

1. Introdução;
2. Avaliação do custo de **underwriting** no Brasil em 1972;
3. Conclusões.

Paulo Cícero Lima Baptista**

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais e os intermediários financeiros desempenham papel crucial na tarefa de melhor alocar fundos ou poupança disponíveis entre usos alternativos para investimento.

No desempenho desta função tais intermediários apresentam custos que vão desde quando a emissão é selecionada e preparada para oferta pública até ser distribuída ou vendida aos investidores.

Quando se trata de estudar o desempenho destas instituições no mercado de capitais, dois critérios econômicos básicos são importantes: o primeiro relaciona-se com a eficiência alocacional que, conforme conceituação tradicional, traduz-se pela manutenção de taxas de retorno equivalentes para investimentos que também o sejam e custos de financiamento equivalentes para oferta de títulos que também se equivalem. O segundo liga-se à eficiência operacional, que, de acordo com definição clássica, significa a execução de determinado serviço ou função (**underwriting**, colocação, seleção, consultoria etc.), por parte da instituição intermediária ao mínimo custo.

Evidentemente, a eficiência operacional decresce, se os custos estão aumentando, se na "indústria de **underwriting**" muitas instituições intervenientes são unidades acentuadamente produtivas em termos de eficiência, se existe intenso aproveitamento de modificações tecnológicas. Por outro lado, a falta de competição no mercado pode induzir a uma eficiência operacional monopolista e a uma regulamentação protecionista, por falta de informação e economias de escala.

2. AVALIAÇÃO DO CUSTO DE UNDERWRITING NO BRASIL EM 1972

Ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, o custo de **underwriting** no Brasil não representa a diferença entre o preço pago pelo investidor e o montante líquido recebido pelo emissor após a dedução de suas despesas (registro, taxas legais, impressão, pagamento de serviços especializados de consultoria etc.). Normalmente, o emissor brasileiro recebe o valor total da emissão (inclusive ágio) e então paga ao(s) intermediário(s) interveniente(s) na operação a(s) sua(s) comissão(ões). Todos os custos de **underwriting** são deduzidos como despesas.

O exame detalhado das informações atualmente disponíveis indica observações extremamente úteis quanto ao comportamento deste custo no Brasil, no ano passado.¹

* As opiniões expressas representam pontos de vista do autor e não da instituição a que pertence.

** M. A. em Economia, Vanderbilt University. Assessor Técnico da Gerência de Mercado de Capitais do Banco Central do Brasil.

Examinando isoladamente os **underwritings** firmes, o custo oscilou, em 1972, no caso de oferta pública comum, de 9,05% (bancos de investimento) do valor de lançamentos médios de Cr\$ 8,4 milhões até 15,83% (sociedades corretoras) do valor de lançamentos médios de Cr\$ 3,1 milhões. No caso de **underwritings** firmes, sob a égide do Decreto-lei n.º 157, o custo registrado apenas para bancos de investimento foi de 6,01% do valor de lançamentos médios de Cr\$ 2,5 milhões. Finalmente, no caso de lançamentos decorrentes de projetos amparados por incentivos fiscais (Sudene, Sudam etc.), o custo de **underwritings** firmes registrado somente para sociedades corretoras foi da ordem de 15% do valor de lançamentos médios de aproximadamente Cr\$ 2 milhões.

Para **underwriting** parcial, onde o custo é essencialmente a taxa de colocação mais comissões, os seguintes dados podem ser anotados em função das três faixas de lançamentos: a) oferta pública comum: bancos de investimento — 9,32% do valor de lançamentos médios de Cr\$ 9,9 milhões; sociedades corretoras — 3,70% de lançamentos médios aproximadamente iguais a Cr\$ 2,9 milhões; b) Decreto-lei n.º 157: bancos de investimento — 9,58% de lançamentos médios em torno de Cr\$ 2,2 milhões; sociedades corretoras — 8,30% de lançamentos médios de Cr\$ 140 mil; sociedades financeiras — 3,70% de lançamentos médios de Cr\$ 480

mil; c) incentivos fiscais (Sudam, Sudene etc.): bancos de investimento — 22,50% do valor de lançamentos médios de Cr\$ 4,7 milhões.

Finalmente, para lançamentos contratados à base do melhor esforço, onde o custo basicamente é a taxa de colocação, segundo os diferentes tipos de lançamentos, os seguintes dados foram constatados: a) oferta pública comum: bancos de investimento — 3,42% de lançamentos médios de Cr\$ 8,3 milhões; sociedades corretoras — 13,04% de lançamentos médios de Cr\$ 3,0 milhões; b) incentivos fiscais (Sudam, Sudene etc.): bancos de investimento — 16,84% de lançamentos médios de Cr\$ 4,2 milhões.

No global, por faixas de lançamentos, registram-se os seguintes valores: **comuns**: 9,16% de lançamentos médios de Cr\$ 5,8 milhões; **Decreto-lei n.º 157**: 6,90% de lançamentos médios de Cr\$ 1,3 milhão; **incentivos fiscais**: 17,85% de lançamentos médios de Cr\$ 4,3 milhões.

Em função de todos esses valores obtidos, ponderando-se os necessários ajustes que precisam ser feitos ao nível do tipo de ações (ordinárias e preferenciais), tipos de pagamento, tamanho médio das instituições intermediárias etc. as seguintes generalizações tornam-se susceptíveis de dedução: a) o custo varia em função do comportamento e características do mercado; b) varia também com o tamanho da emissão e a qualidade

Custo de underwriting em 1972

Em % do valor do lançamento

Tipos de lançamento	Comuns					Decreto-lei n.º 157					Sudene & Sudam							
	Taxa de garantia	Taxa de colocação	Outros	Total	Valor médio	Taxa de garantia	Taxa de colocação	Outros	Total	Valor médio	Taxa de garantia	Taxa de colocação	Outros	Total	Valor médio			
Firme																		
Bancos de investimento	5,06	3,29	0,70	9,05	8 376	4,51	—	1,50	6,01	2 476	—	—	—	—	—			
Sociedades financeiras	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—			
Sociedades corretoras	7,23	6,60	2,00	15,83	3 082	—	—	—	—	—	—	15,00	—	15,00	2 000			
Parcial																		
Bancos de investimento	3,12	4,60	1,60	9,32	9 898	4,58	4,00	1,00	9,58	2 204	5,00	15,00	2,50	22,50	4 736			
Sociedades financeiras	3,70	—	—	3,70	2 880	3,70	—	—	3,70	480	—	—	—	—	—			
Sociedades corretoras	4,93	3,50	1,30	9,73	4 880	3,50	3,50	1,30	8,30	140	—	—	—	—	—			
Melhor esforço																		
Bancos de investimento	—	0,92	2,50	3,42	8 349	—	—	—	—	—	—	13,17	3,67	16,84	6 387			
Sociedades financeiras	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—			
Sociedades corretoras	—	9,37	3,67	13,04	2 989	—	—	—	—	—	—	13,28	3,79	17,07	4 253			
Custo médio					9,16	5 779					6,90	1 325					17,85	4 344

Fonte: Relatório do Banco Central do Brasil — 1972 p. 108.

Revista de Administração de Empresas

dos títulos a serem emitidos (tradição de mercado da empresa); c) varia de acordo com o método de colocação, firme, parcial ou melhor esforço; d) varia com o tipo de lançamento — oferta pública comum, Decreto-lei n.º 157 e incentivos fiscais (Sudam, Sudene etc.).

Em lançamentos decorrentes de projetos amparados por incentivos fiscais, o custo aumenta, tendo em vista que as empresas emitentes são geralmente novas, em fase de implantação ou reorganização, sem tradição de mercado.

Em primeiro lugar, é natural que, se o mercado apresenta dificuldades de absorção aos lançamentos de novas emissões, isto signifique maiores riscos para a instituição financeira e, portanto, maiores custos. Principalmente no caso de **underwritings** firmes, se os riscos são bem maiores na criação do mercado para ação, pois trata-se de iniciativa de sua inteira responsabilidade. Todavia, no caso de **underwritings** contratados à base de melhor esforço, este risco não existe para o intermediário, que não assume nenhuma responsabilidade pelas ações não colocadas.

Em segundo lugar, observa-se que o custo é função inversa do tamanho da emissão, ou seja, observa-se aumentos de custos quando o tamanho da emissão decresce.

Além disso, o custo varia de acordo com o tipo de colocação e seus riscos implícitos, definido risco, neste caso, não como sendo o de mercado quando da primeira generalização, mas aquele associado com a natureza do compromisso financeiro assumido. **Underwritings** firmes implicam grandes riscos para o intermediário, pois lhes interessa somente a colocação inteira do lançamento.

Algumas ponderações, ainda de acordo com a tabela citada, podem ser enfatizadas, em termos de análise, ao nível das instituições responsáveis pelos lançamentos. É visível a influência exercida nos custos cobrados pelos intermediários, de diferenças de estrutura e porte das instituições, com os bancos de investimento cobrando custos mais baixos e ofertando mais serviços.

3. CONCLUSÕES

É importante verificar-se que os custos de **underwriting** de emissões que foram de responsabilidade de instituições menores em termos de escala, geralmente foram maiores, talvez em função do risco de mercado inerente às ações por eles lançadas, ou seja, parece que os lançamentos feitos por intermediários financeiros que não bancos de investimento, em média, estão associados

a alto grau de risco de mercado. Isto pode explicar o elevado custo cobrado por tais instituições decorrentes da inexistência de bancos de investimento interessados em assumir o risco envolvido na operação. Em geral, pode-se inferir que ele está intimamente associado a uma compensação maior que naturalmente aumenta os custos. Entretanto, uma análise mais acurada seria imprescindível para elucidação completa quanto à natureza do problema, seja, por exemplo, por meio da segmentação dos dados ao nível de cada intermediário por tamanho, capital ou ainda serviços prestados (custos).

Outra explicação possível que se poderia argüir como inerente à primeira baseia-se no critério de economia de escala. Intermediários financeiros maiores, mais racionalizados e melhor estruturados, estariam aptos a cobrar custos menores do que outros menores e pior aparelhados.

Por outro lado, outras questões básicas deveriam ser melhor analisadas. Por exemplo, não estaria ocorrendo uma distorção no caso anterior, no sentido de que existe uma relação negativa entre a qualidade dos serviços prestados pelo **underwriter** e seu valor de compensação.

Outra evidência que parece viável é que os intermediários financeiros menores, ainda que não totalmente equipados, em média, para fornecer uma série de serviços indispensáveis à escolha e ao preparo adequados ao sucesso da operação, apresentam grande propensão em distribuir os lançamentos ao seu encargo à base do melhor esforço. Isto é visível, se forem comparados os dados referentes às sociedades corretoras e financeiras nos lançamentos comuns ou para efeito do Decreto-lei n.º 157, à base do melhor esforço e aqueles sob a forma firme. O somatório do valor médio de lançamento associado ao custo cobrado no caso de **underwritings** à base do melhor esforço, para, por exemplo, sociedades corretoras no total de Cr\$ 4,9 milhões, excede aqueles de **underwritings** firmes da ordem de Cr\$ 3,1 para lançamentos comuns.

Embora os dados deixem algumas áreas críticas intocáveis, como a atividade de mercado após o lançamento, as características financeiras das firmas emissoras e dos intermediários, bem como uma perspectiva econômica e histórica de uma série completa (pois tratar-se-ia apenas do ano de 1972) bem como, ainda, uma desagregação desejável e compatível dos dados ao nível do tamanho da emissão e dos intermediários envolvidos, do número das instituições implicadas em cada lançamento (líderes e associados do consórcio) e do

tipo de ações lançadas (preferenciais ou ordinárias), trata-se de notável aperfeiçoamento em termos de informação para o mercado de capitais, de efetiva importância para as empresas que necessitam de recorrer ao mesmo. Com as devidas ponderações, esta informação agora disponível tende a reduzir a incerteza associada à emissão de títulos para oferta pública, principalmente no caso de pequenas e médias empresas, para as quais o conhecimento prévio da evolução dos custos de operação pode ser um dos fatores vitais à decisão de emitir ou não.

Finalmente, embora tais informações não existam para anos anteriores a 1972, estima-se que em 1971 o custo médio geral de **underwriting** para qualquer tipo de lançamento variava de 20 a 25%, que, comparado com o ano seguinte, significa evo-

lução positiva, embora tal confronto deva ser feito com ressalvas, já que o ano de 1971 constitui-se exceção que poderá ter induzido a padrões de comportamento dos custos bastante anormais. □

¹ Ver Relatório. Banco Central do Brasil, 1972, p. 108.

BIBLIOGRAFIA

Duesenberry, James. Criteria for judging the efficiency in capital markets. In Wu-H.D. & Zakon, A.V. **Elements of investment**. Holt Rinehart S. Winston, 1967.

Fama, E. Efficient capital markets. **Journal of Finance**, May 1966.