



NOTA CEMEC 10/2015

**ALGUNS FATORES ECONÔMICOS DA ABERTURA E
FECHAMENTO DO CAPITAL DAS EMPRESAS NO BRASIL**

Novembro de 2015



FIPECAFI
Cultura Contábil, Atuarial e Financeira

NOTA CEMEC 10

O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões de compra ou venda de quaisquer ativos ou quaisquer outras que possam causar danos ou prejuízo de qualquer natureza, aos usuários da informação.

As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais, do Instituto IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões. A publicação foi produzida com as informações existentes em novembro de 2015.

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Fernando M. Fumagalli

Nos últimos anos tem sido observada tendência de queda no número de empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA. Esse movimento reduz ainda mais o número de empresas que participam do mercado acionário brasileiro, que já se situa entre os menores das economias emergentes e ocorre apesar de todos os esforços para promover o ingresso de novas empresas nesse mercado. Em muitos casos, as empresas são deslistadas por deliberação da Bovespa e em outros resultam de falência e processos de incorporação e fusão. Entretanto, existe um número significativo de empresas cuja deslistagem é voluntária e corresponde a uma decisão dos investidores, mediante a realização de OPA ou pelo cancelamento do registro de companhia aberta com aprovação de 100% dos acionistas. Dada a importância do desenvolvimento do mercado acionário para o desenvolvimento da economia brasileira, essa questão tem sido objeto de vários trabalhos do CEMEC nos últimos anos¹. Existem alguns estudos acadêmicos interessantes buscando identificar a motivação da deslistagem com base em características de empresas² que adotaram esse procedimento, comparativamente àquelas que permaneceram no mercado. Não obstante possam existir fatores próprios de cada empresa, o foco desta Nota é a busca de fatores mais gerais que se refletem no valor de mercado das empresas para seus acionistas, induzindo decisões econômicas de abertura ou fechamento de capital. Os resultados preliminares reforçam a percepção de que no agregado, os ciclos de abertura e fechamento de capital das empresas tem correlação com o nível de valorização de seus papéis no mercado. De certo modo, as hipóteses sugeridas nesta nota e aquelas levantadas pelos estudos citados são complementares. Por exemplo, o aumento do custo de capital próprio aumenta o número de empresas que optam pela deslistagem e aumenta a probabilidade de fechamento de deslistagem exatamente daquelas empresas cujas características de concentração de controle, governança, rentabilidade e expectativas de crescimento comprometem a relação custo benefício de permanecerem no mercado.

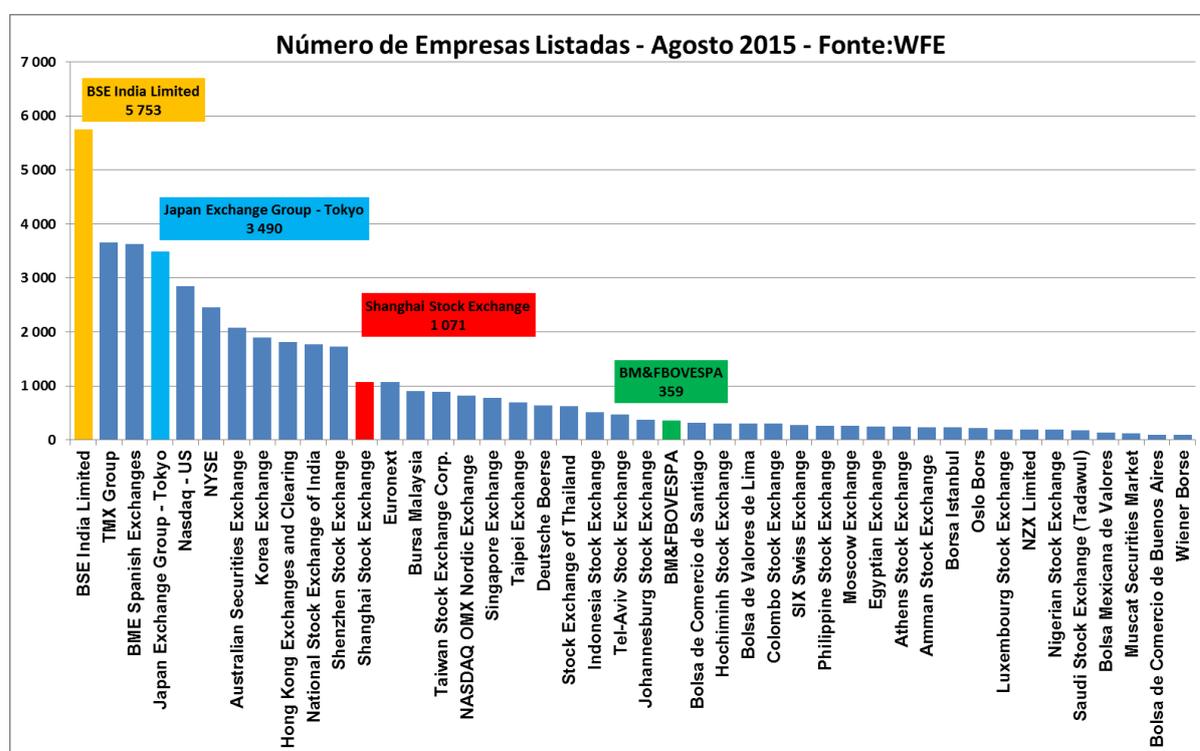
¹ V. Por exemplo, Carlos A. Rocca e Lauro Modesto dos Santos Jr –Estudos IBMEC 7 Elementos para uma Estratégia Nacional de Acesso ao Mercado de Capitais Diagnóstico e Propostas – PUBLIT - Março de 2013 (ver <http://ibmec.org.br/ibmec/wp-content/uploads/2014/09/RELATORIO-CEMEC-ACESSO-AO-MERCADO-DE-CAPITAIS.pdf>)

² William Eid Junior e Wang Jiang Horng – A Saida –Uma análise da deslistagem na Bovespa – Junho de 2005; Marco Tulio Clivati Padilha – Porque as empresas fecham capital no Brasil ? Dissertação de Mestrado – FGV – Escola de Administração de Empresas de São Paulo – 2014

1. Comparações internacionais mostram que somente um pequeno número de grandes empresas brasileiras tem ações listadas em bolsa

O **Gráfico 01** apresenta o número de empresas listadas em bolsa num grande número de países, segundo os dados e critérios da WFE, que fica evidenciado o pequeno numero de empresas listadas em bolsa, mesmo em comparação com países de economias muito menores que a brasileira.

GRÁFICO 01
NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA



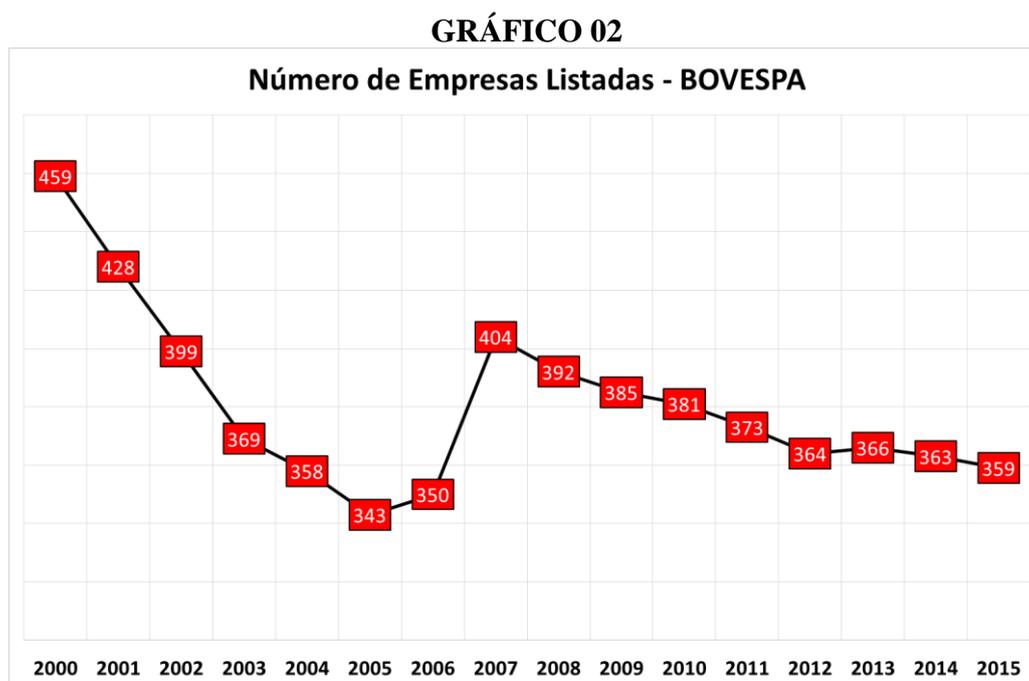
Por sua vez, verifica-se que a grande maioria das empresas listadas são grandes enquanto que apenas 5% desse grupo de empresas tem capital aberto, com fica evidenciado na Tabela 01.

TABELA 01 – Menos de 5% das Grandes Empresas são Abertas; só 7,88% usam Mercado de Capitais

TAMANHO (faturam.)	Número Empresas Brasil	Cias Abertas Não Financeiras	%	Empresas Fechadas que emitiram debêntures (2009 a jun 2015)	%	Número Empresas Não Financeiras que participam do mercado de capitais (*)	%
Grande (acima de R\$ 400 milhões)	5.000	213	4,26%	181	3,62%	394	7,88%
Média (entre 20 e 400 milhões)	30.000	76	0,25%	158	0,53%	234	0,78%
Pequena (menor de 20 milhões)	4.500.000	15	0,00%	33	0,00%	48	0,00%
Total	4.535.000	304	0,01%	372	0,01%	676	0,01%

2. Nos últimos anos cai o número de empresas listadas na Bovespa

Além disso, como demonstrado no **Gráfico 02** cai o número o de empresas listadas na Bovespa.



Fonte: WFE – World Federation of Exchanges

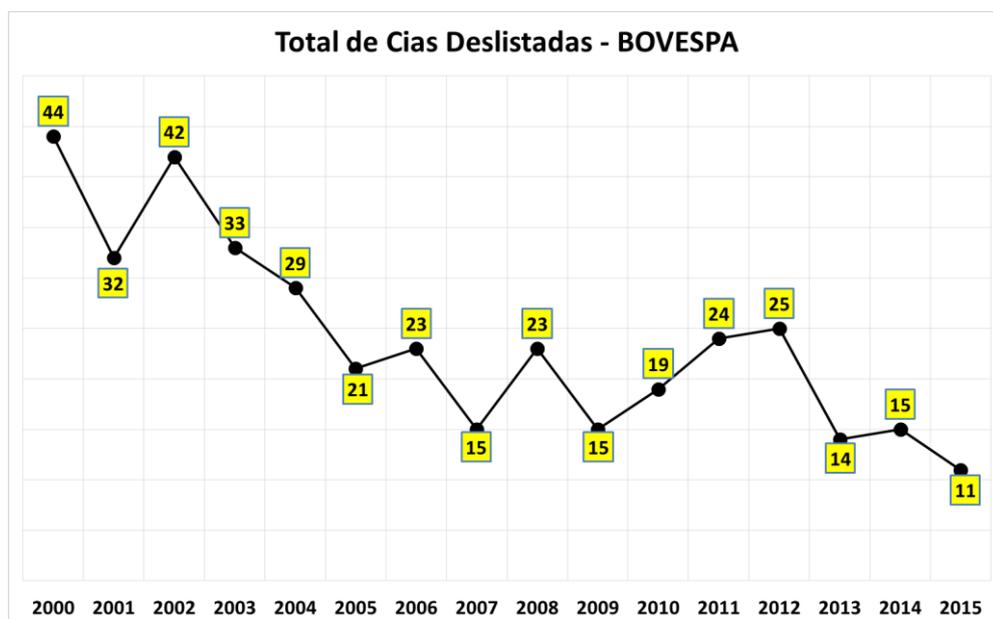
A mera observação do gráfico sugere a ocorrência de dois ciclos de queda, interrompidos por um forte aumento de empresas listadas (IPOs), com um pico em 2007. Existem razões para acreditar que o primeiro ciclo de queda, em que o número de empresas listadas cai de 459 em 2000 para 343 em 2005, foi induzido pelo avanço dos requisitos de governança estabelecidos pela regulação, processo esse que coincidiu com a criação e consolidação do Novo Mercado da Bovespa. O segundo ciclo, em que o número de empresas listadas cai de 404 em 2007 para 359 em 2015 constitui o foco desta nota, em que se busca identificar fatores que possam ter influenciado nesse período.

3. Análise da deslistagem voluntária

3.1 Natureza da deslistagem de empresas na Bovespa

No **Gráfico 03** é apresentada a evolução do número total de empresas deslistadas em cada ano, no período de 2000 a 2015.

GRÁFICO 03

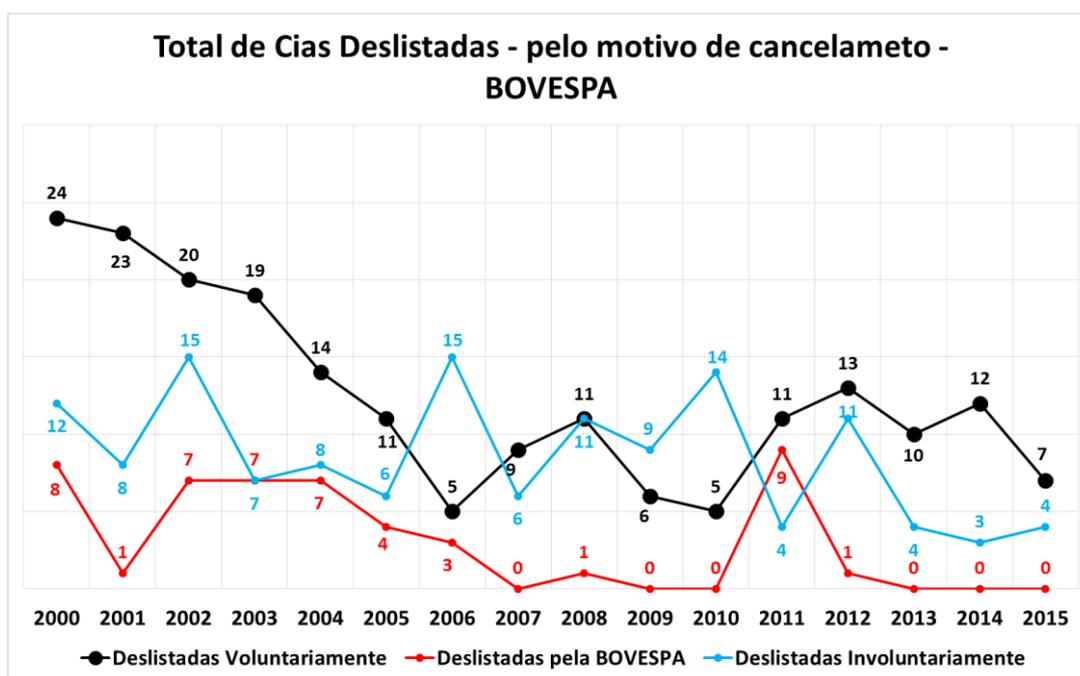


Uma análise preliminar desses dados revela ser indispensável distinguir os casos em que a deslistagem ocorre por decisão dos seus acionistas, daqueles em que resultam de processos de fusão e incorporação e ainda são promovidos por deliberação da Bovespa.

No **Gráfico 04** são apresentados os dados referentes às deslistagens classificadas em três grupos, segundo informações da Bovespa:

- a. Deslistadas Voluntariamente - Cancelou registro de companhia aberta listada, realizou OPA de cancelamento ou cancelou registro de companhia aberta, aprovado por 100% dos acionistas.
- b. Deslistadas pela Bovespa - A BOVESPA cancelou autorização para negociação por fFalta de atualização do registro perante a BOVESPA.
- c. Deslistadas Involuntariamente - Foi incorporada por outra companhia ou teve sua falência decretada.

GRÁFICO 04



É possível distinguir pelo menos três períodos na evolução do número de empresas deslistadas voluntariamente. Entre 2000 e 2006 cai acentuadamente o número de deslistagens observadas em cada ano. A partir de média pouco superior a 7 casos por ano no período de 2006 a 2010, a partir de 2011 esse número dá um salto para cerca de 11 deslistagens por ano.

3.2 Razões da deslistagem: algumas hipóteses

Localizamos dois estudos interessantes³ que visam identificar as razões que levam as empresas brasileiras a fechar seu capital voluntariamente, ambos focados na busca de características próprias dessas empresas que aumentariam a probabilidade dessa decisão.

O estudo de Eid e Wang (2005) busca identificar as motivações que levam companhias abertas a decidir fechar o capital, comparando estatisticamente características dessas empresas com aquelas que se mantiveram listadas. Os resultados dessa análise, feita com base em dados do período de janeiro de 2000 a março de 2005, sugerem que a probabilidade de deslistagem voluntária aumenta em empresas cujo crescimento é pequeno, as ações são ilíquidas e a proporção de ações em mercado (free float) é baixa. Segundo os autores, esses resultados indicam que os acionistas decidem pela deslistagem quando inexistente a expectativa de auferir benefícios da listagem, seja porque baixo crescimento não sinaliza a necessidade de recursos adicionais seja porque com free-float baixo os acionistas não se beneficiam da liquidez para suas ações.

Por sua vez, o trabalho de Padilha, analisou as deslistagens voluntárias de empresas brasileiras no período de 1999 a 2013. O estudo sugere que em geral as empresas que fecham o capital apresentam maior participação acionária dos controladores, fator que segundo o autor indica maiores problemas de agência, maior e fluxo de caixa livre, menor distribuição de dividendos, nível de retorno de ativos mais baixo, menor nível de alavancagem financeira e são menores em tamanho. No ano anterior ao fechamento de capital essas empresas já apresentam alta concentração acionária dos controladores, menor alavancagem financeira e maior tamanho.

Apesar de algumas divergências, os dois trabalhos sugerem que, de um modo geral, as empresas brasileiras que decidem voluntariamente pela deslistagem quando avaliam que os benefícios de permanecer abertas são insuficientes para justificar seus custos, seja porque não identificam necessidades de recursos adicionais para crescer, seja porque até como resultado de baixo “free float” seus acionistas não se beneficiam da liquidez de suas ações além de outras razões específicas.

³ William Eid Junior e Wang Jiang Horng – A Saida – Uma análise da deslistagem na Bovespa – Junho de 2005; Marco Tulio Clivati Padilha – Porque as empresas fecham capital no Brasil ? Dissertação de Mestrado – FGV – Escola de Administração de Empresas de São Paulo – 2014.

Aparentemente as evidências apontadas por esses trabalhos sugerem que a probabilidade de deslistagem é maior nas empresas que por várias razões não se beneficiam das vantagens de se manterem na condição de empresas abertas. Por exemplo, empresas com grande concentração do capital nas mãos de seus controladores provavelmente não se beneficiam de custos menores de capital, seja por padrões insuficientes de governança e prêmios de liquidez em função do baixo nível de “free float” que se refletem em menor avaliação de suas ações e portanto em maiores custos de capital próprio e mesmo de capital de dívida. Por outro lado, a existência de uma proporção pequena de ações fora do grupo de controle também facilita a deslistagem, envolvendo um volume relativamente menor de recursos a serem mobilizados para sua aquisição, provavelmente negociadas a preços convenientes para o controlador. Finalmente não se podem omitir fatores culturais reforçando a decisão de deslistagem, especialmente correlacionados com a rejeição do compartilhamento de controle que aparece em várias pesquisas como uma das “desvantagens” mais importantes de abrir o capital na opinião de sócios e acionistas de empresas fechadas⁴. Nas empresas com baixo “free float” e participação dominante, frequentemente acima de 90% das ordinárias na mão de seus controladores, praticamente inexistente compartilhamento de controle, o que provavelmente ocorreria num aumento de capital. Esse fator pode assim ser um componente adicional a ser considerado na decisão de optar por uma estratégia de crescimento acelerado mediante aumento de capital com emissões adicionais no mercado e compartilhamento de controle ou preferir crescimento menor e evitar o compartilhamento. Na medida em que predomine esse fator, o benefício de acessar capital adicional perde importância e o fechamento de capital é uma alternativa de redução de custos.

As hipóteses levantadas nesta nota para explicar a deslistagem voluntária de empresas brasileiras são complementares àquelas que buscam identificar as características específicas das empresas que optam pela deslistagem. A ideia é que em todo o tempo pode existir uma proporção de empresas cujas características as tornam mais sujeitas à decisão de deslistagem, probabilidade essa que é reforçada quando o cenário

⁴ V. resultados de pesquisa no livro de Rocca e Modesto Jr. de 2013 citado anteriormente. (<http://ibmec.org.br/ibmec/wp-content/uploads/2014/09/RELATORIO-CEMEC-ACESSO-AO-MERCADO-DE-CAPITAIS.pdf>).

macroeconômico reduzem ainda mais os benefícios de se manterem na condição de abertas. No caso, a hipótese é que o principal impacto do cenário macroeconômico se dá no aumento do custo de capital próprio, ou seja, na perda de valor de suas ações.

No livro Estudos IBMEC 7⁵, já citado, ficou evidenciada a existência de significativa correlação entre o número de aberturas de capital (IPOs) e emissões primárias “follow-on” com os indicadores de custo de capital próprio, ou seja, com o valor de mercado das empresas. A evidencia apresentada naquele trabalho sugere que um fator relevante para a tomada de decisão de abertura de capital ou aumento do capital via emissão primária de ações é favorecida em períodos em que o custo de capital próprio é mais baixo, e desincentivada quando atinge níveis mais elevados. Essa hipótese foi reforçada ao se observar as estratégias de desinvestimento adotadas por fundos de investimento e participações (*venture capital e private equity*) no período em que eram disponíveis esses dados⁶, entre 2005 e 2009. Entre 2006/2007, período em que o custo de capital próprio atingia o mínimo da série examinada, 40% (36) dos 90 desinvestimentos foram feitos via IPO. Nos dois anos seguintes, em que houve acentuado crescimento do custo de capital próprio, em somente 5 casos foi adotada a saída por IPO, num total de 98 desinvestimentos.

Ao lado de razões específicas que tenham influenciado a decisão de deslistagem de cada empresa, foco dos estudos citados anteriormente, a hipótese a ser testada neste trabalho é a de que fatores econômicos, representados pelo custo de capital próprio são levados em conta nessa decisão. Utilizando os resultados obtidos no citado trabalho do CEMEC de 2013, a hipótese é a de que a **redução** do custo de capital próprio favoreça IPOs e emissões primárias, o contrário ocorrendo quando ocorre sua elevação, apresentando assim **correlação negativa** com o número dessas operações. Pelo contrário, uma **redução** do capital próprio induziria igual movimento de operações de fechamento de capital e deslistagem de empresas, enquanto sua elevação induziria um aumento dessas operações, apresentando assim uma **correlação positiva** com o número dessas operações ao longo do tempo.

Os dados básicos utilizados nessa análise estão na **Tabela 01**.

⁵ Veja o estudo no link <http://ibmec.org.br/ibmec/wp-content/uploads/2014/09/RELATORIO-CEMEC-ACESSO-AO-MERCADO-DE-CAPITAIS.pdf>

⁶ Censo da Indústria de Private Equity – FGV

TABELA 01**NÚMERO DE EMISSÕES PRIMÁRIAS (IPO E FOLLOW-ON) E
DESLISTAGENS VOLUNTÁRIAS**

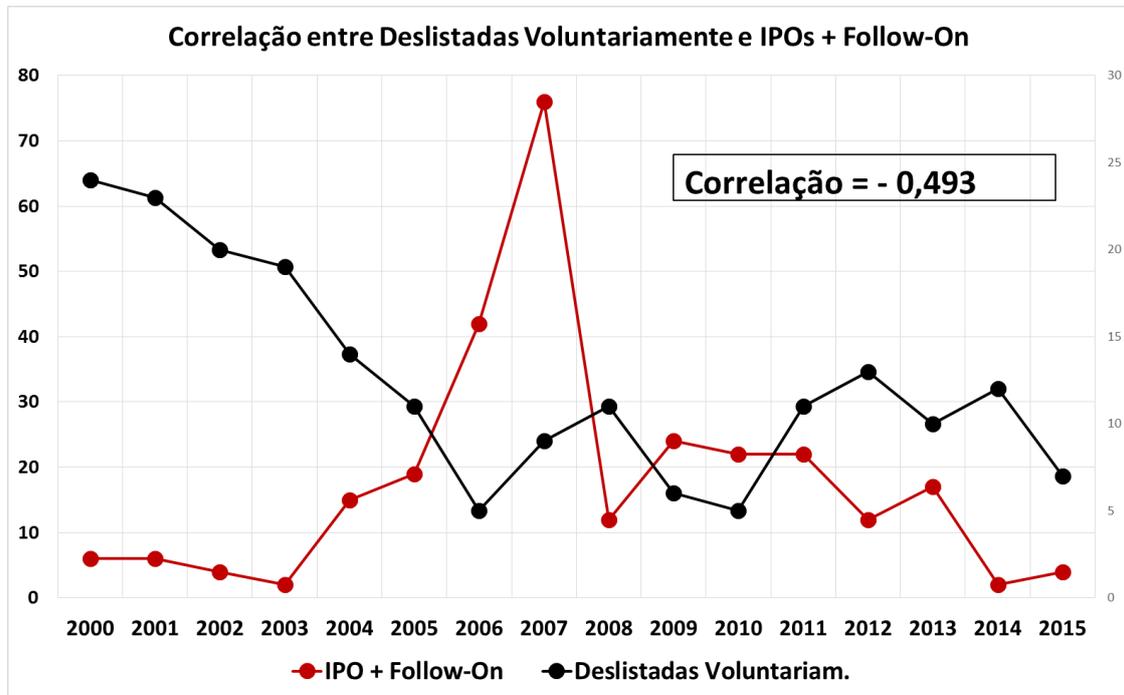
Anos	IPO	Follow- On	IPO + Follow- On	Deslistadas Voluntariam.
2000	3	3	6	24
2001	3	3	6	23
2002	2	2	4	20
2003	0	2	2	19
2004	7	8	15	14
2005	9	10	19	11
2006	26	16	42	5
2007	64	12	76	9
2008	4	8	12	11
2009	6	18	24	6
2010	11	11	22	5
2011	11	11	22	11
2012	3	9	12	13
2013	10	7	17	10
2014	1	1	2	12
2015	1	3	4	7

Fonte: BM&FBOVESPA

Um resultado esperado da hipótese feita, de que o custo de capital próprio tem efeitos contrários sobre aberturas de capital e emissões primárias em relação à decisão de fechar o capital e deslistar a empresa, é a de que o número dessas operações apresentem correlação negativa entre si ao longo do tempo. No **Gráfico 05** pode-se observar a evolução entre essas duas variáveis.

GRÁFICO 05

CORRELAÇÃO ENTRE NÚMERO DE EMPRESAS DESLISTADAS VOLUNTARIAMENTE E NÚMERO DE EMISSÕES PRIMÁRIAS: IPOS E FOLLOW-ON



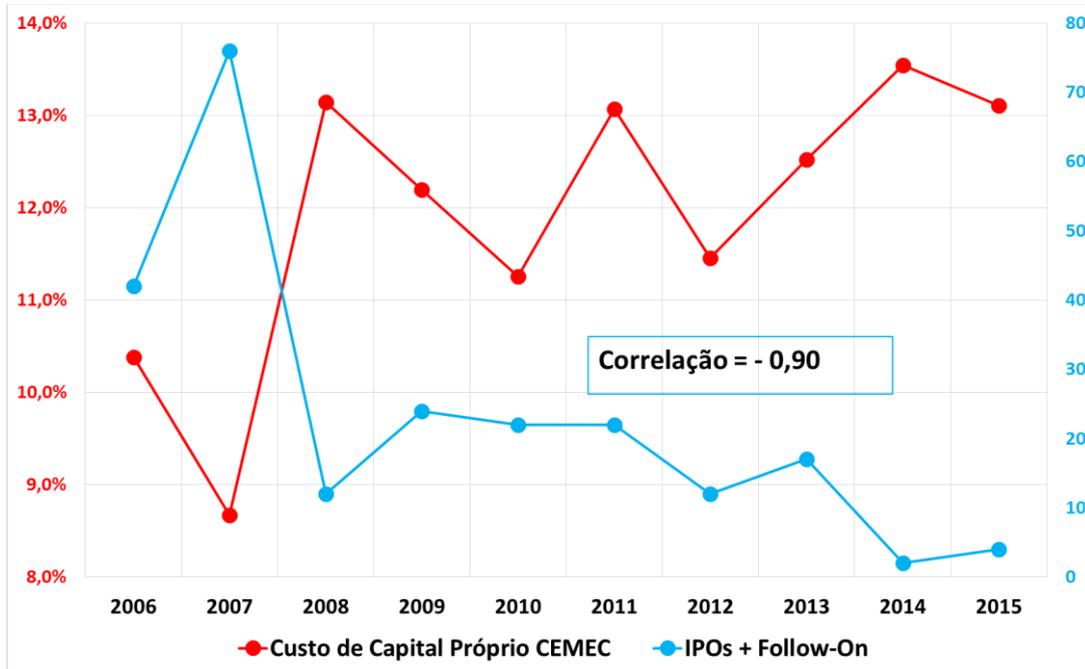
A correlação existente entre as duas variáveis é negativa, de -0,493 em linha com a expectativa, ou seja, não há razões para rejeitar a hipótese de que existem fatores comuns atuando sobre as duas variáveis, embora seu impacto seja em direções opostas.

É interessante verificar agora a correlação mantida separadamente entre cada uma das variáveis em questão e o custo do capital próprio. No **Gráfico 06** estão representadas as séries do custo de capital próprio e das emissões primárias no período de 2006⁷ a 2015.

⁷ A série de estimativas do custo de capital próprio do CEMEC tem início em 2006.

GRÁFICO 06

CORRELAÇÃO ENTRE O NÚMERO DE EMISSÕES PRIMÁRIAS (IPOS E FOLLOW-ON) E CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

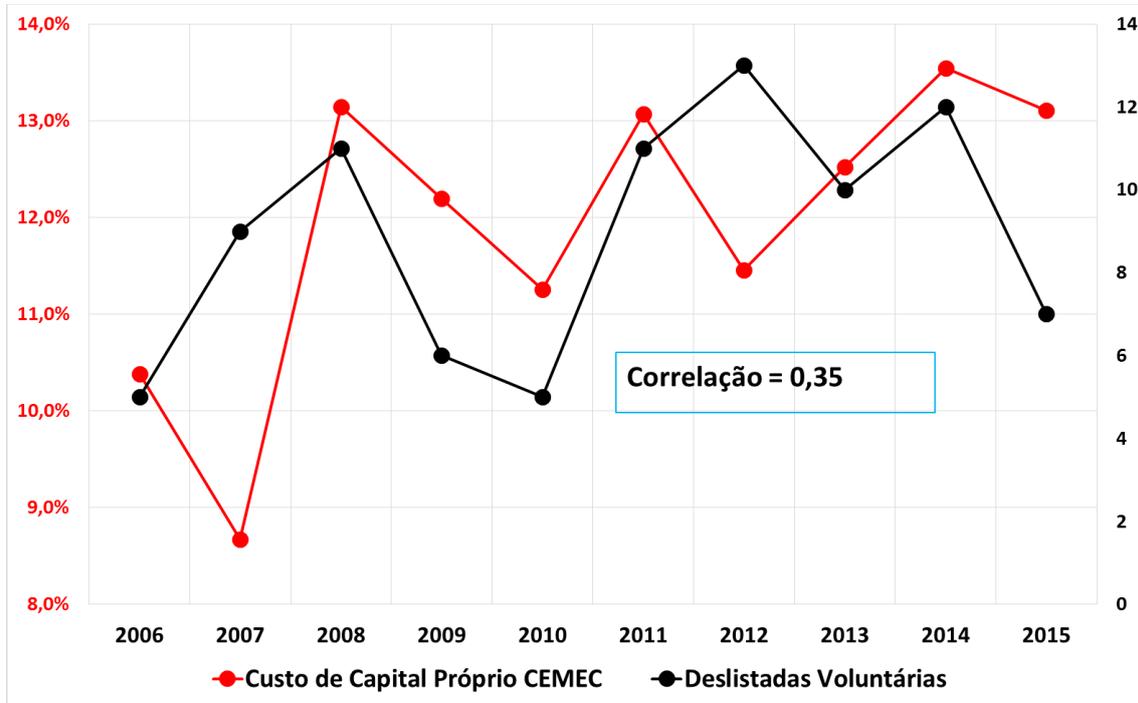


Nesse caso a correlação é negativa e elevada (-0,90). Desse modo, não há razões para rejeitar a hipótese de que decisões de abertura e aumentos de capital próprio das empresas são fortemente influenciadas pelo custo de capital. Tanto num como no outro caso, trata-se de captar recursos mediante colocação de ações cujos preços são elevados relativamente à expectativa de geração de lucros, envolvendo, portanto, um maior custo de capital próprio. É notável a observação de que a correlação entre as duas séries é contemporânea, sem a indicação de defasagens, sugerindo que a qualquer momento uma redução mais significativa do custo de capital próprio pode induzir uma resposta do mercado ou mesmo uma retração no caso de sua elevação.

Restaria examinar agora a correlação isolada entre número de empresas que optaram por deslistagem e o custo de capital próprio. O Gráfico 07, resume os resultados dessa comparação.

GRÁFICO 07

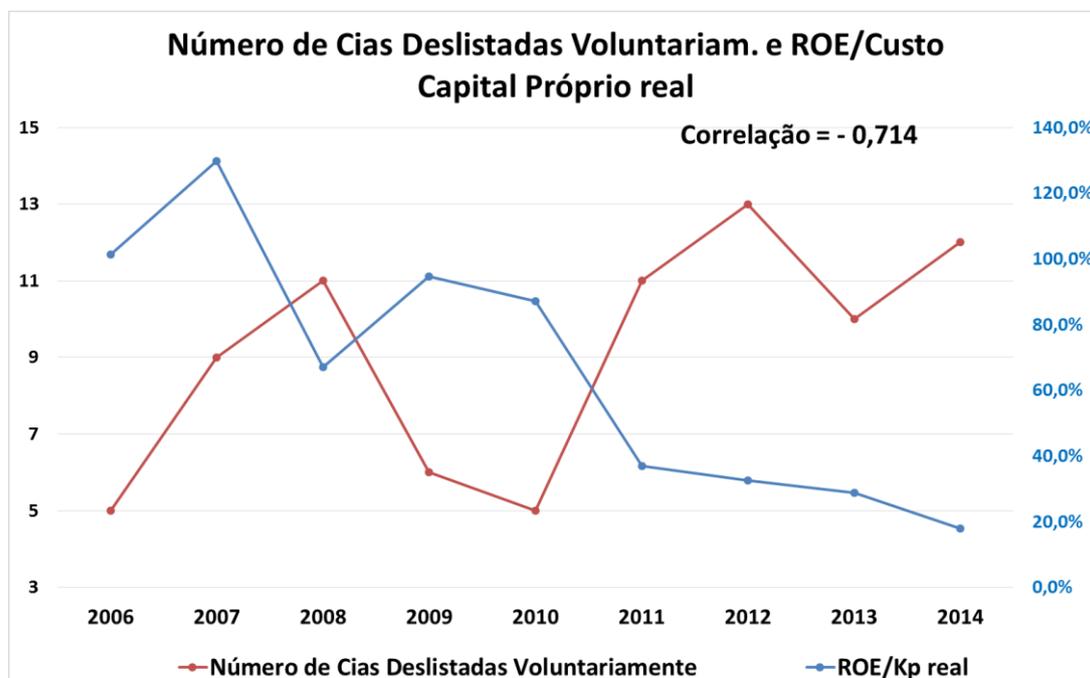
CORRELAÇÃO ENTRE DESLISTAGENS VOLUNTARIAS E O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO



Não obstante o coeficiente de correlação seja positivo (+0,35) como esperado na hipótese em teste, seu valor é relativamente baixo, indicando que provavelmente outros fatores também estão condicionando as decisões de deslistagem nesse período. Para uma companhia aberta que esteja em operação, faz sentido para seus acionistas comparar a taxa de retorno recebida das empresas sobre o seu capital investido (ROE) com a taxa de retorno requerida pelo mercado para comprar suas ações ou seja, o custo de capital próprio. A lógica envolvida é análoga àquela que prevalece quando a companhia decide comprar suas próprias ações, em períodos em que a maioria dos seus acionistas atuais considera que a empresa está subavaliada, e, portanto, comprar essas ações a preços de mercado é um bom negócio. Eventualmente essa percepção é reforçada à medida que aumenta a distância entre a taxa de retorno gerada atualmente pela empresa aos seus acionistas (ROE) e aquela que o mercado exige para comprar suas ações, o custo do capital próprio.

Muito embora se reconheça que essa hipótese deva ser objeto de estudos adicionais, os resultados relatados no **Gráfico 08** sugerem que a relação entre a taxa de retorno do acionista (ROE⁸) e o custo de capital próprio tem uma correlação mais significativa que aquela calculada considerando somente o custo de capital próprio.

GRAFICO 08



Como esperado, a correlação entre as duas séries é negativa (-0,714) e relativamente elevada. Os números sugerem que, em igualdade de condições, uma queda da relação entre a taxa de retorno ao acionista (ROE) e o custo do capital próprio tem impacto positivo sobre o número de deslistagens.

Observações finais

Embora o objetivo desta Nota tenha por foco somente examinar algumas hipóteses sobre os fatores que podem ter importância nas decisões de abertura de capital (listagem) e fechamento de capital (deslistagem) de companhias abertas na Bovespa, os resultados obtidos remetem à questão mais ampla dos fatores que tem inibido o acesso

⁸ A taxa de retorno do acionista utilizada se refere à média calculada nos balaços consolidados de uma amostra de 761 empresas não financeiras abertas e fechadas, exclusive aquelas cujos resultados foram especialmente impactados por políticas públicas adotadas no período (Petrobras, Eletrobras e empresa de etanol) ou por fatores muito específicos, como é o caso da Vale. Para maiores detalhes da composição dessa amostra v. Nota CEMEC 08/2015.

das empresas brasileiras ao mercado acionário e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Esses resultados reforçam as evidências já apresentadas em trabalhos anteriores, de que a elevada taxa real de juros dos títulos públicos no Brasil constitui de longe o principal fator de inibição do mercado de capitais e especialmente do mercado de ações. Nessa nota foi destacado o efeito negativo do custo de capital próprio sobre a disposição das empresas fechadas abrirem seu capital e seu impacto em favor da deslistagem das companhias. O principal componente determinante do custo de capital próprio é a taxa de juros, mantida em níveis excepcionalmente elevada passa assegurar a destinação a poupança prioritariamente e o setor público, para cobrir seus desequilíbrios crônicos.

Por outro lado, o trabalho do CEMEC de 2013 dá ênfase ao impacto da permanência de elevadas taxas de juros reais de juros por períodos longos sobre as preferências dos investidores: concentração das carteiras de investimento em renda fixa e especialmente em títulos públicos em detrimento da participação de renda variável. Vários indicadores demonstram a anemia do mercado de ações no Brasil, desde a existência de apenas 0,3% da população de investidores pessoas físicas em ações, passando por apenas 14% de alocação dos fundos em renda variável em comparação. com 40% da média internacional.

Uma forte evidencia da ocorrência de limites estritos do mercado de ações brasileiro do lado da demanda é a constatação de que no período em que ocorreu o maior ciclo de IPOs das últimas décadas, em 2006/2007, mais de 70% dessas ações foram colocadas junto a investidores estrangeiros. Ao mesmo tempo, o elevado custo associado à colocação desses papéis no mercado internacional acabou por limitar a viabilidade das operações apenas a grandes emissões. Com efeito, além do mercado de capitais, na época, contar apenas com empresas grandes, as que abriram o capital em 2006/2007 eram ainda maiores.