	61,52%
Brazil Zia I, LLC (2)	14.690.186	9,79%	5.141.565	2,80%
Brazil Zia II, LLC	3.854.793	2,57%	1.349.177	0,73%
Wagner Garcia Participações S.A.	8.411.383	5,61%	8.411.383	4,58%
Outros Acionistas Pessoa Física (3)	10.008.615	6,67%	5.498.420	2,99%

Administradores (4)	12	-	12	0,00%
Tesouraria	-	-	-	-
Outros	-	-	50.314.432	27,38%
Total	150.000.000	100%	183.750.000	100%

(1) LTD Administrações e Participações S.A. é detida pela Luiza Participações S.A. (60,61%) e pela Wagner Participações S.A.(39,39%).

(2) Brazil Zia é em sua totalidade detida pela Capital International Private Equity Fund IV (CIPEF IV), sendo que a Capital International Inc. (CII) é a responsável pela gestão discricionária da CIPEF IV. Não há nenhuma pessoa física da qualidade de administrador/gestor da carteira da CIPEF IV que detenha, proporcionalmente, participação igual ou maior do que 5% no capital da Magazine Luiza S.A..

(3) Engloba a participação acionária direta detido pelos acionistas Luiza Trajano Donato, Franco Bittar Garcia, Flávia Bittar Garcia, Fabricio Bittar Garcia, Pellegrino Jose Donato, Wagner Garcia da Silva Jr., Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues e Onofre de Paula Trajano.

(4) Não leva em consideração a participação da sra. Luiza Trajano Inacio Rodrigues, do sr. Onofre de Paula Trajano e do sr. Fabricio Bittar Garcia.

Fonte: Prospecto de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão Magazine Luiza– 2011

Os custos estimados da oferta alcançaram o patamar de aproximadamente R\$41 milhões (5,07% do total captado na oferta pública e 7,6% do total de recursos captados na oferta primária, e que, portanto, entram efetivamente no caixa da empresa), entre despesas com comissões e despesas gerais. O total das despesas com comissões para agentes underwriter e bancos envolvidos representou quase 70% do total de custos incorridos no processo de abertura (Tabela 8).

Tabela 8 - Custos Estimados da Oferta - Magazine Luiza

Comissões e Despesas	Valor (R\$)	% em Relação ao Valor Total da Oferta	Valor por ação (R\$)	% em Relação ao Preço por Ação
Comissão de Coordenação	4.025.155	0,50%	0,08	0,50%
Comissão de Colocação	12.075.464	1,50%	0,24	1,50%
Comissão de Garantia Firme de Liquidação	4.025.155	0,50%	0,08	0,50%
Comissão de Incentivo	8.050.308	1,00%	0,16	1,00%
Total de Comissões	28.176.082	3,5%	0,56	3,5%
Impostos, Taxas e Outras Retenções	3.009.399	0,37%	0,06	0,37%
Despesas de Registro da Oferta	165.740	0,02%	0,00	0,02%
Despesa com Auditores	652.800	0,08%	0,01	0,08%

Despesa com Advogados e Consultores	3.739.543	0,46%	0,07	0,46%
Despesa com Publicidade	3.200.000	0,40%	0,06	0,40%
Outras Despesas (1)	1.859.836	0,23%	0,04	0,23%
Total Despesas	12.627.318	1,57%	0,25	1,57%
Total Comissões e Despesas	40.803.400	5,07%	0,81	5,07%

(3) Incluindo os custos estimados do *Road Show*.

Fonte: Prospecto de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão Magazine Luiza– 2011

O principal objetivo do IPO, como mencionado, foi captar recursos para investir em abertura e reforma de lojas e aquisições de empresas do setor varejista e de comércio eletrônico, além de reforçar do capital de giro. Nesse caso, diferentemente do objetivo das Lojas Renner S.A. na oferta follow-on, a rede varejista buscou o mercado de ações para financiamento de longo prazo de suas estratégias de investimento (Tabela 9).

Tabela 9 - Destinação dos Recursos Captados

Destinação dos Recursos da Oferta Primária Líquidos de Comissões e demais despesas	Percentual de alocação dos recursos líquidos obtidos na oferta	Total líquido de Recursos (Milhares de R\$)
Investimento em abertura de novas lojas e/ou aquisições no setor de varejo e comércio eletrônico	30%	153,81
Investimento em reforma de lojas	20%	102,54
Investimento em tecnologia e logística	20%	102,54
Reforço do capital de giro	30%	153,81
Total	100%	512,7

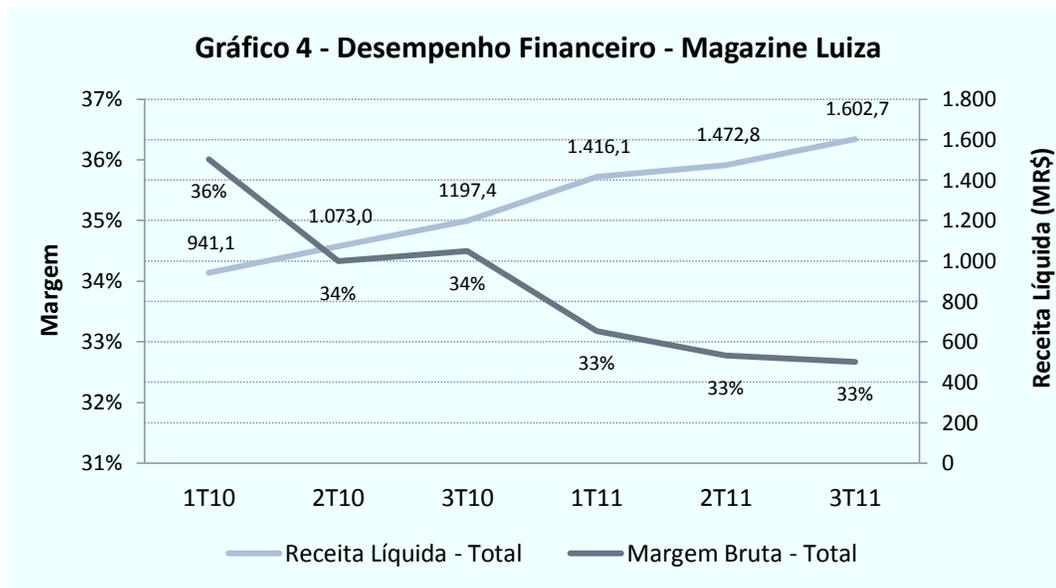
Fonte: Prospecto de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão Magazine Luiza– 2011

As ações emitidas no IPO realizado pela Magazine Luiza S.A. não tiveram o mesmo desempenho das ações ofertadas no follow-on das Lojas Renner S.A em 2005. Como é possível notar pelo Gráfico 3, as ações MGLU3 valorizaram acima da média do mercado apenas nos dois primeiros meses após a oferta. A partir de julho, a ação passou a ter um desempenho próximo ao do mercado. No entanto, no final de novembro, a ação já estava valendo pouco mais da metade do preço fixado durante a oferta. É possível que esse seja um caso de overpricing durante o IPO por conta da acelerada queda no preço no momento seguinte à oferta.

Em relação ao desempenho financeiro da empresa nos trimestres seguintes à oferta (representados no gráfico IV por 3T11), é possível notar que a margem bruta de vendas manteve-se na média de 34%, apesar do aumento de 34% na receita líquida no penúltimo trimestre do ano, em comparação ao mesmo trimestre de 2010. Nesse caso, houve redução na margem por conta da elevação nos custos que impediu o crescimento proporcional do lucro bruto. Por se tratar de um IPO recente, não é possível estabelecer uma relação entre o desempenho do preço de fechamento das ações MGLU3 e a evolução dos negócios da empresa, uma vez que há indícios que pode ter havido overpricing durante a oferta.



Fonte: Elaboração Própria através das informações trimestrais fornecidas pela companhia para o ano de 2011



Fonte: Elaboração Própria através das Informações Trimestrais fornecidas pela empresa Magazine Luiza S.A. para o ano de 2005.

A Magazine Luiza S.A. é um exemplo que funciona como padrão para as empresas brasileiras que resolvem realizar a abertura de capital, especialmente aquelas com estrutura de propriedade familiar. Duas variáveis foram exploradas no capítulo anterior que puderam ser verificadas no IPO da empresa Magazine Luiza S.A.: os altos custos com a abertura e o problema da estrutura de propriedade e controle pós IPO. Em relação aos custos do IPO, foi possível verificar que 7,6% do total de recursos captados na oferta primária, e que, portanto, entram efetivamente no caixa da empresa, foram destinados ao pagamento dos gastos gerais com a abertura, como a contratação do agente underwriter, gastos com auditoria e pagamento dos registros exigidos pelos órgãos reguladores. Quanto ao problema da estrutura de propriedade no pós-IPO, foi possível verificar que a abertura não significou alteração na estrutura de propriedade e na estrutura de controle da empresa. Na grande maioria das vezes, as empresas vão ao mercado acionário captar recursos de longo prazo mediante ampliação da estrutura societária, porém o poder da tomada de decisão permanece no mesmo grupo ou acionista controlador. Essa situação está em linha com a problemática evidenciada no Capítulo 1, isto é, que a despeito das mudanças introduzidas pelos novos segmentos de listagem criados pela Bovespa, não houve uma ruptura com o padrão tradicional de estrutura de propriedade e controle da empresas brasileiras. O caso das Lojas Renner S.A., comum no mercado de ações norte americano, é uma oferta totalmente

atípica no mercado brasileiro. A ausência de ofertas que democratizam o capital votante entre as empresas brasileiras que vão ao mercado põe em cheque à questão do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e a manutenção de uma fonte externa eficiente de recursos de longo prazo.

Conclusão

O presente trabalho buscou explorar o processo de abertura de capital das empresas brasileiras, detalhando duas variáveis que são especialmente pertinentes à realidade brasileira: os altos custos da abertura e manutenção da condição de companhia aberta e a estrutura de propriedade e controle no momento pós-IPO.

Para tal, foi feito um estudo detalhado da evolução do mercado de ações brasileiro, desde 1970 até o final dos anos 2000. A principal conclusão tirada da análise da trajetória do mercado acionário foi a de que, mesmo após as inovações introduzidas pelos novos segmentos de listagem da Bovespa em 2001, o mercado de ações permanece como coadjuvante no papel de arranjo financeiro alavancador de recursos de longo prazo para as empresas brasileiras. Parte dessa deficiência deve-se a não ruptura com o padrão tradicional de estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras. O ciclo de crescimento do mercado acionário em 2004 se consolidou sobre bases tradicionais de controle, o que põe em cheque à questão do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e conseqüentemente de uma fonte alternativa de financiamento de longo prazo para as empresas.

Buscou-se ainda explorar as diversas teorias acerca de escolha sobre estrutura de capital. As cinco teorias abordadas nesse trabalho captam o efeito da escolha sobre a estrutura de capital no valor da empresa. Enquanto a teoria convencional admite que é possível uma empresa definir um valor mínimo para seu custo de capital ao combinar adequadamente suas fontes de financiamento, a teoria de Modigliani Miller sem impostos estabelece que o valor da empresa permanece igual independentemente da estrutura de capital escolhida. A presença de imposto sobre pessoa jurídica altera essa afirmativa e indica que quanto maior a presença de endividamento na estrutura de capital, maior o benefício fiscal e, dessa maneira, maior o valor da empresa. Tanto a teoria convencional quanto as teorias MM defendem que existe informação simétrica para todos os investidores e que o mercado é totalmente capaz de traduzir as informações disponíveis e valorizar corretamente uma empresa. A Static Trade-Off Theory defende que existe uma estrutura ótima de capital definida pelo equilíbrio encontrado quando as firmas igualam o valor presente marginal da eficiência fiscal com os custos de restrição financeira. A Pecking Order Theory, por sua vez, estabelece uma relação hierárquica entre as fontes de financiamento de longo prazo escolhidas pelas empresas. Nessa teoria, os lucros retidos

são sempre a fonte de financiamento preferível para as empresas. Em segundo lugar, as empresas optam pela captação externa via endividamento. Apenas como último recurso, as empresas se valem da alternativa da emissão de ações. Na Market Timing Theory, as firmas aproveitam janelas de oportunidades criadas no momento de euforia do mercado. No hot market, as empresas conseguem reduzir o custo do capital próprio, tornando-o mais barato em relação às demais fontes de financiamento. Por fim, a Takeover Theory admite que o nível de concentração de propriedade e controle é benéfico para maximização do valor do acionista até o momento em que os controladores passam a extrair benefícios privados do controle às custas dos acionistas minoritários.

Estabelecidas as condições externas que influenciam na abertura de capital - traduzidas pela própria evolução do mercado de ações brasileiro, e revisadas as principais teorias acerca da escolha da estrutura de capital das empresas, a segunda parte do Capítulo 2 se concentrou na abordagem dos fatores internos que determinam a opção das empresas em utilizar capital próprio captado externamente. Foram destacadas duas variáveis que devem ser planejadas antes da abertura, especialmente pelas empresas brasileiras: a existência de altos custos associados à abertura de capital e à manutenção da condição de companhia aberta e o problema da democratização da tomada de decisão pela pulverização do capital votante.

As etapas do IPO, além de numerosas e demoradas, representam altos custos para a empresa que opta pela abertura. Além dos custos com o IPO, que vão desde gastos com aspectos legais e institucionais diretamente ligados à abertura até custos de marketing relacionados à divulgação da operação para os investidores, a empresa deve estar também preparada para incorrer em gastos com a manutenção da condição de companhia aberta, como a contratação de auditoria externa permanente e o próprio serviço de escrituração de ações. Conforme estimativas feitas pelo estudo da Bovespa antes descrito, os custos gerais da abertura podem chegar a 8% do total de recursos captados na oferta.

Em relação a segunda variável, isto é, a estrutura de controle e propriedade depois da abertura, verificou-se que as empresas brasileiras ainda são bastante reticentes quanto à prática de pulverização do controle. Em parte, isso se deve a velocidade na tomada de decisão decorrente de uma estrutura societária enxuta e com interesses congruentes e do próprio sentimento de posse

em relação ao negócio, exacerbado pela participação da família no quadro societário da empresa fechada.

O objetivo da última parte foi o de levar a discussão iniciada anteriormente para a realidade das empresas brasileiras. Para tal, foram apresentados dois estudos de caso recentes no mercado de ações: a operação pioneira das Lojas Renner S.A. no mercado de ações brasileiro e o caso do IPO da empresa Magazine Luiza S.A.. A Magazine Luiza S.A. é um exemplo que funciona como padrão para as empresas brasileiras que resolvem realizar a abertura de capital, especialmente aquelas com estrutura de propriedade familiar. As duas variáveis exploradas no capítulo anterior puderam ser verificadas no IPO dessa empresa. Em relação aos custos do IPO, foi possível verificar que 7,6% do total de recursos captados na oferta primária foram destinados ao pagamento dos gastos gerais com a abertura, como a contratação do agente underwriter, gastos com auditoria e pagamento dos registros exigidos pelos órgãos reguladores. Quanto ao problema da estrutura de propriedade no pós-IPO, foi possível verificar que a abertura não significou alteração na estrutura de propriedade e na estrutura de controle da empresa. Essa situação está em linha com a problemática evidenciada no Capítulo 1. O caso das Lojas Renner S.A., comum no mercado de ações norte americano, é uma oferta totalmente atípica no mercado brasileiro. A ausência de ofertas que democratizam o capital votante entre as empresas brasileiras que vão ao mercado põe em cheque à questão do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e a manutenção de uma fonte externa eficiente de recursos de longo prazo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRASCA. Associação Brasileira de Companhias Abertas. Site: www.abrasca.org.br.

AKERLOF, G. (1970). The market for lemons: Qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 89.

ALDRIGHI, Dante Mendes e NETO, Roberto Mazzer (2007). Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia* 61: 129 - 152.

_____, Dante Mendes, AFONSO, Luís Eduardo, CAPARELLI, Guilherme, DOS SANTOS, Ariovaldo (2009). As Ofertas Públicas Iniciais na Bovespa no Período Recente: Características das Empresas, Estrutura de Propriedade e de Controle, e Desempenho. Publicação BNDES PDE 2009.

ALTI, A. (2006). How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure? *Journal of Finance*, 61(4):1681-1710.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. Finanças corporativas e valor. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BAKER, M. e WRUGLER, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1):1-32.

BARBOSA NETO, J. M. O mercado de ações no Brasil e o ciclo de aberturas de capital no período 2004/2007: um estudo exploratório-descritivo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2008.

BASSO, L. F. C.; MENDES, E. A.; KAYO, E. K. Teste da Teoria da Janela de Oportunidades para o Mercado Acionário Brasileiro. In: Encontro Nacional Dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 28, 2004, Curitiba, Anais ... Curitiba: EnANPAD, 2004.

BASSO, L. F. C., MENDES, E. A., KAYO, E. K. Estrutura de Capital e Janelas de Oportunidade: Testes no Mercado Brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 2009.

BELLUZZO, L.G de M. e COUTINHO, L. (1996). Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas. *Economia e Sociedade* nº 7, Campinas, Instituto de Economia/Unicamp.

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. Finanças empresariais. Porto Alegre: Bookman, 2008.

BERTÉ, C. M. (1998). Importância e Evolução crítica do Mercado de Capitais no Brasil e a Situação dos Acionistas Minoritários. São Paulo. Dissertação de Mestrado Apresentada ao Curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP.

BMF&BOVESPA, Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – Custos de Abertura de Capital e Manutenção da Condição de Companhia Aberta. Disponível em www.bmfbovespa.com.br.

BMF&BOVESPA, Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – Informações sobre quantidade de ofertas públicas realizadas anualmente. Disponível em www.bmfbovespa.com.br.

BRAU, James e FAWCETT, Stanley (2006), Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice, *Journal of Finance* LXI(1): 399-436.

BRIGHAM, E.F., GAPENSKI, L.C. e EHRHARDT, M.C. Administração Financeira: Teoria e Prática. São Paulo, Atlas, 2001.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários – Prospectos definitivos das ofertas públicas iniciais. Disponível em www.cvm.org.br.

DEMSETZ, Harold. e LEHN, Kenneth (1985). The Structure of Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.

FREITAS, Maria Cristina Penido e PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. *Economia e Sociedade*, Campinas, (17): 81-111, dez. 2001.

HALLQVIST, Bengt. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – O Conselho de Administração. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo v. 35, n. 2, p. 74-76, abril/junho 2000.

HARRIS, M., e RAVI, A.. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance* 46, March 1991, p. 297-355.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Site: www.ibgc.org.br.

IBRI. Instituto Brasileiro de Relação com Investidores. Site: www.ibri.com.br

JENSEN, Michael C., MECKLING, Willian H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, 1976.

JUNIOR, Waldery Rodrigues, MELO, Giovani Monteiro. Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil. Texto para Discussão nº 653 IPEA, Junho de 1999.

- LA PORTA, Rafael., LOPEZ-DE-MANEZ, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY Robert. Investor Protection and Corporate Valuation. Discussion Paper Number 1882 – Harvard Institute of Economic Research. Outubro de 1999.
- LEAL, Ricardo Pereira Câmara e SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. Revista RAE-eletrônica, v. 2, n. 2, jul-dez/2003.
- LOUGHRAN T. AND RITTER J.R. (1997). The Operating Performance of Firms conducting Seasoned Equity Offerings. Journal of Finance. December:1823-1850.
- MATSUO, Alexandre Kazuma; EID JR., William. The Influence of Macroeconomic Factors on Primary Issues in the Brazilian Market. BALAS, 2005.
- MAXIMILIANO JUNIOR (2011). Processo de Bookbuilding em Emissões de Ações no Brasil. Dissertação de Mestrado pela Faculdade Getúlio Vargas. São Paulo 2011.
- MILLER, M. H. (1977). Debt and Taxes. Journal of Finance, 32, 261-75.
- MYERS, S.. The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, vol. 39, n.3 (jul), p.575-92, 1984.
- MYERS, S.; MAJLUF, N.. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that do not Have. Journal of Financial Economics, vol. 13, p.187-221, 1984.
- MODIGLIANI, F. e MILLER, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48, 261-97.
- PASTOR, Lubos, e VERONESI, Pietro (2005). Rational IPO Waves. Journal of Finance 60: 1713-1757.
- PRATES, Daniela M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, Maria Cristina P. (Org.). Abertura do sistema financeiro no Brasil. São Paulo: Fundap/Fapesp; Brasília: Ipea, 1999.
- PAGANO, M., PANETTA, F., ZINGALES, L.. Why do companies go public? Na empirical investigation. Journal of Finance, v. 53, p. 27-64. February, 1998.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS. Guia de Abertura 2011. Em parceria com BM&FBovespa. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional>.
- PROCIANOY, Jairo L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. Revista de Administração de Empresas, v. 34, n. 4, p. 74-84, 1994.
- RITTER, J.R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. Journal of Finance, 3-27

- RITTER, Jay e WELCH, Ivo (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance* 57(4): 1795-1828.
- ROCCA, C. A. e CARVALHO, A. G. (1999). Mercado de Capitais e o Financiamento das Empresas Abertas. FIPE/ABRASCA.
- RODRIGUES JUNIOR, Walderi. e MELO, Giovani Monteiro. Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil. Brasília, 1999.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração financeira: corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995.
- SAITO, Richard; MACIEL, Luiz P. Underpricing of Brazilian IPOs: Empirical Evidence from 1999 to 2005. 30º Encontro da ANPAD. Setembro de 2006.
- SAITO, Richard e da SILVEIRA, Alexandre D.M.. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, vol. 48, n.2, p.79-86, abril/junho 2008.
- SHYAM-SANDER, L.; MYERS, S.C.. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 51, p.219-44, 1999.
- SIFFERT FILHO, Nelson, Governança corporativa: padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, n. 9, 1998.
- SIQUEIRA, Tagore. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista do BNDES*, n. 10, 1998.
- SIRQUEIRA, Aieda Batistela, KALATZIS, Aquiles Elie Guimarães e TOLEDO, Franklina Maria Bragion. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma análise Comparativa. *Revista de Economia Set/Dez* 2007.
- SOUZA, Lucy. A.. O mercado de capitais brasileiro no período 1987-97. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 1998. (Tese, Doutorado).
- STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Financial Economics*. v. 20, n. 1, p. 25-54, 1988.
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T. European models of corporate governance. Denmark: Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 1995 (Working Paper, 4-95).

VALADARES, Sílvia M. Três Ensaio sobre Mercado por Controle no Brasil. Rio de Janeiro: PUC-Rio, Departamento de Economia, Tese de Doutorado, 1998.

VALADARES, Sílvia M.. Estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras. In BONOMO, M. org., Finanças Aplicadas ao Brasil, Rio de Janeiro: FGV Editora, p. 275-298, 2002.

VALADARES, Sílvia M., LEAL, Ricardo P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. Revista Abante, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VALADARES, Sílvia M., LEAL, Ricardo P. C., DA SILVA, André Luiz C.. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. RAC, v. 6, n. 1, Jan./Abr. 2002: p. 07-18

VIEIRA, E. R.; CORRÊA, V. P. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Anais..., Fortaleza, Julho de 2002.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p.103-122, Dez. 2004.