

1. *Introdução;*
2. *Mercados acionários e especialização;*
3. *Mercados acionários e risco;*
4. *A nova Lei das Sociedades Anônimas;*
5. *Conclusões.*

Ney O. Brito **
Haroldo S. Portela ***

* Os autores agradecem os comentários de Marcos Villela da COPPE.

** Ph.D. em Finanças pela Graduate School of Business da Universidade de Stanford e Professor Adjunto da COPPE — Universidade Federal do Rio de Janeiro.

*** M.Sc. em Engenharia Industrial pela Universidade de Stanford e Professor Conferencista da COPPE.

MERCADOS ACIONÁRIOS: SUA CONCEITUAÇÃO E A NOVA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS *

1. INTRODUÇÃO

Ultimamente as modificações no *código de empresas brasileiro* têm sido bastante abordadas. Um dos aspectos mais polêmicos da nova Lei das Sociedades Anônimas reside na composição do capital social das empresas — o novo código proposto admite que até 2/3 deste capital possam ser constituídos por ações preferenciais sem direito a voto. A polêmica envolve duas partes: uma constituída pelos juristas proponentes do novo código que, essencialmente, argumentam que:

- a) a separação entre administração e propriedade pode ser perfeita;
- b) o direito a voto é irrelevante para o investidor;
- c) “excessos administrativos” devem ser controlados pelo sistema judiciário.

A outra parte, liderada pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), propõe a extinção de ações preferenciais da conjuntura empresarial brasileira, argumentando que:

- a) a separação entre administração e propriedade não pode ser perfeita;
- b) o direito a voto é relevante para o controle de “excessos administrativos”;
- c) tal controle deve ser exercido pelo mercado acionário por meio de cotações.

O presente trabalho objetivará uma cuidadosa análise da polêmica, e do impacto das ações preferenciais. Para tanto será necessário discutir e conceituar mercados acionários. Isto será feito no próximo item, onde se concluirá que mercados acionários são essencialmente mercados de risco. Como mercados de risco devem apresentar alguma semelhança com mercados de seguro. No terceiro item deste trabalho estas semelhanças serão exploradas e chegar-se-á à conclusão que as práticas dos mercados de seguro são bastante afetadas pela existência do chamado “perigo moral”, que também existe em mercados acionários afetando suas práticas. No quarto item o problema de ações preferenciais é examinado à luz da conceituação explicitada nos itens anteriores. E no quinto e último item são apresentadas as principais conclusões do trabalho em relação ao problema.

2. MERCADOS ACIONÁRIOS E ESPECIALIZAÇÃO

Para o exame da importância de mercados acionários é conveniente considerar uma economia hipotética sem tais mercados, na qual investidores são também administradores e únicos proprietários. Tais administradores-proprietários reunidos não levariam muito tempo para perceber

que desempenham duas atividades distintas no sistema econômico:

- a) eles estão expostos ao risco total de variações nos resultados de suas empresas, e administram suas carteiras de investimento e risco;
- b) eles administram as operações de suas empresas.

A primeira das atividades é usualmente chamada de administração de propriedade ou de risco, e a segunda de administração operacional. Este sistema econômico apresenta uma completa integração entre administração da propriedade e administração operacional ou, como mais usualmente se refere, uma completa integração entre propriedade e administração.

Tal estrutura de organização econômica não seria desejável por duas razões: a primeira envolveria argumentos clássicos de especialização econômica, isto é, alguns dos investidores são mais hábeis em administração de carteiras de investimento e de risco, enquanto outros são mais hábeis em administração operacional de empresas, e o sistema não permite a concentração de atividades por habilidade.

A segunda razão envolve argumentos de diversificação de risco: os resultados das diversas empresas não devem ser perfeita e positivamente correlacionados, isto é, quando os resultados de uma empresa aumentam, os das outras empresas não sobem no mesmo percentual, e podem até existir empresas cujos resultados decrescem enquanto os de outras sobem. Esta correlação, não perfeitamente positiva, permite que parte do risco de variação nos resultados de uma empresa possa ser diversificado através de outras empresas, caso seja possível compor-se carteiras de investimento (porta-fólios) com frações de diversas empresas. Seria de se esperar que nossos administradores rapidamente percebessem as vantagens da especialização por habilidade e da diversificação de risco que seriam obtidas pela criação de mercados acionários e se empenhassem em criá-los.

22

A criação de tais mercados terá significativo impacto econômico e social e valerá a pena examinar alguns dos aspectos mais relevantes. A criação não eliminaria nenhuma das oportunidades de investimento anteriormente disponíveis, isto é, os administradores — únicos proprietários — que não quiserem mudanças no sistema não trarão ações de suas empresas ao mercado; entretanto, a criação de mercado cria novas oportunidades de investimento para quem quiser aproveitá-las, isto é, abrir seu capital. Qualquer reorganização do sistema econômico que não elimine oportunidades mas crie novas oportunidades só pode ser mais desejável a nível social.

As novas oportunidades de investimento criadas permitem uma redução, muitas vezes substancial, no volume de risco social. À medida que investidores aproveitam as vantagens de diversificação criadas por mercados acionários, eles reduzem os níveis de risco da sociedade. Até aqui a análise prosseguiu assumindo implicitamente que as decisões de produção das empresas já tinham sido tomadas, e

seriam constantes independentemente da criação de mercados acionários. Entretanto a criação de mercados acionários terá efeitos de segunda ordem afetando planos de produção, investimentos e crescimento econômico. As oportunidades de diversificação de risco criadas pelo mercado acionário devem permitir que as atividades empresariais sejam menos tímidas em relação a risco e que níveis de investimento venham a aumentar com efeito evidente sobre o crescimento econômico. Em particular os empresários deverão se tornar menos tímidos em relação a projetos de alto nível de risco do tipo pesquisa tecnológica e desenvolvimento de novos produtos, justamente os projetos de maior impacto sobre desenvolvimento e estabilidade econômica.¹

A criação de mercados acionários, por permitir a separação entre propriedade e administração, possibilita a formação de técnicos especializados na administração de propriedade, carteiras de investimento e risco. Esta especialização fará com que os recursos escassos de capital sejam canalizados para as oportunidades de investimento mais produtivas, permitindo uma alocação socialmente mais eficiente de tais recursos. O impacto da especialização e da criação de mercados acionários sobre desenvolvimento e eficiência econômica devem ser óbvios.²

Até aqui apenas as vantagens da criação de mercados acionários foram discutidas, e, como em quase tudo no “mundo real”, vantagens são acompanhadas de algumas desvantagens. Mercados acionários também podem apresentar problemas; por exemplo, a existência de negociações com base em informações privilegiadas produz redistribuição de riqueza na economia de forma que muitas vezes poderia ser considerada injusta. Um outro problema cuja análise será o objetivo do restante deste trabalho é a perda de eficiência operacional de empresas, que poderia ser associada a níveis crescentes de separação entre administração e propriedade. À medida que os administradores de uma empresa têm participação cada vez mais reduzida em seu capital sem estarem sujeitos à disciplina do mercado, isto é, tendo controle, seria de se esperar tal perda de eficiência na economia.³ Seria difícil de se conceber, por exemplo, que a separação entre propriedade e administração pudesse ser perfeita.

Existe uma necessidade de entender melhor mercados acionários e o que é neles negociado, para que se possa melhor caracterizar e discutir os problemas associados com níveis de separação entre administração e propriedade. A relevância desta discussão para um exame mais cuidadoso da nova Lei das S.A. deve ser evidente.

3. MERCADOS ACIONÁRIOS E RISCO

Mercados de capitais podem ser subdivididos em mercados monetários e acionários.⁴ Como os investidores racionais consideram as oportunidades dos dois mercados em suas decisões de investimentos, os níveis de preços e taxas são interdependentes, e é relevante examinar-se esta inter-

dependência. Por simplicidade suponha-se que os títulos oferecidos no mercado monetário são de renda fixa e sem risco, oferecendo uma taxa de juros e rentabilidade r_F . Cabe agora a pergunta: "O que oferecem mercados acionários comparativamente a mercados monetários e r_F ?" A resposta é fundamental para o entendimento de mercados acionários.

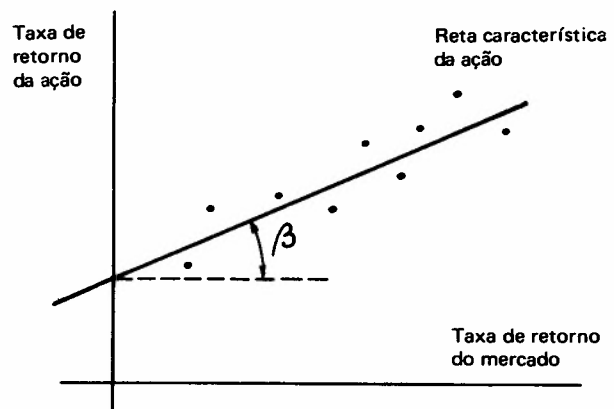
Considere o título X negociado no mercado acionário. Sua rentabilidade durante o período de investimento é incerta pois não sabemos o preço ao qual o título poderá ser vendido no futuro; tal incerteza é usualmente chamada de risco podendo-se concluir que mercados acionários oferecem risco, e isto já seria uma diferença em relação aos mercados monetários. Como os investidores costumam apresentar aversão ao risco eles usualmente exigirão um prêmio de risco, em termos de rentabilidade, para adquirir o título X , isto é, se a rentabilidade esperada do título é denotada por \bar{r}_X , então \bar{r}_X usualmente deve ser maior que r_F , e a diferença $\bar{r}_X - r_F$ é o prêmio de risco demandado pelos investidores. O que se negocia em mercados acionários é pois o risco, que é remunerado em termos de prêmios de rentabilidade, ou seja, o risco é negociado contra o retorno. Em mercados acionários forma-se pois o preço de risco da economia em unidades de retorno esperado por unidade de risco, e o prêmio de risco de um título será igual ao risco relevante do título multiplicado pelo preço de risco, uma relação do tipo preço x quantidade como em mercados de bens.

O risco total envolvido com aplicações numa ação qualquer está associado à possível variação na taxa de retorno de investimento durante o prazo relevante. A taxa de retorno incerta da aplicação é função do preço da ação no momento de sua compra, dos dividendos que venham a ser recebidos durante o prazo em questão e do valor da ação (ajustado para eventuais bonificações) quando de sua venda. Como discutido anteriormente, parte do risco total de variações na taxa de retorno de uma ação pode ser diversificada através de outras ações quando investidores compõem carteiras de investimentos, e isto sugere que o risco de uma ação pode ser dividido em dois componentes com características próprias e relevância econômica diferente: o componente não-diversificável e o componente diversificável.

O primeiro componente está relacionado a uma pergunta bastante comum: "Como foi o mercado hoje?" Observe que uma pergunta como esta já traz em si o reconhecimento de que os preços das diversas ações tendem a se mover conjuntamente influenciados pelo mercado como um todo. Mais ainda, o porta-fólio que oferece o máximo possível de diversificação é aquele formado por todos os títulos do mercado ou, mais simplesmente, é o porta-fólio de mercado. Pareceria pois intuitivo afirmar que o risco não-diversificável de um título é o risco com que o título contribui para o risco do porta-fólio de máxima diversificação, o porta-fólio de mercado. Alguns estudos examinaram a relação entre as taxas de retorno de diversos títulos (determinados por preços de compra e

venda ajustados para dividendos e bonificações) em períodos determinados e as taxas de retorno associadas a índices de mercado (representativos do porta-fólio de mercado) para os mesmos períodos. Estes estudos concluem que os dados se ajustam de forma satisfatória à hipótese de que tal relação seja linear.⁵ A relação linear de taxas de retorno em todos os títulos com a taxa de retorno no mercado explica a tendência de variação conjunta de preços no mercado e a pergunta comum entre profissionais do mercado. O risco associado a variações possíveis na taxa de retorno do mercado, afetando todas as ações, não pode ser diversificado, razão pela qual o nível de risco não-diversificável de uma ação deve ser medido por sua sensibilidade a variações do mercado. Sendo a relação da taxa de retorno da ação com a do mercado aproximadamente linear, esta sensibilidade pode ser medida pelo coeficiente angular desta reta característica da ação; tal coeficiente é o conhecido beta (β) da ação.

Figura 1
A Reta Característica da Ação



Na figura 1 os pontos representariam as taxas observadas para a ação e o mercado em idênticos períodos. Como mencionado anteriormente a reta característica ajusta-se apenas aproximadamente a tais pontos, ou seja, existe o risco de que o retorno na ação não siga a sua relação normal com o mercado; este risco é função do risco de negócio da empresa, de seu risco financeiro e de outros fatores que independem das condições econômicas médias do país e do mercado. Tal risco pode produzir desvios positivos (pontos acima da reta) ou negativos (pontos abaixo da reta), mas em um porta-fólio diversificado algumas ações terão desvios positivos e outras desvios negativos, e o desvio médio do porta-fólio tenderá a ser nulo. O risco de desvio da reta característica representa pois o componente diversificável do risco total da ação. Investidores não devem ser recompensados por carregarem este componente e o risco relevante da ação para a formação de prêmios de risco é apenas o componente não-diversificável, ou seja, seu beta. Para qualquer título X deve-se obter $\bar{r}_X - r_F = \beta_X$, (preço de risco) onde β_X é o seu β .⁶

Nossa análise talvez tenha sido um pouco técnica. O objetivo foi realçar a importância da teoria moderna de mercados de capitais para problemas práticos, como, por exemplo, os critérios de seleção de ações para carteiras de investimento e a avaliação de analistas financeiros.⁷ Sendo os mercados acionários mercados de risco, pareceria interessante examinar-se sua semelhança com mercados clássicos de risco, ou seja, mercados de seguro. Mercados de seguro transferem risco de uma parte que não deseja suportá-lo para instituições seguradoras que se especializam em carregar risco. Quando o empresário não quer arcar com todos os riscos de um eventual insucesso de sua empresa ele procura dividir estes riscos por meio da venda de ações. Quando ele coloca junto ao público investidor fração das ações da empresa ele está transferindo parte de seu risco para o público investidor e por isto oferece um prêmio de risco, implícito no preço da ação, sobre a remuneração-base do mercado monetário. Mercados acionários, como mercados de seguro, transferem risco dentro da economia, e o investidor age como uma empresa seguradora quando demanda um prêmio de risco, sendo o empresário a parte segurada.

Sendo os mercados acionários um tipo especial de mercados de seguro e de risco é de se esperar que mercados de seguro e suas práticas possam contribuir para um melhor entendimento do mercado acionário. Mercados de seguro mostram claramente a diferença entre a atividade de empreender (administração operacional) e a atividade de arcar com os riscos de um empreendimento (administração de risco). Um indivíduo é capaz de construir um edifício (empreender) mas geralmente procura segurá-lo contra fogo (arcar com o risco). No ato de segurar, o construtor-empresendedor está transferindo o risco a uma empresa cuja especialidade é arcar com riscos pagando um prêmio de seguro; a seguradora por sua especialização e diversificação é capaz de suportar o risco que o construtor-empresendedor não poderia. O mesmo se passa em mercados acionários: o empresário empreendedor administra as atividades de sua empresa pública mas transfere ao público investidor parte de seu risco; investidores se especializam na administração de carteiras de investimento diversificando os riscos transferidos por empresários empreendedores mas demandam um prêmio de risco. A conclusão anterior de que "quanto maior o risco maior o prêmio de risco" é um paralelo perfeito da conclusão em mercados de seguro de que "quanto maior o risco maior o prêmio de seguro a ser pago". A possibilidade de separação entre administração e propriedade oferecida por mercados acionários é evidente, mas quão perfeita tal separação pode ser?

Um problema que afeta de forma significativa as operações de mercados de seguro é o chamado "perigo moral" (*moral hazard*). Uma seguradora ao segurar *um bem cuja utilização é detida pela parte segurada* expõe-se ao risco de que os cuidados do segurado em relação ao evento em questão sejam menores, caso o evento seja coberto por apólice. É o risco de que o cuidado de uma pessoa por seu

carro seja menor porque ele está totalmente coberto por apólice de seguro. Este risco é o chamado "perigo moral", que deve ser explícita ou implicitamente familiar a todos aqueles que tiverem contato com operações de empresas seguradoras. Sua existência traz grandes pressões à criatividade do mercado segurador; por exemplo, se apenas apólices de cobertura total forem emitidas, o "perigo moral" fará com que os prêmios venham a ser maiores do que poderiam ser, e os indivíduos que oferecem pouco risco de "perigo moral" estariam subsidiando os que oferecem alto risco deste tipo. Além de ser socialmente injusto, a consequência disto seria uma retirada do mercado direto de seguro dos indivíduos de pouco risco de "perigo moral", o que tenderia a contrair o mercado. Não chega pois a surpreender que a criatividade do mercado de seguro tenha gerado práticas que contornem o problema de associação de prêmios de seguro a níveis de perigo moral,⁸ as mais comuns seriam as práticas de franquia e co-seguro.

Com a franquia, uma apólice estabelece um limite a partir do qual a seguradora está exposta, ficando a parte segurada exposta até o valor da franquia. De certa forma ela representa uma penalidade fixa, e ajustando-se o seu valor adequadamente pode-se argumentar que os níveis de "perigo moral" ficam bastante reduzidos. Na prática do co-seguro a parte seguradora cobre apenas uma proporção dos eventuais danos e sendo esta proporção adequadamente fixada também pode-se argumentar que os níveis de "perigo moral" tornam-se bastante reduzidos, e quanto maior a proporção coberta maior o risco de exposição a "perigo moral". Esta conclusão é tão importante que merece ser repetida: tendo a parte segurada o uso do bem coberto por apólice em co-seguro, quanto maior a fração coberta maior a exposição da parte seguradora a "perigo moral". A semelhança de mercados acionários com mercados de co-seguro deve ser evidente: quando o empresário coloca frações das ações de sua empresa junto ao público, mas mantendo a maioria votante, administração e controle da empresa, ele está comprando uma apólice em regime de co-seguro. Tal conclusão implicaria conclusão equivalente para mercados acionários: tendo o empresário controle (maioria votante) de sua empresa, quanto maior a fração do capital da empresa em mãos do público investidor, maiores os riscos de "perigo moral" a que tal público está exposto.

Finalizando, convém ressaltar que "perigo moral" é um tipo de externalidade econômica que tem recebido pouca atenção na literatura sendo sempre discutido em contexto de mercados de trabalho ou, mais comumente, em contexto de mercados de seguros.⁹ Esforços de pesquisa mais sérios sobre a problemática e efeitos de "perigo moral" parecem ser necessários.

4. A NOVA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A regulamentação brasileira vigente de sociedades anônimas permite ao empresário compor o capital social de suas empresas por intermédio de dois títulos — um com

direito a voto social, que são as ações ordinárias, e o outro sem direito a voto social, que são as ações preferenciais. A regulação permite que até 50% do capital social sejam compostos de ações preferenciais não-votantes mas que têm preferência no pagamento de um dividendo mínimo. Como é de conhecimento geral, a nova regulamentação de sociedades anônimas encontra-se em tramitação e discussão. O anteprojeto-base da nova Lei das S.A. permite que até 2/3 do capital social da empresa possam ser constituídos de ações preferenciais, o que tem gerado considerável controvérsia entre economistas financeiros. Um grupo argumenta que as ações preferenciais são ações de direito limitado que deveriam ser eliminadas da conjuntura empresarial brasileira, e outro grupo argumenta que o investidor se interessa somente por dividendos sem se preocupar com a administração da empresa, propondo que a separação entre administração e propriedade deva ser perfeita. O exame desta controvérsia será o objetivo deste item.

Quando novos títulos são criados, sem que nenhum título em existência seja eliminado, criam-se para os investidores novas oportunidades de investimento sem que nenhuma das oportunidades antigas sejam eliminadas. Parece lógico concluir que a criação de ações preferenciais abre novas oportunidades de investimento, não sendo indesejáveis; se investidores adquirem as ações preferenciais, eles revelam que elas são socialmente desejáveis. Entretanto o argumento carrega uma suposição implícita muito forte. Ele assume que a criação do novo título, a ação preferencial, não afeta a eficiência operacional da empresa nem a rentabilidade das ações que compõem o capital social. Esta suposição torna óbvia a conclusão acima, se os investidores têm a garantia de que a empresa que considera o lançamento de preferenciais não-votantes será eficientemente administrado oferecendo ao público investidor rentabilidade adequada, então o direito a voto será irrelevante e a separação entre administração e propriedade pode ser perfeita. Entretanto quem pode oferecer esta garantia? Ou, seria lógico se esperar que tal garantia pudesse ser oferecida?

Para responder a estas perguntas é conveniente explorar as semelhanças apontadas entre mercados acionários e mercados de seguro. À medida que o empresário lança títulos no mercado diluindo a sua participação no capital da empresa, sem perder o seu controle (maioria votante), ele está transferindo riscos para o público investidor em regime de co-seguro. Suponha que a estrutura de capital da empresa seja constituída apenas de ações preferenciais e ordinárias¹⁰ e seja δ a proporção do empresário no capital social da empresa e δ^* o valor crítico desta proporção para fins de controle, fixado pela legislação vigente. Como em mercados de co-seguro, enquanto $\delta > \delta^*$ (isto é, o empresário tem controle), existirão problemas de “perigo moral” em mercados acionários. Tais problemas devem-se tornar mais críticos à medida que δ diminui; mais explicitamente, à medida que diminui a participação do empresário, embora ainda suficiente para manter maioria

votante e o controle, os níveis de “perigo moral” a que os acionistas não-majoritários são expostos aumentam. Adicionalmente à medida que δ^* diminui e o empresário pode reduzir sua participação mantendo controle, os níveis de “perigo moral” aumentam. Esta é a experiência de mercados de co-seguro; à medida que a fração de risco a que o segurado se expõe diminui, o prêmio unitário do seguro aumenta, pois os níveis de “perigo moral” aumentam.

Os problemas de “perigo moral” aparecem em mercados acionários de forma bastante simples. A administração de uma empresa tem oportunidade de controlar níveis de dividendos, de caixa e de despesas, tendo evidente incentivo a favorecer despesas e a redistribuir os recursos e resultados da empresa em benefício próprio. Em relação a despesas ela tem incentivos a mascarar viagens de turismo como viagens de negócio e a utilizar contas de representação e recursos da empresa para lazer pessoal. A possibilidade de redistribuição de recursos e resultados da empresa em benefício próprio pela administração é, entretanto, o aspecto mais sério de “perigo moral”. Considere o empresário que controla duas empresas, uma com participação integral (100% do capital social), a empresa ABC, e outra com participação de 25,1%, a empresa DEF. O empresário pode superfaturar os bens e serviços fornecidos por ABC para DEF, subfaturar os bens e serviços fornecidos por DEF para ABC, pode fazer com que a empresa DEF dê avais em garantias de empréstimos que beneficiarão a empresa ABC, e muitos outros esquemas que não são poucos comuns. Em resumo o empresário pode redistribuir recursos e resultados da empresa em benefício próprio sem limitações, pois é majoritário. O equivalente monetário de tais recursos pode e deve ser visto como um tipo especial de dividendos que são declarados pela administração para si própria. Estes dividendos especiais serão definidos e chamados de dividendos de controle no restante deste trabalho. Esta é a variação de “perigo moral” que aparece em mercados acionários; caso o empresário tenha a maioria votante ($\delta > \delta^*$) ele detém o poder de arbitrariamente distribuir dividendos de controle.

Dividendos de controle criam distorções no sistema financeiro. Eles permitem à administração redistribuir em seu favor os rendimentos do capital social agregado da empresa, oferecendo maior rentabilidade aos títulos de controle do que aos demais títulos que compõem a estrutura de capital. Eles representam prática monopolista devendo ser vistos como barreiras a um mercado competitivo, que reduzem a eficiência econômica de alocações. Deve ser observado que dividendos de controle, por distorcerem o fluxo de rendimentos, também distorcerão o valor do estoque de tais rendimentos, isto é, o preço de ações. Como o preço de ações representa a capitalização (valor atual e descontado) do fluxo de rendimentos a elas associados, os dividendos de controle ao serem capitalizados gerarão um prêmio de valor para qualquer transação de ações que gere controle. A existência de dois preços para um mesmo título, um maior para negociações que gerem controle, e outro menor para negociações com o

público investidor em geral, é socialmente injusta. Finalmente a habilidade para gerar dividendos de controle, por elevar desnecessariamente o nível de despesas e *overhead*, reduz a eficiência operacional das empresas e a eficiência de utilização de recursos escassos, tendo impacto imediato sobre crescimento econômico. É de se esperar que até mesmo os recursos empresariais (humanos) não estejam sendo adequadamente utilizados. Se empresários podem obter uma rentabilidade mais elevada por meio de dividendos de controle, fáceis de declarar, para que se esforçar por atingir a mesma rentabilidade por meio de uma maior eficiência de operações muitas vezes difícil de se obter?

A conclusão que dividendos de controle são indesejáveis e que a intensidade do problema aumenta, à medida que diminui a proporção de participação do empresário-controlador do capital da empresa, parecem evidentes. Tais conclusões geram uma pergunta cuja resposta não parece ser evidente: Como regular os níveis mínimos de participação com controle (maioria votante) do empresário no capital de empresas de modo a controlar práticas que representem dividendos de controle? Mais diretamente, qual deve ser a proporção permitida de ações preferenciais?

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) argumenta que ações preferenciais devem ser banidas do mercado e o controle deve ser exercido com 50,1% do capital social¹¹ enquanto os juristas proponentes do novo código são favoráveis a que o controle seja exercido com 16,7% do capital social, admitindo-se até 2/3 de ações preferenciais. A BVRJ propõe que o empresário sem ações preferenciais seja forçado a diluir sua participação a níveis menores que 50,1% para expansão de suas atividades, o que transferiria ao público investidor em geral a maioria votante, submetendo a administração da empresa à disciplina do mercado que poderia demiti-la caso existissem práticas de dividendos de controle.¹² Os juristas argumentam que o público investidor “no Brasil e no exterior” não se preocupa em comparecer às assembleias gerais para exercer seu direito de voto, que se torna irrelevante¹³ permitindo uma alta proporção de preferenciais e fazendo com que práticas de dividendos de controle sejam melhor disciplinadas por meio de regulação e do sistema legal.

A controvérsia sobre maneiras de disciplinar dividendos de controle não é nova; economistas e financistas sempre argumentam que a melhor disciplina é a do mercado, e juristas sempre preferem os tribunais. A solução através de tribunais envolve custos de processamento significativos além de ser questionável a caracterização de práticas de dividendos de controle em casos não extremos. A experiência de outros mercados e de suas soluções pareceria conveniente; de forma geral os códigos legais dos principais países capitalistas oferecem grande liberdade para a existência de ações não-votantes, entretanto ações não-votantes representam fração muito pequena do capital social agregado destes países. Nos Estados Unidos e Inglaterra, por exemplo, ações preferenciais não-votantes representam fração desprezível e as ações não-votantes america-

nas têm sua negociação, na principal bolsa (Nova Iorque), proibida. Em suma, a disciplina do mercado praticamente eliminou a presença de ações não-votantes apesar das facilidades legais. Isto permite concluir-se que o direito a voto não é considerado irrelevante em todas as partes do mundo como foi sugerido pelos juristas. Na realidade, em mercados americanos, grandes investidores comparecem a assembleias gerais, e a crescente institucionalização de mercado leva os pequenos investidores a serem representados nas assembleias por instituições financeiras e de seguros. Um outro exemplo da evidência de relevância do voto são as práticas de “take over bids” em mercados capitalistas.

Os proponentes da solução através de disciplina de mercado concordariam que sua adequação depende do grau de eficiência e de não-manipulação do mercado acionário. Em mercados acionários mais desenvolvidos, elaborados conjuntos regulatórios disciplinam práticas de manipulação do mercado; por exemplo, *disclosure* e *insider trading* são bastante reguladas. No mercado brasileiro inexistente qualquer regulação de práticas manipulatórias, *disclosure* e *insider trading* e, na melhor das hipóteses, sua eficiência e grau de manipulação são questionáveis. Para efetividade de qualquer solução fundamentada em disciplina de mercado torna-se necessário o desenvolvimento da legislação regulatória brasileira e sua extensiva aplicação.

O fato de o limite da proporção de ações preferenciais ter sido de 50%, até agora, não implicou que todas as empresas o tenham atingido na constituição de seu capital social. Algumas foram percebidas pelo mercado, como oferecendo maiores níveis de “perigo moral”, e não atingiram o limite. Similarmente, se o limite for elevado a dois terços existirão empresas que poderão se aproximar mais do limite do que outras. Em geral as empresas que são percebidas como oferecendo menor nível de “perigo moral”, terão maior facilidade para se aproximar do limite, tendo maior facilidade em captar recursos através de ações preferenciais. A rotatividade da alta administração de empresa estatal de capital misto, bem como seu rígido controle de gastos, faz com que a utilização inadequada de fundos possa ser mais facilmente detectada, e as penalidades associadas com uma eventual utilização inadequada de recursos total ou parcialmente públicos são bem mais rigorosas do que as previstas para recursos privados. Pode-se então argumentar que os níveis de “perigo moral” em empresas estatais são menores e, a redução do limite da proporção de ações preferenciais terá impacto diferencial sobre a captação de recursos, favorecendo tais empresas estatais.

A natureza proporcional do “perigo moral” deve ser lembrada. À medida que a participação do empresário no capital social é suficiente para manter controle, e diminui, práticas de dividendos de controle tendem a aumentar de forma contínua. Não se deve esperar que mudanças significativas em práticas da administração venham a ocorrer, caso pequenas frações de preferenciais sejam

permitidas; por exemplo, o acréscimo em níveis de "perigo moral" seria irrisório se a participação do empresário passasse de majoritária com 50,1% do capital social (que não contém ações preferenciais) para majoritária com 49,1% do capital social (que conterá 2% em preferenciais). Parece razoável concluir que um limite de 2% em preferenciais seria inócuo. A forma com que o limite de preferenciais tem sido discutido pareceria um pouco extremada não reconhecendo a natureza contínua do problema. Qualquer recomendação sobre limites de proporção de preferenciais deveria considerar a experiência passada brasileira que poderia responder a perguntas como:

a) por que nem todas as empresas atingiram o limite de preferenciais (50%)?

b) qual a relação observada entre proporção colocada de preferenciais e índices de rentabilidade e despesas?

Entretanto cabe aqui discutir nossas expectativas.¹⁴ Ahamos que até 20% de preferenciais (participação majoritária de 40,1%) os problemas de "perigo moral" são de pouca monta e acreditamos que eles comecem a se tornar críticos a partir de 40% de preferenciais (participação majoritária de 30,1%). Admitindo que os resultados dos estudos sugeridos podem modificar nossas expectativas, elas nos levam a concluir que não só o limite de preferenciais não deve ser aumentado de 50% para 2/3, mas, ele deveria ser reduzido para um valor em torno de 30%. Adicionalmente acreditamos que empresas estatais deveriam constituir seu capital social unicamente com ações ordinárias, não lhes sendo permitido emitir ações preferenciais devido às vantagens do setor estatal para competir na colocação de tais títulos.

Finalmente deve-se observar que toda a análise e conclusões anteriores fundamentaram-se na suposição de que o capital total das empresas era igual ao seu capital social, ao examinar apenas a participação do empresário no capital social. Caso seja utilizada a alavancagem por meio de empréstimos privados (bancários) ou públicos (debêntures), o capital total da empresa será superior ao seu capital social no montante total de empréstimos, e a participação do empresário no capital total será inferior à sua participação no capital social. Como a fração relevante para níveis de "perigo moral" e dividendos de controle é a proporção no capital total, todas as conclusões anteriores subestimam o problema. Por exemplo, em certas áreas prioritárias o capital total pode ser constituído de até 80% em empréstimos, o que permitiria ao empresário atingir o controle com menos de 4% de capital total (16,7% de 20%), caso o limite de preferenciais seja estendido até 2/3. Os níveis de empréstimos e endividamento de empresas são pois relevantes para o exame do limite de preferenciais, e pesquisas nesta área também são necessárias. *Ex ante* pode-se argumentar que o limite que propusemos de até 30% em preferenciais é excessivo, caso os índices de endividamento sejam elevados. Reservando a mente aberta aos resultados de tais pesquisas não podemos deixar de consi-

derar como viável a posição de que preferenciais devam simplesmente ser banidas do mercado.

5. CONCLUSÕES

À medida que a participação do empresário se reduz, mantendo maioria votante e controle da empresa, deve-se esperar que problemas de "perigo moral" comecem a aparecer afetando a eficiência de operações da empresa e da economia como um todo. Tais problemas se evidenciam com o aparecimento de dividendo de controle que a administração da empresa distribui para si própria. Práticas monopolistas de dividendos de controle afetam a distribuição dos resultados da empresa de forma que pareceria injusta, fazendo com que preços de ações em transações que geram controle tenham um prêmio de controle que redistribui riqueza na economia.

A nova Lei das S.A., por permitir que até 2/3 do capital social seja constituído de ações preferenciais, permite uma diluição significativa da participação do empresário que detém a maioria das ações votantes. Acreditamos que esta diluição seria excessiva. Um limite de preferenciais de 1/3 do capital social pareceria mais realista. Como os níveis da "perigo moral" em empresas estatais devem ser menores, tais empresas têm maior facilidade de captação de recursos por intermédio de ações preferenciais. A competição entre o setor estatal e o privado por recursos oriundos da colocação de preferenciais pareceria injusta, favorecendo o setor estatal. Empresas estatais deveriam pois constituir seu capital social unicamente em ações ordinárias, não lhes sendo permitido emitir preferenciais.

Finalmente acreditamos que pesquisas são necessárias para se chegar a conclusões mais definitivas. Pareceria que objetivos prioritários em tais pesquisas seriam o exame da relação entre eficiência operacional de empresas e fração colocada de preferenciais, e o exame de níveis de endividamento de empresas. Caso os níveis de endividamento sejam elevados, a participação do empresário controlador no capital total da empresa será ainda menor que sua participação no capital social. A existência de ações preferenciais nestas condições seria bem mais crítica em termos de níveis de "perigo moral", o que sugeriria um limite de preferenciais inferior a 1/3 do capital social, e talvez, até a eliminação das ações preferenciais do mercado. ■

¹ Para uma excelente discussão das vantagens e impacto de mercados acionários veja Arrow (1) e (2).

² Observe que conceitualmente mercados acionários podem existir sem se organizarem em Bolsas de Valores. O aparecimento de Bolsas deve-se a razões de liquidez e custos de procura.

³ Para o exame de separação e eficiência operacional veja Monssen et alii (8).

⁴ No Brasil mercados monetários são muitas vezes chamados de mercados financeiros, sendo mercados acionários chamados de mercados de capitais.

⁵ Veja Sharpe (10) e King (6), por exemplo.

⁶ Para uma melhor discussão desses conceitos veja Sharpe e Brito (9). A máxima diversificação que pode ser obtida é a associada com o porta-fólio de mercado, logo, o componente não-diversificável do risco de um título é uma medida de sua relação com este porta-fólio de mercado, ou seja, o beta do título.

⁷ Alguns analistas podem ser excelentes em predizer o mercado como um todo, e outros em prever se certas empresas vão ter variações maiores ou menores do que seria de se esperar por sua relação normal com o mercado. A especialização de analistas deve pois ser desejável.

⁸ Ou seja, práticas que controlem os níveis de "perigo moral" e associem prêmios mais elevados às apólices que oferecem níveis de "perigo moral" mais altos.

⁹ Veja Arrow (1), (3) e Becker (4).

¹⁰ Isto é, o capital social é igual ao capital total da empresa que não tem capital de empréstimos em sua estrutura. A existência de capital de empréstimos será considerada mais tarde.

¹¹ Veja BVRJ (5).

¹² Observe que apenas diluição deveria existir, não parecendo razoável esperar-se que uma perfeita separação entre administração e propriedade viesse a existir. Que ela não existe é um fato do mercado brasileiro. As práticas de opções de executivos sobre a compra de ações das empresas que administram, que existem nos mercados americanos, sugerem que tal separação também não existe em outros mercados.

¹³ Lamy e Pedreira (7) propõem que "Investidores do mercado não desejam nem aceitam qualquer interferência ou responsabilidade na direção da empresa porque seu objetivo é exercer apenas a parte da função empresarial correspondente à aplicação de capital de risco. Esse é o dado fundamental da companhia aberta, observado em todos os mercados de capital, no Brasil e no exterior, que desmoralizou as formulações românticas sobre a sociedade anônima. Os investidores de mercado querem aplicar capital e receber dividendos ou revender sua ação com lucro. Não se interessam por participar da administração da companhia nem muito menos admitem preocupar-se com seus problemas técnicos e de mercado, ou seus planos de expansão."

¹⁴ Seria fácil escondermo-nos sob a manta de propor estudos adicionais e seria cínico fazer recomendações incisivas após ressaltar a necessidade de estudos adicionais. A única opção é apresentar nossas expectativas reconhecendo que os estudos propostos seriam mais conclusivos podendo modificá-las.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Arrow, K. Insurance, risk and resource allocation. In: Arrow, K., ed. *Essays in the theory of risk bearing*. Markham Publishing Co., 1971.
2. _____. Economic welfare and the allocation of resources to invention. In: Arrow, K., ed. *Essays in the theory of risk bearing*. Markham Publishing Co., 1971.
3. _____. The economics of moral hazard; further comment. In: Arrow, K., ed. *Essays in the theory of risk bearing*. Markham Publishing Co., 1971.
4. Becker, G. *Human capital: a theoretical and empirical analysis with special reference to education*. National Bureau of Economic Research, New York, 1964.
5. Brasil, Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Observações sobre o Anteprojeto da Lei das Sociedades Anônimas. *Jornal do Brasil*, 21 mar. 1976, p. 36-7.
6. King, B. Market and industry factors in stock price behavior. *Journal of Business*, Jan. 1966.
7. Lamy, A. & Pedreira, J. Função empresarial e ações preferenciais. *Jornal do Brasil*, 28 mar. 1976, p. 37.
8. Monsen, R., Chiu, J. & Cooley, D. The effect of separation of ownership and control on the performance of the large firm. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 435-51, Aug. 1968.
9. Sharpe, W. & Brito, N. Mercados de capitais eficientes: preços em equilíbrio sob condições de risco. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 1, n. 2, maio/ago. 1975.
10. Sharpe, W. A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, Jan. 1963.