

FERNANDO WILLIAM BUNEMER NAHAS



**A INFLUÊNCIA DO DIREITO NAS DECISÕES DE FINANCIAMENTO DAS
COMPANHIAS: UM ESTUDO DE CASO**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

ORIENTADOR: PROFESSOR DR. FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DO LARGO SÃO FRANCISCO

SÃO PAULO, SP

2017

FERNANDO WILLIAM BUNEMER NAHAS

**A INFLUÊNCIA DO DIREITO NAS DECISÕES DE FINANCIAMENTO DAS
COMPANHIAS: UM ESTUDO DE CASO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Junior.

VERSÃO CORRIGIDA ENCAMINHADA AO SERVIÇO DE PÓS-GRADUAÇÃO APÓS A APROVAÇÃO PELA BANCA EXAMINADORA EM 8 DE NOVEMBRO DE 2017 E HOMOLOGAÇÃO DO RESULTADO PELA COMISSÃO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM 10 DE NOVEMBRO DE 2017, NOS TERMOS DA RESOLUÇÃO COPGR Nº 6018, DE 13 DE OUTUBRO DE 2011, CONFORME RETIFICADA EM 24 DE NOVEMBRO DE 2011.

VERSÃO CORRIGIDA EM DEZEMBRO DE 2017. A VERSÃO ORIGINAL, EM FORMATO ELETRÔNICO (PDF), ENCONTRA-SE DISPONÍVEL NA CPG DA UNIDADE.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DO LARGO SÃO FRANCISCO

SÃO PAULO, SP

2017

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Nahas, Fernando

: A influência do direito nas decisões de financiamento das companhias: um estudo de caso / Fernando Nahas ; orientador Francisco Satiro de Souza Junior - São Paulo, 2017.

116pp.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2017.

1. Alternativas de financiamento. 2. Estrutura de capital. 3. Influência do direito. 4. Estudo de caso. I. Souza Junior, Francisco Satiro de, orient. II. Título.

FERNANDO WILLIAM BUNEMER NAHAS

**A INFLUÊNCIA DO DIREITO NAS DECISÕES DE FINANCIAMENTO DAS
COMPANHIAS: UM ESTUDO DE CASO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Junior.

São Paulo, SP, 8 de NOVEMBRO de 2017

BANCA EXAMINADORA

<u>FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR</u>	<u>NÃO VOTANTE</u>
<u>DANTE MENDES ALDRIGHI</u>	<u>APROVADO</u>
<u>YEUNG LUK TAI (LUCIANA YEUNG)</u>	<u>APROVADO</u>
<u>LEONARDO ADRIANO RIBEIRO DIAS</u>	<u>APROVADO</u>

À minha querida avó Albertina.
Que saudades sinto da senhora!

AGRADECIMENTOS

À Faculdade de Direito do Largo São Francisco e ao Colégio Bandeirantes, aos quais devo todas as minhas oportunidades e conquistas acadêmicas e profissionais.

À Professora Associada Dra. Mônica Herman Salem Caggiano e ao Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Junior, por acreditarem em meu trabalho e por me concederem a oportunidade de aprofundar meu conhecimento e de buscar obter o título de Mestre em nossa querida Faculdade.

Ao Professor Titular Dr. Fernando Dias Menezes de Almeida, por aproximar nossa Faculdade à Universidade Jean Moulin Lyon 3. Graças a essa parceria, tive a honra de estudar direito francês na própria Lyon 3 e de coordenar junto a meus colegas um livro sobre o tema.

Ao Professor Dr. Cássio Cavalli e ao Professor Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro, pelos apontamentos feitos em meu exame de qualificação.

Ao Professor Titular Dr. Dante Mendes Aldrighi, por sua disposição em aceitar um jurista em suas aulas de pós-graduação na FEAUSP e pelo auxílio em minhas pesquisas.

Aos meus pais, William e Silvia, pelo apoio incondicional.

Às minhas irmãs, Alessandra e Giovana, por caminharem ao meu lado.

A todos os meus primos, por me trazerem ao equilíbrio em meio a meus desafios acadêmicos e profissionais.

“Sozinhos, vamos mais rápido.
Juntos, vamos mais longe.”

RESUMO

NAHAS, Fernando. A influência do direito nas decisões de financiamento das companhias: um estudo de caso. 2017. 116pp. Dissertação de mestrado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (FDUSP), São Paulo, 2017.

Este trabalho demonstra uma das formas como o direito influencia as escolhas de financiamento que compõem a estrutura de capital de empresas. Num primeiro momento, analisam-se as principais teorias sobre estrutura de capital, a saber: Modigliani & Miller, *Pecking Order Theory*, *Trade-Off Model* e teoria dos custos de agência. Em seguida, apresentam-se estudos empíricos que indicam o direito como um dos principais elementos externos às empresas que influenciam suas decisões de financiamento, concluindo que o direito, especificamente no que tange à proteção ao investidor e ao credor, é capaz de reduzir assimetria informacional e custos de falência e de agência (i.e. fatores identificados nas teorias estudadas), criando condições favoráveis para que os mercados financeiro e de capitais prosperem. Por fim, examina-se o caso real de uma companhia brasileira que balizou suas decisões de financiamento em função de questões ligadas a governança corporativa, confirmando, assim, a relevância do direito na determinação de sua estrutura de capital.

Palavras-chave: alternativas de financiamento; estrutura de capital; influência do direito; estudo de caso.

ABSTRACT

NAHAS, Fernando. The influence of law in the financing decisions of companies: a case study. 2017. 116pp. Master of Laws – Faculty of Law, University of São Paulo (FDUSP), São Paulo, 2017.

This dissertation demonstrates one of the ways through which the law influences the financing decisions that make up the capital structure of companies. First, the main theories on capital structure are analyzed, namely: Modigliani & Miller, *Pecking Order Theory*, *Trade-Off Model* and agency cost theory. Next, empirical studies are presented, indicating law as one of the main elements external to companies that influence their financing decisions: specifically with regards to investor and creditor protection, law is capable of reducing informational asymmetry as well as bankruptcy and agency costs (as identified in the theories analyzed), by creating favorable conditions for the financial and capital markets to thrive. Finally, this work examines the real case of a Brazilian company that made its financing decisions based on corporate governance matters, thus confirming the relevance of the law in determining the capital structure of companies.

Keywords: financing decisions; capital structure; influence of law; case study.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	13
1. TEORIAS ACERCA DA COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL.....	17
1.1. Modigliani & Miller.....	17
1.2. <i>Pecking Order Theory</i>	18
1.3. <i>Trade-Off Model</i> (ou <i>Target Model</i>).....	24
1.4. Teoria dos custos de agência.....	31
2. A INFLUÊNCIA DO DIREITO NO DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS E NAS DECISÕES DE FINANCIAMENTO.....	41
2.1. Direito e desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais.....	41
2.2. Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny.....	48
2.3. Considerações sobre os estudos apresentados.....	59
3. ESTUDO DE CASO: OI S.A.....	61
3.1. Introdução e metodologia.....	61
3.2. Entrada da Oi S.A. no mercado de telecomunicações brasileiro e fatos que marcaram seu histórico recente.....	62
3.3. Contratação e emissão de dívidas.....	72
3.4. Oferta de ações.....	80
3.5. Resultados da análise.....	92
CONCLUSÃO.....	104
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	107

INTRODUÇÃO

O direito e a economia analisam fenômenos semelhantes, muitas vezes coincidentes, mas sob óticas distintas. O jurista estuda como organizar e coordenar a elaboração e a interpretação de normas que regem determinada situação, traçando orientações sobre como um fenômeno específico é recepcionado pelo ordenamento jurídico em vigor. O economista, por sua vez, focaliza seus esforços em custos de transação, eficiência e incompletude contratual, entre outros elementos vistos como incentivos a comportamentos oportunistas, à formação de cadeias produtivas e a outras condutas dos agentes econômicos.

Assim já antecipou SZTAJN (2014) ao indicar que juristas e economistas têm muito a explorar juntos, alavancando conhecimentos e desenhando uma arquitetura mais completa de institutos que, normalmente, são estudados de modo quase isolado por cada um desses dois grupos de acadêmicos. A normatização de um fenômeno econômico não pode se dar de forma plena sem a compreensão das consequências econômicas e dos custos sociais envolvidos, sem o exame dos porquês e dos para quês e sem o questionamento de como tornar mais eficiente a dinâmica entre os agentes envolvidos. Ao mesmo tempo, incentivos não podem ser devidamente analisados sem a compreensão das normas aplicáveis, dos princípios, da jurisprudência e do enquadramento jurídico que o ordenamento confere a um fenômeno em tela. Direito e economia caminham juntos, independentemente da visão de mundo ou orientação política adotada.

É altamente proveitoso que juristas e economistas dialoguem e trabalhem de modo conjunto para compreender e para criticar de forma construtiva as premissas, métodos, conclusões e a utilidade das normas, teorias e modelos. Isso resultará em aprofundamento e em melhor compreensão de fenômenos sociais, jurídicos e de mercado – se é que essas distinções não foram concebidas apenas para fins didáticos. No que tange às instituições ditas de cunho econômico-financeiro, mais especificamente, elas exercem papel chave na construção de um Estado próspero, estável e distributivo. Instituições financeiras, como bancos e bolsas de valores, e a poupança popular, todos sustentados por um sistema jurídico sólido e completo, são capazes de atender às demandas de mercado, canalizando os recursos dos investidores e provendo liquidez às companhias que demandam capital para projetos e empreendimentos específicos.

Tais financiamentos podem ocorrer de diferentes formas e geram consequências distintas às companhias que arrecadam os recursos, particularmente no que concerne à estrutura de capital, isto é, à proporção entre capital próprio (i.e. dos sócios) e capital de terceiros utilizado no desempenho de suas atividades. Trata-se da ponderação entre, de um lado, financiamento interno, realizado com recursos oriundos da atividade da própria empresa ou resultantes de aportes dos sócios existentes, e, de outro, financiamento externo, que ocorre com a contratação de dívidas ou com a entrada de novos integrantes no quadro societário, como no caso de oferta pública de ações em bolsa de valores. Visando atender ao interesse social da companhia, os administradores devem buscar a estrutura de capital mais eficiente possível, de modo a diminuir custos totais de financiamento.

Por outro lado, a composição da estrutura de capital de determinada companhia é altamente conectada às relações entre seus “stakeholders”, tanto no que tange a direitos patrimoniais, como no que tange a direitos políticos. Ações não apenas conferem o direito ao recebimento de dividendos, mas também, e principalmente, permitem ao acionista exercer influência sobre a administração por meio de seu poder de voto. No caso dos minoritários, por exemplo, seus direitos correspondem a uma forma de coagir administradores e controladores a tomar decisões alinhadas aos interesses da companhia e de todos os acionistas. Dívidas, por sua vez, não apenas correspondem a uma fonte de remuneração aos credores, que recebem juros: elas também podem impor aos tomadores uma série de condições a serem cumpridas ao longo da relação contratual, sob pena de excussão de garantias. A conclusão é a de que, diferentemente do que colocaram MODIGLIANI & MILLER (1958), alterações na estrutura de capital de uma companhia implicam mudanças no jogo de poder entre, de um lado, os chamados “agentes internos” ou “insiders” (i.e. acionistas controladores e membros da administração) e, de outro, os “agentes externos” ou “outsiders” (i.e. credores e acionistas minoritários).

Esta temática assume ainda mais relevância se levada em conta a existência de conflitos de interesse entre agentes internos e externos, que podem resultar em expropriação por parte dos primeiros em relação aos últimos, seja pelo não pagamento de dividendos, pela dilapidação ou ocultação de patrimônio ou pela venda de ativos a preço abaixo de mercado a outras companhias sob o mesmo controle, seja também por meio do apontamento de membros da família sem a devida qualificação a cargos de administração, de remunerações exorbitantes a executivos ou do uso da companhia para vantagens pessoais (“private benefits”). A depender da composição da estrutura de capital das empresas, o desalinhamento entre esses agentes assume contornos distintos, ora afetando

principalmente a relação entre acionistas, membros da administração e credores, ora impactando mais significativamente a dinâmica entre controladores e não-controladores. Nesse sentido, como colocou LA PORTA *et al.* (2000a, pp. 4), a governança corporativa corresponde em grande medida a um conjunto de direitos e obrigações (ou, em suas palavras, apenas “mecanismos”) que protege investidores, como credores e minoritários, *contra* expropriações por parte dos “insiders”¹.

Esta é a problemática em que está inserido o presente estudo. Este trabalho se propõe a examinar o papel do direito nas escolhas de financiamento que compõem a estrutura de capital das empresas, focalizando sua atenção nos custos, conflitos e assimetrias que afligem a relação societária das companhias. Para tanto, realizam-se análises acerca do ponto de vista dos economistas em relação à função do direito na interação dos agentes econômicos e, em seguida, a partir de um caso concreto que evidencia conflitos entre controladores e não-controladores na realidade brasileira, verifica-se uma das formas como esta influência do direito na estrutura de capital das empresas ocorre na prática.

Especificamente, esta dissertação está estruturada da seguinte forma: (i) no Capítulo 1, estudam-se as principais teorias acerca da estrutura de capital ótima, a saber, Modigliani & Miller, *Pecking Order Theory*, *Trade-Off Model* e teoria dos custos de agência; (ii) no Capítulo 2, apresentam-se estudos empíricos que indicam o direito como um dos principais elementos externos às empresas que influenciam suas decisões de financiamento; combinando os Capítulos 1 e 2², constrói-se a hipótese de que o direito, especificamente no que tange à proteção ao investidor e ao credor, corresponde a uma ferramenta de redução de assimetria informacional e de custos de falência e de agência entre agentes internos e agentes externos, criando condições favoráveis para que os mercados financeiro e de capitais prosperem; e (iii) no Capítulo 3, examina-se o caso real de uma companhia brasileira que balizou suas decisões de financiamento em função de

¹ Tradução livre de: “corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders”.

² Os temas escolhidos são aqueles que, segundo o julgamento do autor, são os mais frequentemente pesquisados em finanças corporativas e os que podem ajudar um estudante de graduação e de pós-graduação no estudo do assunto, tanto no contexto brasileiro, quanto no internacional. No entanto, não se pretende realizar uma revisão exaustiva da literatura, mas, sim, uma revisão seletiva e, portanto, sujeita a eventual viés do autor. É natural que o leitor considere que determinado artigo poderia ter sido incluído e esta limitação é reconhecida. O objetivo é o de demonstrar o quanto o tema é complexo, o de demonstrar que há muitos economistas pensando nessas questões e, acima de tudo, o de demonstrar que há diversas visões sobre os assuntos debatidos.

questões ligadas a governança corporativa, particularmente decorridas de desgastes entre controladores e não-controladores, confirmando, assim, a relevância do direito na determinação de sua estrutura de capital. O trabalho é encerrado com conclusões sobre o tema e com sugestões de assuntos relacionados para pesquisas futuras.

1. TEORIAS ACERCA DA COMPOSIÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL

De forma a introduzir o tema da estrutura de capital, explicitar sua importância e evidenciar os desalinhamentos dele decorrentes, este Capítulo é dedicado à apresentação das principais teorias acerca do assunto. Nesse sentido, a seguir serão estudadas as contribuições de MODIGLIANI & MILLER (1958, 1963), a *Pecking Order Theory*, o *Trade-Off Model* (também chamado de “target model” e de “teoria dos custos de falência ou de insolvência”) e a teoria dos custos de agência de JENSEN & MECKLING (1976). O objetivo é o de apresentar ao leitor os aspectos considerados nas decisões de financiamento, de modo a habilitá-lo à compreensão dos estudos tratados no Capítulo 2 e do caso prático analisado no Capítulo 3³⁻⁴.

1.1. Modigliani & Miller

No final da década de 1950, os Prêmios Nobel de 1985, Franco Modigliani, e de 1990, Merton Miller publicaram um artigo que gerou discussão no meio acadêmico. Segundo MODIGLIANI & MILLER (1958), considerando-se um mercado plenamente eficiente, sem custos de transação, assimetria informacional entre investidores e administradores, custos de agência ou possibilidade de inadimplemento, e com total ausência de tributos, constância dos fluxos de caixa e agentes racionais, a estrutura de capital de uma empresa, isto é, o resultado de suas decisões de financiamento, seria irrelevante para o exame de seu valor, permanecendo constante seu custo de capital independentemente do nível de alavancagem e do tipo dos valores mobiliários emitidos. Nesse mercado plenamente competitivo, portanto, o valor da empresa dependeria basicamente de seu fluxo de caixa e do risco de seu negócio.

³ É claro que não se tem a ambição de efetuar uma resenha exaustiva de cada um dos trabalhos que estudam teorias em torno da estrutura ótima de capital, principalmente tendo em vista que já existem artigos acadêmicos exclusivamente focados nestes estudos. Para uma revisão detalhada da literatura sobre estrutura de capital, vide: Harris, M. & Raviv, A. (1991). “The theory of capital structure”. In: **The Journal of Finance**. v. 46, pp. 297-355; Myers, S. (2001); e FRANK & GOYAL (2007).

⁴ Algumas das ideias discutidas em profundidade ao longo da presente dissertação, em particular nos itens 3.2., 3.3. e 3.5. (primeira parte), foram apresentadas pelo autor de forma preliminar em estudo prévio, não publicado. Para referência: NAHAS, Fernando (2014). “Estruturas de Capital e Alternativas de Financiamento: Um Paralelo entre Oferta de Ações e Emissão de Dívidas”. 2014. 70pp. Trabalho de Conclusão de Curso (*Master in Financial Economics / CEAFE*) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas (FGV/EESP). São Paulo, 2014. Orientador: Prof. Guido Marcelo Borma Chagas.

Poucos anos mais tarde, MODIGLIANI & MILLER (1963), então, publicaram uma nova obra que eles mesmos intitularam uma “correção” ao artigo previamente elaborado. Considerando o benefício fiscal resultante da contratação de dívidas, tendo em vista que a remuneração paga a credores é deduzida como despesa financeira, reduzindo a base sobre a qual incide imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, os autores demonstraram que o valor da empresa depende linearmente de seu nível de endividamento, havendo incentivo infinito à alavancagem. MODIGLIANI & MILLER (1963) são prudentes o bastante para ressaltar que esse incentivo não é absoluto, ou seja, que as vantagens oriundas do capital de terceiros não tornam esta alternativa de financiamento, sempre e em qualquer momento, a mais eficiente possível⁵. No entanto, o artigo indica a relevância de dívidas na estrutura de capital e o correspondente benefício fiscal dela resultante.

1.2. *Pecking Order Theory*

Estudos sobre estruturas de capital e a proporção ideal de dívidas no balanço continuaram e abriu-se ampla discussão em torno de qual seria a estrutura ótima de capital e quais os fatores que a determinariam. Nesse contexto, a *Pecking Order Theory*, inicialmente proposta por DONALDSON (1961), mas sistematizada e disseminada por MAJLUF & MYERS (1984), ganhou bastante destaque. Parte-se do pressuposto de que as informações disponíveis no mercado são assimétricas e, dessa forma, agentes internos às

⁵ “It may be useful to remind readers once again that the existence of a tax advantage for debt financing (...) does not necessarily mean that corporations should at all times seek to use the maximum possible amount of debt in their capital structures. For one thing, other forms of financing, notably retained earnings, may in some circumstances be cheaper still when the tax status of investors under the personal income tax is taken into account. More important, there are, as we pointed out, limitations imposed by lenders (...), as well as many other dimensions (and kinds of costs) in real-world problems of financial strategy which are not fully comprehended within the framework of static equilibrium models, either our own or those of the traditional variety. These additional considerations, which are typically grouped under the rubric of ‘the need for preserving flexibility’, will normally imply the maintenance by the corporation of a substantial reserve of untapped borrowing power” (MODIGLIANI & MILLER, 1963, pp. 442, em tradução livre: “pode ser útil lembrar aos leitores, mais uma vez, que a existência do benefício fiscal para o financiamento na forma de dívidas (...) não significa necessariamente que as empresas devem sempre procurar usar o máximo possível de dívida em suas estruturas de capital. Por um lado, outras formas de financiamento, como o uso de lucros acumulados, podem, em algumas circunstâncias, ser mais baratas, quando a situação fiscal dos investidores, a nível pessoal, é levado em conta. Ainda mais, há, como já apontado, limitações impostas por credores (...), bem como muitos outros aspectos (e tipos de custos) em problemas do mundo real da estratégia financeira, que não são totalmente compreendidos no âmbito dos modelos de equilíbrio estático, ou mesmo em nosso próprio ou aqueles tradicionais. Estas considerações adicionais, que normalmente são agrupadas sob a rubrica de ‘a necessidade de preservar a flexibilidade’, normalmente implicam a manutenção pela instituição de uma reserva substancial de poder de empréstimo inexplorado”).

empresas conhecem o valor verdadeiro de seus ativos e oportunidades de crescimento, resultando num alto alinhamento de interesses entre administradores e acionistas majoritários. Agentes externos, por outro lado, realizam análises com base em estimativas, o que implica equívocos na precificação de riscos e na análise dos financiamentos concedidos ou dos valores mobiliários emitidos. “Bons” administradores buscam minimizar este risco de precificação incorreta, maximizando o valor da companhia e fazendo uso, portanto, de modalidades de financiamento menos impactadas por esta assimetria. Dessa forma, empresas tenderão a utilizar algum financiamento externo apenas quando recursos gerados internamente não forem suficientes para atender às oportunidades de crescimento identificadas por seus administradores.

Esta teoria, portanto, *não* supõe uma proporção ótima estática ou pré-definida de endividamento para cada empresa. Pelo contrário: a *Pecking Order Theory* sugere uma escala de preferência entre três fontes de financiamento (lucros retidos, dívidas e ações) para fins de expansão de seus negócios, preferência esta balizada pelos riscos e respectivos graus de assimetria informacional atrelados a cada alternativa. As companhias sempre dariam prioridade ao uso de recursos próprios (lucros retidos, depreciação de capital fixo, caixa ou investimentos de curto prazo) em detrimento de capital de terceiros, ajustando, se necessário e se possível, o “payout” de dividendos para os investimentos e as oportunidades que surgirem. Caso estas fontes internas não sejam suficientes, e caso seja necessária a tomada de recursos externos (situação de déficit de receitas), as empresas recorreriam, primeiro, ao endividamento, sob diferentes modalidades e, apenas depois, à emissão de ações (CINTRA & SILVA FILHO, 2013), optando sempre pela alternativa de menor risco e menos sujeita a assimetria informacional. Neste momento, portanto, busca-se evitar riscos excessivos de crédito e busca-se também manter espaço no balanço para emitir dívidas seguras, em caso de eventual necessidade (“reserve borrowing power”) (MYERS, 1984).

Nessa lógica, a *Pecking Order Theory* sugere que as empresas *não* almejam um nível ótimo de endividamento e que a estrutura de capital é resultado do acúmulo, no longo prazo, das escolhas de financiamento tomadas nos termos acima mencionados. A preocupação em ponderar “equity” e “debt” e de fixar metas para esta proporção existe, mas não é colocada como primordial ou sequer significativamente relevante na visão de seus defensores⁶. Empresas rentáveis, com recursos próprios disponíveis para reinvestimento,

⁶ “A model based solely on this partial adjustment process would have a very low R^2 . Apparently the static trade-off model captures only a small part of actual behavior. (...) Of course, we could give each firm its own

tenderão a apresentar alavancagem mais baixa, enquanto empresas com maiores oportunidades de crescimento, mas com baixo fluxo de caixa para financiar seus planos, são mais propensas ao endividamento.

A *contrario sensu*, se empresas aparentemente saudáveis optam por lançar ações no mercado, isto deve ser considerado um sinal de que, na visão de seus administradores, não há oportunidades de crescimento verdadeiramente vantajosas em vista. Em função da assimetria informacional, não há incentivo em receber novos aportes na forma de “equity”, pois isso implicaria dividir os ganhos dos investimentos rentáveis com os novos sócios. Nessa linha, MYERS (1984) sugere que, quando empresas tradicionais e com ações já negociadas no mercado optam por ofertar ainda novas ações, o preço de seus papéis tende a cair. Este receio de interpretações negativas por parte do mercado acerca da emissão de ações faz com que companhias apenas optem por ofertar novas ações em momentos nos quais o preço de seus papéis estiver sobrevalorizado⁷. MYERS (2001) também ressalta a recusa das companhias em emitir ações caso elas estejam subprecificadas pelo mercado. Isso deveria ser excepcional e ocorrer apenas se o valor presente do investimento a ser realizado com os recursos arrecadados for significativamente maior do que a alta esperada do preço das ações emitidas⁸.

target, and leave that target free to wander over time. But then we would explain everything and know nothing. We want a theory which predicts how debt ratios vary across firms and time. (...) Actual debt ratios vary widely across apparently similar firms. Either firms take extended excursions from their targets, or the targets themselves depend on factors not yet recognized or understood” (MYERS, 1984, pp. 588 e 589, em tradução livre: “um modelo baseado exclusivamente nesse processo de ajuste parcial teria um R² muito baixo. Aparentemente, o *Trade-Off Model* captura apenas uma parte pequena do comportamento real. (...) É claro que poderíamos dar a cada empresa a sua própria meta e deixar essa meta livre para oscilar ao longo do tempo. Mas, nesse caso, explicaríamos tudo e não saberíamos nada. Queremos uma teoria que preveja como os níveis de endividamento variam entre as empresas e ao longo do tempo. (...) Os níveis de endividamento variam amplamente em empresas aparentemente similares. Ou as empresas desviam de sua meta por períodos prolongados ou as metas em si dependem de fatores ainda não reconhecidos ou entendidos”).

⁷ “Issue debt when investors undervalue the firm, and equity, or some other risky security, when they overvalue it” (MYERS, 1984, pp. 585, em tradução livre: “emitir dívida quando investidores subestimam o valor da empresa e emitir ação, ou outro valor mobiliário arriscado, quando investidores superestimam o valor da empresa”).

⁸ Na mesma linha, KORAJCZYK & LEVY (2002) indicam que empresas com maior disponibilidade de recursos e facilidade de captação definem a dinâmica de sua estrutura de capital de modo distinto àquelas mais restritas financeiramente. As decisões de financiamento das primeiras são mais sensíveis a variações de condições macroeconômicas que as das últimas, de modo que, se a disponibilidade de caixa e o acesso a recursos é maior, há margem para aguardar o melhor momento para uma operação de financiamento, até que os “timings” da companhia e do mercado coincidam. Os autores indicam assim correspondências com a *Pecking Order Theory* dada a relativa prioridade concebida ao autofinanciamento. Numa emissão de ações, por exemplo, é possível que a empresa espere a cotação de suas ações alcançar o nível necessário para maximizar e tornar a operação a mais eficiente possível. O mesmo para a recompra de títulos previamente emitidos ou emissão de novas dívidas. Assim, o perfil de alavancagem dessas empresas segue uma tendência contra-cíclica do mercado, enquanto que a estrutura de capital das companhias com menor acesso a recursos tende a seguir comportamento cíclico. Nas palavras dos próprios autores, empresas em situação financeira menos favorável, precisando de recursos, não teriam alternativa, senão acompanhar bons momentos do mercado para adquirir recursos em melhores condições: “Our results support arguments that, at the issue-

No caso dos títulos de dívidas, por sua vez, o risco envolvido no papel é menor, tendo em vista sua senioridade em relação ao “equity”. Assim, agentes externos estão menos expostos a erros na avaliação da empresa e o desconto na precificação aplicado pelo mercado é, portanto, menor, principalmente para firmas com bons “ratings” de crédito. Trata-se, então, de um bom incentivo a priorizar recursos internos e dívidas em detrimento da emissão de títulos mais arriscados, como valores mobiliários conversíveis e ações.

Como indicam FRANK & GOYAL (2007), a *Pecking Order Theory* prevê (i) relação positiva entre endividamento e oportunidades de crescimento das companhias, afinal, companhias nessa situação são normalmente menos maduras e sua probabilidade de déficit de financiamento é mais elevada; (ii) relação negativa entre endividamento e lucratividade; (iii) e uma relação dúbia entre alavancagem e tamanho da empresa, diversificação de suas receitas, boa reputação e estágio de desenvolvimento: de um lado, empresas em níveis elevados nesses critérios podem emitir “equity” com baixo risco, preferindo esta modalidade em detrimento de dívidas; e, de outro, tendo em vista o porte da empresa, maior também a assimetria informacional e, portanto, menor incentivo ao financiamento de terceiros por meio da emissão de ações, preferindo-se a captação por meio de dívidas.

TITMAN & WESSELS (1988), confirmando aspectos da *Pecking Order Theory*, apontam que empresas mais rentáveis apresentam endividamento, tanto de curto quanto de longo prazos, relativamente menor em comparação com o uso de capital próprio. O mesmo ocorre para companhias com maior grau de especialização. Aplicando a metodologia proposta por TITMAN & WESSELS (1988) em empresas brasileiras, PEROBELLI & FAMÁ (2002) confirmam tais conclusões, demonstrando que empresas maiores, empresas em crescimento e empresas lucrativas são menos propensas a endividamento de curto prazo.

LEAL & GOMES (2000), por sua vez, estudam 144 companhias brasileiras que tiveram suas ações negociadas em bolsa entre 1995 e 1997. Empresas mais rentáveis ou com menor proporção de ativos fixos demonstraram-se menos endividadas. Companhias com maiores oportunidades de crescimento também apresentaram menor alavancagem, enquanto empresas de menor tamanho evidenciaram maior nível de endividamento. LEAL

choice stage, firms consider how far they are from their target leverage as well as the marginal costs associated with issuing one security over another. In particular, it seems that unconstrained firms are able to time their issues to periods when the relative pricing of the asset is favorable. (...) Meanwhile, we find much less evidence of macroeconomic timing on the part of constrained firms. The results indicate that constrained firms deviate from their target by less and their issue choices are much more sensitive to deviations from their target (...) In short, it seems constrained firms take what they can get” (pp. 106).

& GOMES (2000) indicam também restrição de recursos domésticos de longo prazo a baixo custo, justificando, assim, a concentração do passivo de empresas menores no curto prazo.

PEROBELLI & FAMÁ (2003) expandiram a análise para México, Argentina e Chile: nos três países foi encontrada relação negativa entre grau de endividamento de curto prazo e o fator lucratividade, enquanto que no México e no Chile também ficou evidenciada a relação positiva entre tamanho da companhia e seu endividamento de longo prazo, deduzindo-se que, quanto maior o volume de ativos suscetíveis de serem oferecidos em garantia e de serem liquidados em caso de falência ou planos de reestruturação (reduzindo, portanto, riscos na perspectiva do credor), maior sua propensão ao endividamento.

BOOTH *et al.* (2001) comparam companhias com ações negociadas em bolsa em 10 países emergentes no que diz respeito a fatores internos às empresas que determinam sua estrutura de capital (chamados de “firm-specific”, como, por exemplo, tamanho da empresa, lucratividade, quantidade de ativos tangíveis em seu balanço, volatilidade das receitas e oportunidades de crescimento), entre 1980 e 1990. Os autores demonstram que tais elementos são os mesmos e afetam da mesma forma corporações de países desenvolvidos, sendo influenciados pelos fatores macro e institucionais próprios de cada país (“country-specific”), como crescimento do PIB, nível de inflação, desenvolvimento do mercado de capitais, corrupção e proteção ao investidor e ao credor⁹. Evidencia-se (i) que a rentabilidade das empresas é inversamente proporcional ao nível de alavancagem, indicando a preferência pelo uso de recursos internos, nos termos da *Pecking Order Theory*, e (ii) que, quanto maior a proporção de ativos tangíveis em seu balanço, maior também a proporção de passivos de longo prazo, mas menor o volume geral de endividamento. BOOTH *et al.* (2001) mencionam o Brasil como um exemplo de economia na qual agentes de mercado enfrentam dificuldades em obter financiamento de longo prazo, em comparação com empresas de países desenvolvidos.

Na mesma linha, DE JONG & KABIR & NGUYEN (2007) ampliou o estudo a 42 países e concluiu que empresas maiores, com melhor acesso ao mercado de dívidas e

⁹ “In general, debt ratios in developing countries seem to be affected in the same way and by the same types of variables that are significant in developed countries. However, there are systematic differences in the way these ratios are affected by country factors, such as GDP growth rates, inflation rates, and the development of capital markets” (BOOTH *et al.*, 2001, pp. 118, em tradução livre: “em geral, níveis de endividamento em países em desenvolvimento parecem ser afetados da mesma forma e pelos mesmos tipos de variáveis que são significativas em países desenvolvidos. Entretanto, há diferenças sistemáticas na forma como esses níveis são afetados por fatores ligados aos países em si, como taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação e o desenvolvimento do mercado de capitais”).

fluxos de caixa estáveis e diversificados, tendem a apresentar maior endividamento de longo prazo. O mesmo se aplica para empresas com mais ativos tangíveis, passíveis de servirem como garantia para operações de crédito e de serem vendidos em caso de insolvência, reduzindo custos de falência, assimetria informacional e custos de agência. Além disso, demonstra-se que rentabilidade mantém relação negativa com esse nível de endividamento para a maioria dos países, seguindo a lógica da *Pecking Order Theory*.

Já PSILLAKI & DASKALAKIS (2008), apesar de também reconhecerem a relevância dos fatores macroeconômicos e institucionais de cada economia, constatam que fatores internos às companhias exercem função de maior relevância em sua estrutura de capital. Os autores estudam pequenas e médias empresas (“SME” na sigla em inglês) da Grécia, França, Itália e Portugal, e, em linha com BOOTH *et al.* (2001) e com FRANK & GOYAL (2007), concluem também que os principais determinantes são variáveis “firm-specific”, como tamanho (relação positiva com endividamento¹⁰), proporção de ativos tangíveis (relação negativa), rentabilidade (negativa¹¹) e risco (também negativa¹²), que, apesar de apresentarem o mesmo tipo de influência nos quatro países, prevalecem sobre os fatores “country-specific” para explicar as diferentes estruturas de capital identificadas.

¹⁰ Em linha com TITMAN & WESSELS (1988); OZKAN, A. (2001). “Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data”. *In: Journal of Business Finance and Accounting*. v. 28 (1 & 2), jan./mar., pp. 175-199; GAUD, P. & JANI, E. & HOESLI, M. & BENDER, A. (2005). “The capital structure of swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data”. *In: European Financial Management*. v. 11 (1), pp. 51-69; e SOGORB-MIRA, F. (2005). “How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel”. *In: Small Business Economics*. v. 25 (5), dez., pp. 447-457.

¹¹ Em linha com HARRIS, M. & RAVIV, A. (1991). “The theory of capital structure”. *In: The Journal of Finance*. v. 46, 297-355; RAJAN R. & ZINGALES, L. (1995). “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”. *In: Journal of Finance*. v. 50, pp. 1421-1460; OZKAN, A. (2001). “Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data”. *In: Journal of Business Finance and Accounting*. v. 28 (1 & 2), jan./mar., pp. 175-199; GAUD, P. & JANI, E. & HOESLI, M. & BENDER, A. (2005). “The capital structure of swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data”. *In: European Financial Management*. v. 11 (1), pp. 51-69, para companhias de grande porte; e VAN DER WIJST, D. & THURIK, R. (1993). “Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data”. *In: Small Business Economics*. v. 5, pp. 55-65; HALL, G. & HUTCHINSON, P. & MICHAELAS, N. (2004). “Determinants of the capital structure of European SMEs”. *In: Journal of Business Finance and Accounting*. v. 31 (5), jun./jul., pp. 711-728; SOGORB-MIRA, F. (2005). “How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel”. *In: Small Business Economics*. v. 25 (5), dez., pp. 447-457; e SERRASQUEIRO, Z. & ARMADA, M. & NUNES, M.P. (2011). “Pecking Order Theory Versus Trade-Off Theory: Are Service SMEs’ Capital Structure Decisions Different?”. *In: Service Business*. v. 5, n. 4, pp. 381-409, para SMEs. Ainda em SMEs, vide LA ROCCA, M. & LA ROCCA, T. & CARIOLA, A. (2011): “Capital Structure Decisions During a Firms Life Cycle”. *In: Small Business Economics*. v. 37, pp. 107-130.

¹² Em linha com MARSH, P. (1982). “The choice between equity and debt: An empirical study”. *In: The Journal of Finance*. v. 37, 121-144; e OZKAN, A. (2001). “Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data”. *In: Journal of Business Finance and Accounting*. v. 28 (1 & 2), jan./mar., pp. 175-199.

Para os autores (pp. 326), SME são bons exemplos de estrutura de capital organizada nos termos da *Pecking Order Theory*.

Enfim, é claro que esta teoria não chega a explicar todas e quaisquer decisões de financiamento. Dificilmente uma formulação teórica atingirá este objetivo. Como ensina MYERS (1984, pp. 582), “há diversos exemplos de empresas que emitem ações quando poderiam emitir dívida com grau de investimento. Mas, de modo agregado, a forte dependência de financiamento interno e dívida é clara”¹³. Quase vinte anos depois, MYERS (2001, pp. 99) continua a alertar seus leitores que “nenhuma teoria apresenta uma explicação geral sobre estratégias de financiamento (...) [um fato ou] uma constatação estatística pode ser coerente com duas teorias de estrutura de capital distintas”¹⁴. Ou seja, a *Pecking Order Theory*, ao se basear na assimetria entre agentes internos e agentes externos, corresponde a uma das principais correntes teóricas para explicar a tomada de decisões de financiamento por administradores, mas não a única e nem se pode afirmar que seja a mais adequada a todos os casos.

1.3. *Trade-Off Model* (ou *Target Model*)

O *Trade-Off Model*, por sua vez, busca examinar a estrutura de capital ótima de uma instituição considerando, de uma lado, benefícios e, de outro, custos marginais do endividamento. Formulado por Merton Miller e publicado pela primeira vez em MILLER (1977), este modelo sugere que a estrutura ótima de capital é aquela na qual as vantagens da alavancagem, como benefícios fiscais e liquidez imediata ao caixa, são maximizadas e, os custos, como, por exemplo, o de falência e o de agência, são mantidos nos níveis mais baixos.

Seguindo a lógica trazida em MODIGLIANI & MILLER (1963), e em linha com os estudos realizados por GLEN & PINTO (1994) e BARROS & SILVEIRA & FAMÁ (2005) para empresas estadunidenses e latino-americanas, o *Trade-Off Model* indica que as companhias se alavancam com a finalidade de aproveitar ao máximo o benefício fiscal e

¹³ Tradução livre de: “of course, the pecking order hypothesis can be quickly rejected if we require it to explain everything. There are plenty of examples of firms issuing stock when they could issue investment-grade debt. But when one looks at aggregates, the heavy reliance on internal finance and debt is clear”.

¹⁴ Tradução livre de: “yet none of the theories gives a general explanation of financing strategy (...) the researcher may find statistical results “consistent with” two theories because each works for a subsample”.

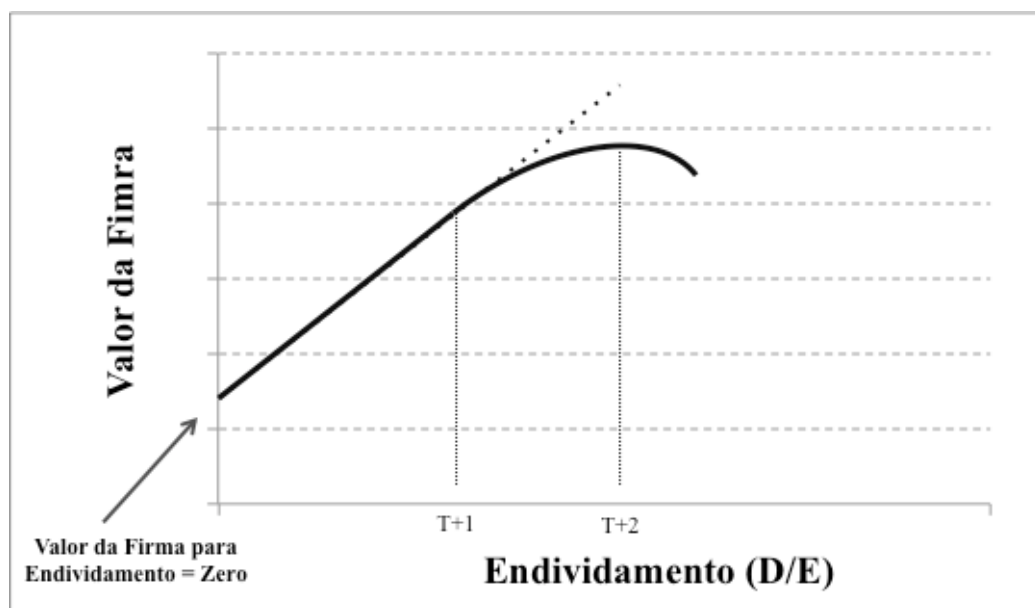
outros aspectos positivos resultantes do endividamento, como a aquisição de liquidez imediata e a possibilidade de realizar investimentos que necessitam de recursos superiores ao caixa preexistente. No entanto, este processo seria interrompido no momento em que os custos ligados ao capital de terceiros superassem os ganhos, levando ao aumento excessivo da probabilidade de inadimplemento e, assim, à elevação do custo de capital junto a terceiros. Dessa forma, agravada a assimetria entre a administração da companhia e seus financiadores, a captação de dívidas se encareceria e esta troca (“trade-off”) não mais se justificaria.

Como indica MYERS (2001), “custos de falência” incluem, além daqueles intrínsecos à falência e à reestruturação da empresa, também os ligados ao conflito de agência oriundo das incertezas acerca da qualidade de crédito da tomadora. Para ilustrar esse desalinhamento de interesses entre, de um lado, administradores e investidores e, de outro, credores, pode-se pensar no incentivo que os primeiros possuem em realizar investimentos mais arriscados para recuperar perdas ou em endividar ainda mais a companhia para que novos recursos sejam retirados da firma em direção aos investidores, em detrimento dos credores. Outro exemplo é a prática por parte dos administradores de (re-)investirem na empresa menos recursos do que o necessário (o chamado “underinvestment”), de modo a preservar caixa que seria utilizado na atividade da companhia e canalizá-lo aos acionistas, também em detrimento de credores. Ou seja, trata-se de condutas que, em situação de estresse econômico ou financeiro seriam prejudiciais aos credores e que são, portanto, incorporadas no conceito de “custos de falência”. O conflito de agência será analisado em mais detalhes na seção correspondente.

Para identificar o ponto ótimo de equilíbrio entre dívidas e capital proprietário, deve-se levar em consideração aspectos como o tamanho da companhia, o seu setor de atuação, a proporção de ativos tangíveis em seu balanço, o sistema jurídico aplicável, o tratamento tributário das dívidas, entre outros (FERRAN & CHAN HO, 2014). Nessa linha, para ilustrar a lógica do *Trade-Off Model*, HALE (2007) estuda dados de mercados emergentes e conclui que, num primeiro momento, em que empresas apresentam alto risco de crédito, instituições financeiras apenas lhes emprestam recursos mediante altas taxas de juros (de modo a cobrir custos de monitoramento e operacionais, potencial inadimplemento, riscos de mercado, assimetria informacional etc.), restando às corporações, como alternativa, emitir títulos de dívida de alto risco, que oferecem altos retornos àqueles que os adquirirem (chamados “high-yield” ou, até mesmo, “junk”). Em seguida, com o desenvolvimento da empresa, a melhoria do contexto econômico em que

ela está inserida e melhores avaliações de risco pelo mercado, os custos de empréstimos bancários passam a ser mais vantajosos e, assim, as corporações começam a se financiar diretamente junto a bancos. Por fim, num último estágio, após o perfil de crédito ter melhorado ainda mais e após verificada estabilidade política e econômica do respectivo mercado, as empresas retornam ao financiamento por meio da emissão de títulos de dívidas, mas, dessa vez, sob a classificação de “grau de investimento” (“investment-grade”), pois seus custos voltam a ser inferiores àqueles dos empréstimos bancários. A escolha feita entre emissão de títulos de dívidas e endividamento tradicional trataria-se, portanto, de uma decisão a partir dos custos envolvidos, variando em função do risco de crédito avaliado pelo credor em cada uma das alternativas de financiamento. O gráfico abaixo reproduz a teoria:

Trade-Off Model



Fonte: DEL GIGLIO (2008).

A representação demonstra que, até o momento “T+1”, o nível de alavancagem “D/E” é tão reduzido que os custos ligados, por exemplo, ao risco de falência são praticamente irrelevantes: o incentivo à contratação de novas dívidas é crescente, tendo em vista o pleno benefício fiscal, e as outras vantagens já mencionadas. Por outro lado, entre os pontos “T+1” e “T+2”, os riscos começam a ganhar relevância e a prejudicar as vantagens, antes quase absolutas. Como os benefícios gerados pelo endividamento ainda superam os custos, “D/E” continua a crescer, mas, agora, a taxas cada vez menores ao longo do tempo. Por fim, a partir do momento “T+2”, os custos resultantes do aumento da

alavancagem excedem seus benefícios e a contratação de ainda mais dívidas passará a reduzir o valor da empresa – sua avaliação pelo mercado piora, o que é refletido, por exemplo, em seus “ratings” de crédito. Um exemplo desse fenômeno ocorreu em maio de 2014, quando a agência de “ratings” Standard & Poor’s alterou para negativa a perspectiva da classificação de risco da Klabin S.A. justamente para refletir o aumento de seu endividamento. Conforme o boletim divulgado:

A alteração da perspectiva reflete a maior probabilidade de um rebaixamento nos ratings à medida que a empresa executa seu ambicioso projeto, PUMA, o qual aumentará os níveis de endividamento significativamente, levando a dívida sobre EBITDA para mais de 5x em 2014 e 2015. Isso resulta do uso acima do esperado de dívida para financiar o projeto, o que pode deteriorar as métricas de crédito para níveis não compatíveis com a nossa atual avaliação do perfil de risco financeiro da empresa como “significativo” (STANDARD & POOR’S, 2014, pp. 1).

A partir desse ponto “T+2”, então, não há mais incentivos à arrecadação via capital de terceiros. Este ponto corresponde, por isso, à estrutura ótima de capital que empresas devem buscar em seu planejamento financeiro. Este é o momento no qual a combinação entre capital próprio e capital de terceiros é a ideal, pois o valor da empresa é maximizado.

Pelo *Trade-Off Model*, deve-se esperar relação negativa entre oportunidades de crescimento, que envolvem risco, e níveis de endividamento. Como ensinam MYERS & MAJLUF (1984), e confirmam GOMES & LEAL (2000), companhias com ativos tangíveis com valor de mercado reduzem custos decorrentes da assimetria de informações e, assim, aumentam a capacidade de alavancagem. GOMES & LEAL (2000) também lembram que, para empresas com alto custo de captação, há um incentivo para que o endividamento seja mantido em níveis relativamente baixos – apesar de não ser consenso na literatura, seus estudos demonstrariam uma espécie de “reserva de balanço” para oportunidades que eventualmente apareçam à companhia.

BRADLEY & JARELL & KIM (1984), por sua vez, além de confirmarem o impacto dos custos de inadimplemento e de falência nos termos do *Trade-Off Model*, demonstram também fortes influências entre setores de atuação das companhias nos respectivos graus de endividamento e também concluem que o nível ótimo de alavancagem de uma empresa é inversamente relacionado (i) à volatilidade de sua receita (em especial se custos ligados à liquidação e à reestruturação de passivos são altos) e (ii) à existência de

outros benefícios fiscais que não os gerados por endividamento (como créditos tributários, amortização e depreciação de ativos)¹⁵.

A mesma teoria dos custos de falência também sugere que empresas maiores, e mais diversificadas, teriam menor probabilidade de insolvência e, portanto, deveriam apresentar maior alavancagem em relação a firmas de menor porte. Estudos como PSILLAKI & DASKALAKIS (2008), BOOTH *et al.* (2001), BRITO & CORRAR & BATISTELLA (2007) e DE JONG, KABIR & NGUYEN (2007) confirmam esta indicação, enquanto GOMES & LEAL (2000) e TITMAN & WESSELS (1988) apresentam resultados conflitantes com esse desdobramento da teoria.

Ademais, em linha com FRANK & GOYAL (2007), vale destacar que, seja o ponto ótimo de endividamento determinado pelo *Trade-Off Model* ou por qualquer outra metodologia de análise, é também admitido pela literatura que este nível de alavancagem seja dinâmico, isto é, que ele varie em função do momento da empresa e de seu contexto próprio. Assim, combinações entre a rentabilidade da companhia, regime de tributação, custos de transação, gestão da empresa, entre outros, podem fazer com que a empresa mude a forma como sua estrutura de capital está organizada, resultando, portanto, num novo ponto ótimo, rebalanceando-o e adaptando-o para o novo momento. Ajustes na estrutura de capital podem ser feitos por meio da contratação de novas dívidas / emissão de títulos de dívida com condições mais favoráveis ou por meio da quitação de dívidas existentes.

Outra forma de balancear a estrutura de capital das empresas é pelo aumento de capital social por parte dos sócios, como pela emissão de novas ações no contexto de um IPO (“initial public offering”, em inglês). Ao ofertar ações no âmbito do mercado de capitais, companhias fazem uso de um instrumento de capitalização permanente de

¹⁵ “We show that optimal firm leverage is related inversely to expected costs of financial distress and to the (exogenously set) amount of non-debt tax shields. A simulation analysis demonstrates that if costs of financial distress are significant, optimal firm leverage is related inversely to the variability of firm earnings”. “Several important results emerge. First, there exist strong industry influences across these firm leverage ratios. The cross-sectional regressions on industry dummy variables explain 54% of variation in firm leverage ratios” (BRADLEY & JARELL & KIM, 1984, pp. 876, em tradução livre: “nós demonstramos que o nível ótimo de alavancagem de uma empresa é inversamente relacionado com (i) os custos estimados em caso de dificuldades financeiras e com (ii) a quantidade de benefícios fiscais que não sejam relacionados a dívidas (dados exógenos). A análise das simulações demonstra que, caso os custos estimados em caso de dificuldades financeiras sejam significantes, o nível ótimo de alavancagem da empresa é inversamente relacionado com a variação das receitas da empresa”. “Vários resultados importantes emergem da análise. Em primeiro lugar, existe forte influência do setor de atuação da empresa sobre os níveis de alavancagem. As regressões ‘cross-section’ nas variáveis ‘dummy’ de setor explicam 54% da variação dos níveis de alavancagem da empresa”).

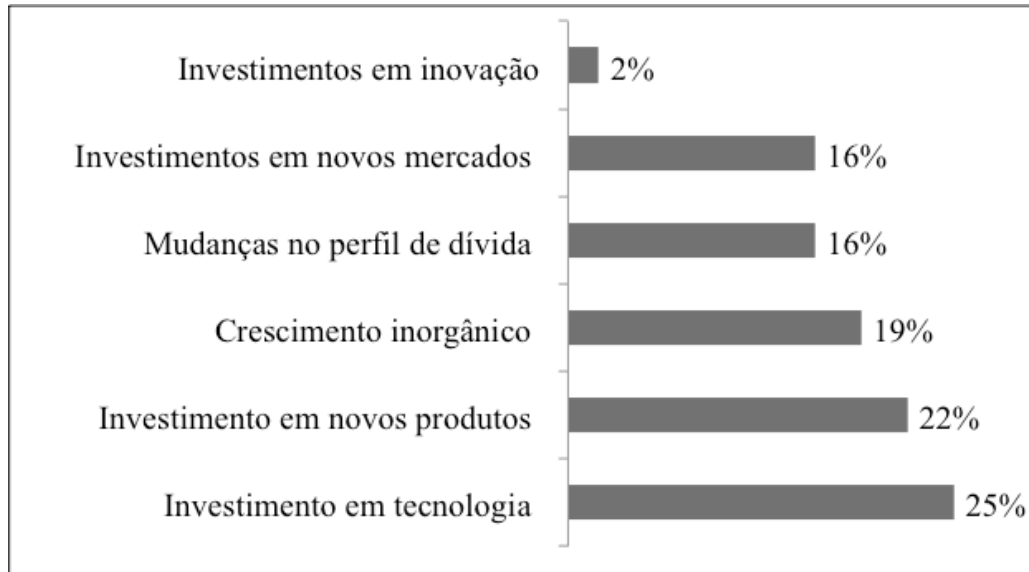
recursos. O resultado, portanto, é o de reduzir o risco de crédito para as companhias, como já adiantava BAXTER (1967), ao estudar o aumento do custo de falência das empresas resultante do endividamento elevado. Nesse sentido, vale também mencionar a visão de RUDGE & CAVALCANTE & MISUMI (2009, pp. 166), segundo os quais a emissão de ações possibilita, de certa forma, “aumento na capacidade de endividamento” por parte da companhia.

Segundo BRAU (2010), empresas abrem seu capital visando um ou mais dos seguintes objetivos:

- (i) Redução dos custos de capital, também entendido como a busca pela estrutura de capital ótima;
- (ii) Superação de restrições de crédito, de forma a aumentar poder de barganha junto a instituições financeiras;
- (iii) Redução de assimetria informacional, na linha da *Pecking Order Theory*;
- (iv) Criação de uma janela de saída para acionistas e investidores que buscam realizar seus ganhos;
- (v) Fixação de preço de mercado, visando futura venda da companhia;
- (vi) Criação de liquidez para ações da companhia, que podem ser utilizadas como moeda de troca em aquisições e remuneração de trabalhadores;
- (vii) Melhora de reputação, busca por publicidade da companhia e para atrair a atenção do mercado;
- (viii) Fazer com que a companhia seja acompanhada por analistas de mercado, aumentando seu monitoramento por parte de especialistas; e
- (ix) Aproveitar janelas de oportunidade (“market timing”) e acompanhar empresas do mesmo setor que já possuam ações negociadas em mercado ou que busquem abrir capital.

Ainda, em estudo recente, DELOITTE TOUCHE TOHMATSU (2013) indica que 16% das aberturas de capital tem como objetivo alterar o perfil da dívida do emissor das ações:

Principal destino para os recursos captados em IPOs



Fonte: DELOITTE TOUCHE TOHMATSU (2013).

Trata-se, portanto, de uma forma de ampliar a base de captação de recursos financeiros e o potencial de crescimento das companhias reduzindo a vulnerabilidade econômica e pulverizando riscos do negócio com novos sócios, pois recursos obtidos na venda de ações passam a fazer parte do capital social da sociedade emissora – tais investimentos não têm prazo de amortização ou resgate e, diferentemente do que ocorre em emissão de dívidas, são permanentes e não exigem um rendimento ou remuneração pré-estabelecida: o retorno dos investidores depende do desempenho da companhia. Assim, CHISHOLM (2002) indica que se, por um lado, capital próprio normalmente exige maior remuneração por parte dos acionistas em comparação com o retorno exigido por demais credores no caso de dívidas diretas, por outro, caso a empresa passe por dificuldades, é possível reduzir o valor de dividendos, bônus ou outras quantias a serem pagas a acionistas. A remuneração ao detentor do valor mobiliário é, então, mais flexível.

PAGANO & ROËL (1998) afirmam que o rebalanceamento da estrutura de capital corresponde a uma das principais motivações das companhias ao realizar seu IPO. PAGANO & PANETTA & ZINGALES (1998), ao analisar um total de 2.181 empresas italianas (que, em sua opinião, se assemelham a companhias de outros países da Europa continental), entre 1982 e 1992, confirmam que a diversificação das fontes de financiamento, resultando no distanciamento de bancos ou de “venture capitalists”, corresponde ao principal benefício vislumbrado pelas empresas ao lançar ações no mercado. Ao mesmo tempo, demonstra-se que IPOs resultam em (i) aumento do poder de

barganha com instituições financeiras, em função do acesso direto ao mercado de capitais, e (ii) aumento de transparência ao mercado em geral, implicando diminuição de custos de crédito junto a instituições financeiras e de custos de falência¹⁶.

1.4. Teoria dos custos de agência

Apesar de o *Trade-Off Model* e de a *Pecking Order Theory* apresentarem argumentos lógicos e razoáveis, essas teorias não esgotam todas as situações presentes em casos concretos – longe disso: EID JUNIOR (1996), a partir de consultas feitas a 161 empresas, revela que 47% delas não segue nenhuma dessas 2 teorias; suas escolhas de financiamento são feitas segundo critérios oportunistas, captando recursos que forem economicamente proveitosos no momento específico, sem preocupações ligadas à sua estrutura de capital. Na mesma linha, segundo FRANK & GOYAL (2007), apenas 44% dos CFOs possuem um nível ótimo de alavancagem, enquanto 34% possuem uma meta flexível e 19% não possuem qualquer alvo nesse sentido. É verdade que os principais critérios apontados ao definir a estrutura de capital são flexibilidade financeira, importância de uma boa nota de classificação de risco, estabilidade de receitas e o benefício tributário das dívidas. Porém, seus estudos indicam que, na prática, cada companhia tem sua própria estratégia, segundo o estágio de crescimento em que se encontra: empresas privadas (i.e. sem ações negociadas em bolsa de valores) priorizam o uso de lucros acumulados e o endividamento direto; empresas de pequeno porte com capital aberto utilizam-se da oferta de novas ações junto a investidores externos; e empresas de grande

¹⁶ “There are at least three (possibly complementary) reasons why rates may fall after an IPO. First, upon listing, companies may become safer borrowers because they reduce their leverage, as shown in Table IV. Second, more information becomes publicly available about them, so that lenders spend less to collect information about their creditworthiness. Because by its very nature this information cannot be appropriated by any lender, banking competition will ensure that the lower information costs are rebated to borrowers in the form of lower interest rates. Third, being listed on the stock market offers to the company an outside financing option that curtails the bargaining power of banks” (PAGANO & PANETTA & ZINGALES, 1998, pp. 54, em tradução livre: “há ao menos três (possivelmente complementares) razões do porquê de as taxas de juros caírem após um IPO. Primeiro, ao se tornarem listadas, as companhias podem se converter em tomadores de risco mais baixo, pois elas reduzem sua alavancagem, como demonstrado na Tabela IV. Segundo, mais informações são tornadas públicas sobre essas companhias, de modo que credores passam a ter acesso à situação de crédito dessas empresas a um custo menor. Tendo em vista que, por natureza, essas informações não ficam restritas a apenas um credor, todo o mercado bancário fará com que tais custos baixos de informação sejam incorporados aos tomadores na forma de juros mais baixos. Terceiro, o fato de ser listada em bolsa de valores proporciona à companhia uma fonte de financiamento externa, que reduz o poder de barganha dos bancos”).

porte com capital aberto lançam mão primeiramente de lucros acumulados e da emissão de títulos de dívida ao mercado de capitais.

Outros estudos demonstram que decisões ligadas a estruturas de capital também são influenciadas por janelas de oportunidade (“market timing”). BRAU & FAWCETT (2006, pp. 410), em rodada de questionários a CFOs, apontam que “condições gerais de mercado” e “condições do setor” correspondem a fatores que ditam o ritmo de um possível IPO, na opinião de 83% e 70% deles, respectivamente. RITTER (1991) e PAGANO & PANETTA & ZINGALES (1998), por sua vez, demonstram que empresários e administradores aproveitam-se de mercados acionários em alta para proceder com a abertura de capital e maximizar sua arrecadação. Já RAJAN & SERVAES (2003), em linha com FERRAN & CHAN HO (2014), indicam que empresas conduzem IPOs em momentos em que seu setor de atuação está superavaliado em comparação com o restante do mercado, confirmando a janela de oportunidade.

Para tornar ainda mais desafiadora a discussão em torno do quê influencia a estrutura de capital de companhias, há também trabalhos acadêmicos que indicam determinantes comportamentais. LOWRY & SCHWERT (2002), por exemplo, sugerem o chamado “efeito manada” em IPOs, pelo qual a oferta inicial de ações por uma empresa incentiva as demais a também abrirem seu capital. FRANK & GOYAL (2007) concluem que empresas que contam com CEOs (“chief executive officer”, em inglês) autoconfiantes possuem níveis de alavancagem mais altos e menos “equity” em seu balanço¹⁷.

Afinal, o que baliza, então, as decisões de financiamento por parte das empresas?

Há alguma outra teoria relevante que explica sua estrutura de capital?

Para JENSEN & MECKLING (1976), tais escolhas resultam dos conflitos e dos custos de agência existentes entre credores, administradores, acionistas controladores e minoritários. Os autores definem a relação de agência como aquela em que uma ou mais pessoas (chamada(s) “principal(is)”) outorga(m) poderes a outra(s) (chamado(s) “agente(s)”) para que esta(s) desempenhe(m) serviços em seu nome¹⁸. A definição, no entanto, é bastante abrangente, englobando não apenas relações de mandato e de

¹⁷ Vide MALMENDIER, U. & TATE, G. A. & YAN, J (2005). “Corporate financial policies with overconfident managers”. Working Paper, Stanford University and University of Pennsylvania.

¹⁸ Tradução livre de: “we define an agency relationship as a contract under which one of more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent” (pp. 5).

investidura de administradores no âmbito de sociedades, como também toda e qualquer situação em que a propriedade (“ownership”) é separada do controle sobre a tomada de decisão (“control”), incluindo, por exemplo, o caso de controladores e minoritários, característico de economias com alta concentração acionária, como a brasileira, como será evidenciado no Capítulo 3: ambos são proprietários da empresa, mas o poder de decisão dos primeiros é significativamente maior que o dos últimos.

Os conflitos entre agente e principal são oriundos da premissa de que ambos buscam maximizar seus benefícios, atuando de acordo com seus próprios interesses, que podem ser divergentes. Para combater esse conflito de agência, e incentivar o agente a atuar de forma ótima, em equilíbrio e em respeito à atribuição recebida, o principal pode implementar mecanismos como, por exemplo, restrições formais à atividade do agente, limitações de orçamento, procedimentos internos, processos de monitoramento, auditorias, programas de remuneração financeira e não-financeira, entre outros. Os custos pecuniários e não-pecuniários ligados (i) à elaboração, instauração, efetivação e manutenção de tais mecanismos por parte do principal, (ii) às condutas do agente para garantir que sua atividade está em linha com suas atribuições e para se precaver de eventual responsabilização e (iii) às perdas resultantes da impossibilidade de alinhamento absoluto entre principal e agente correspondem aos chamados “custos de agência”.

Para ilustrar a teoria, JENSEN & MECKLING (1976) partem do exemplo de uma empresa que tenha como administrador seu único sócio¹⁹. Nesse caso, todas as decisões tomadas por este sócio-administrador visam maximizar resultados à sociedade e a ele mesmo, não apenas sob a perspectiva pecuniária, mas também sob a não-pecuniária, como no que tange a relacionamentos pessoais, localização e estética das instalações, perfil dos trabalhadores, tecnologia adquirida que possa ser também utilizada para fins pessoais etc. (“private benefits”). O sócio-administrador buscará o equilíbrio ótimo entre todos esses benefícios.

Por outro lado, caso este sócio-administrador admita um novo integrante no quadro societário, a equação de equilíbrio dos benefícios será alterada: para cada benefício não-pecuniário que o administrador receber, ele arcará apenas com uma parcela do custo, e não mais com o custo integral, como ocorria quando ele era o único sócio. Ao mesmo tempo, o administrador não mais participará da integralidade dos ganhos pecuniários gerados por

¹⁹ No caso brasileiro, pode-se pensar, por exemplo, numa empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI, art. 980-A e seguintes do Código Civil de 2002) ou numa sociedade em que um dos sócios detem 99,99% de participação e o outro figura no quadro societário apenas para cumprir exigências legais.

suas atividades. Assim, resgatando a premissa de que agentes buscam maximizar seus próprios interesses, surgem conflitos de agência e respectivos custos, pois o sócio-administrador buscará manter toda a utilidade que detinha antes da entrada do novo sócio, tendendo a aumentar seus benefícios não-pecuniários em detrimento desse outro sócio, que arcará com parte dos custos²⁰. Este, por sua vez, antecipando tal comportamento pelo sócio-administrador, incluirá os custos no cálculo do valor pago pela aquisição de sua participação, aplicando os descontos que considerar adequados, de modo a não prejudicar a rentabilidade de seu investimento. Nas palavras dos autores: “prospective minority shareholders will realize that the owner-manager’s interests will diverge somewhat from theirs; hence the price which they will pay for shares will reflect the monitoring costs and the effect of the divergence between the manager’s interest and theirs” (pp. 11)²¹.

A partir da explicação acima, JENSEN & MECKLING (1976) traçam duas principais conclusões. A primeira é a de que os conflitos e os custos de agência se agravam à medida que a participação societária do sócio-administrador (propriedade; “ownership”) se distancia do poder decisório (“control”), e, assim, mais descontos são aplicados ao valor de determinada sociedade²². O mesmo ocorre na relação entre acionistas controladores e

²⁰ Sobre formas de mitigar conflitos de agência por meio de estratégias de remuneração de administradores, vide: HART, Oliver & HOLMSTRÖM Bengt (1987). “Theory of Contracts”. *In: Advances in Economic Theory*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 71-155, 1987. BEBCHUK, Lucian & FRIED, Jesse (2003). “Executive Compensation as an Agency Problem”. *In: Journal of Economic Perspectives*. v. 17 (3), pp. 71-92; BERTRAND, Marianne & MULLAINATHAN, Sendhil (2001). “Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are”. *In: Quarterly Journal of Economics*. v. 116 (3), pp. 901-932; BERTRAND, Marianne & MULLAINATHAN, Sendhil (2003). “Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences”. *In: Journal of Political Economy*. v. 111 (5), pp. 1043-1075; FRYDMAN, Carola & JENTER, Dirk (2010). “CEO Compensation”. *In: Annual Review of Financial Economics*. v. 2, pp. 75-102; MURPHY, Kevin (2013). “Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There”. *In: CONSTANTINIDES, George M. & HARRIS, Milton & STULZ, Rene M. (Ed.), Handbook of the Economics of Finance*. v. 2, Part A, Chapter 4, pp. 211-356; BOONE, Audra, FIELD & Laura Casares & KARPOFF, Jonathan M. & RAHEJA, Charu G. (2007). “The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 85 (1), pp. 66-101; GOLDMAN, E. & ROCHOLL, J. & SO, J. (2009). “Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?” *In: Review of Financial Studies*. v. 22, pp. 2331-2360; e LINCK, James & NETTER, Jeffrey & YANG, Tina (2008). “The Determinants of Board Structure”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 87 (2), pp. 308-328.

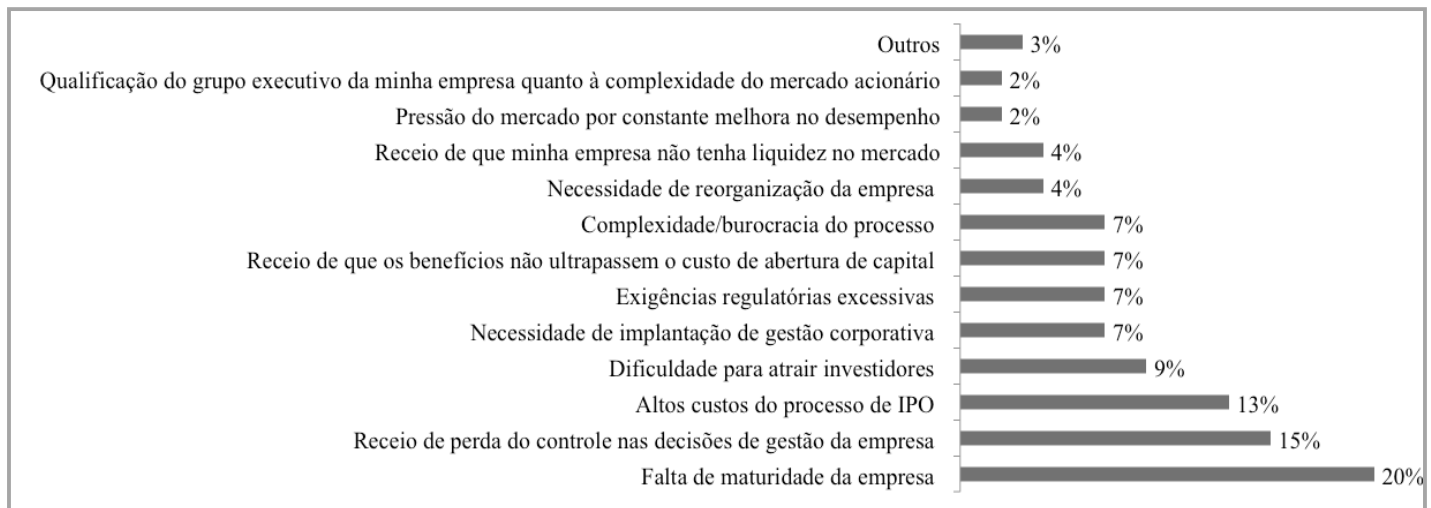
²¹ Em tradução livre: “potenciais sócios minoritários se darão conta de que seus interesses, de certa forma, divergirão dos interesses do sócio-administrador; assim, o preço que eles pagarão pelas respectivas participações refletirá os custos de monitoramento e o efeito de tal divergência de interesses”.

²² “As the owner-manager’s fraction of the equity falls, his fractional claim on the outcomes falls and this will tend to encourage him to appropriate larger amounts of the corporate resources in the form of perquisites. This also makes it desirable for the minority shareholders to expend more resources in monitoring his behavior. Thus, the wealth costs to the owner of obtaining additional cash in the equity markets rise as his fractional ownership falls” (pp. 12, em tradução livre: “à medida que a fração do sócio-administrador no capital social diminui, a fração à qual ele possui direito sobre os resultados também diminui, incentivando-o a se apropriar de porções maiores da estrutura corporativa, na forma de vantagens particulares. Isso também faz com que os sócios minoritários desejem empenhar mais recursos no monitoramento das condutas do sócio-administrador. Assim, os custos de arrecadação junto ao mercado

minoritários, principalmente em mercados de alta concentração, como o do Brasil, na medida em que os primeiros podem determinar os rumos de uma sociedade, cabendo aos últimos acompanhar as decisões – tal problemática está no cerne do caso prático discutido no Capítulo 3.

Essas considerações, inclusive, estão refletidas em recente pesquisa que, a partir de questionários, aponta que 22% dos empresários brasileiros não realizam IPOs por “receio de perda do controle nas decisões de gestão” e/ou por “receio de que os benefícios não ultrapassem o custo de abertura de capital”²³:

Principais motivos que impedem um IPO, na visão dos empresários



Fonte: DELOITTE TOUCHE TOHMATSU (2013).

A segunda principal conclusão é a de que (i) o monitoramento por parte dos investidores, sejam controladores ou minoritários, e (ii) os esforços por parte do agente

acionário aumentam à medida que sua fração no capital social diminui”). Na mesma linha, ZINGALES (1995) demonstra que a abertura de capital permite que o empresário otimize sua participação na companhia, mantendo uma proporção ótima entre direito a fluxos de caixa e benefícios ligados ao controle, para, então, vender sua posição quando as ações estiverem no pico de suas cotações: “by selling cash flow rights to dispersed shareholders and still retaining control, the incumbent succeeds in extracting the surplus which derives from the buyer’s increased cash flow, avoiding the need to bargain over it with the buyer. However, by retaining control, the incumbent succeeds in extracting some of the surplus deriving from the buyer’s larger private benefits in a direct negotiation. (...) It follows that these two components of a company’s value are better sold through two separate mechanisms: cash flow rights should be auctioned off to dispersed shareholders, private benefits of control should be bargained over in a direct negotiation” (pp. 426).

²³ Apesar de os já mencionados GLEN & PINTO (1994) argumentarem que a decisão entre dívidas, capital próprio ou oferta de ações está centrada em questões fiscais, na precificação de riscos e nos retornos de cada uma das alternativas, os autores também destacam outros fatores secundários, como custos operacionais, transparência e pulverização de controle (principalmente em países emergentes, em que a administração familiar é bastante presente): quanto mais a companhia estiver disposta a conviver com estas questões, mais ela tenderá ao “equity”; enquanto que a reticência a tais elementos acaba por resultar em decisões de financiamento ligadas a “debt”. Tem-se, portanto, alguns elementos da teoria de conflitos de agência influenciando as decisões de financiamento.

para garantir que suas atribuições estejam sendo adequadamente desempenhadas têm a finalidade primordial de maximizar o valor da empresa, aproximando-o a patamares próximos daqueles observados caso não houvesse conflitos de agência, de modo a beneficiar agente e principal. Dessa forma, sob o ponto de vista do agente, este tenderá a buscar *menos* benefícios pessoais às custas do principal à medida que investimentos na sociedade, seja na forma de capital social, seja na forma de dívida, resultem em benefícios em quantidade suficientemente satisfatória, tanto na forma de lucros, quanto na forma de aumento do valor da empresa. Quanto mais esses investimentos aumentem a riqueza do agente para além do que ocorreria caso ele fosse o único sócio da empresa e caso ele ainda buscasse benefícios pessoais, mais os conflitos de agência são mitigados²⁴, pois menores os incentivos a expropriar o principal. Isso também se aplica aos controladores e minoritários: os incentivos dos primeiros a agir em prejuízo dos últimos tendem a diminuir à medida que os benefícios ligados ao crescimento e ao desenvolvimento da empresa aumentam.

Os autores deixam claro também que os conflitos de agência estão presentes em todos os tipos de organização em que propriedade e controle estão segregados e variam em função do contexto em que estão inseridos, podendo assumir formas complexas²⁵. O caso

²⁴ “Furthermore, since they [i.e. the agency costs] are borne entirely by the decision maker (in this case the original owner) responsible for creating the relationship he has the incentives to see that they are minimized (because he captures the benefits from their reduction). Furthermore, these agency costs will be incurred only if the benefits to the owner-manager from their creation are great enough to outweigh them” (pp. 32, em tradução livre: “além disso, tendo em vista que eles [i.e. os custos de agência] são suportados inteiramente pela parte que toma das decisões (nesse caso, o proprietário original), responsável por criar o relacionamento, essa parte tem os incentivos de ver tais custos reduzidos (pois ela captura os benefícios de tal redução). Além disso, esses custos de agência incorrerão apenas se superados pelos benefícios deles oriundos ao sócio-administrador”).

²⁵ Vide, por exemplo, o fenômeno de “underpricing”, segundo o qual o preço de emissão de ações mostra-se inferior à precificação feita pelo mercado em seu primeiro dia de negociação. Conflitos de agência e assimetria informacional são evidenciados por RITTER (2011) ao indicar que “underwriters”, em situação semelhante à de oligopólios, buscam maiores “underpricings”, e que emissores estão interessados em serviços atrelados ao “underwriting” (e não na maximização da arrecadação pela emissão em si). Isso decorre das chamadas “Controvérsias CLAS”: Comissões elevadas pagas pelos investidores ao adquirir as ações emitidas; alocação, por parte dos “underwriters”, de ações emitidas a investidores que se comprometem, de antemão, a comprar mais ações após o início das negociações no mercado secundário, resultando em possível elevação de preço no primeiro dia de pregão (“Laddering”, em inglês); recomendações tendenciosas por parte de Analistas de mercado que podem ter remuneração atrelada à elevação de preços dos papéis que cobrem, e que também correspondem a uma forma de “underwriters” conquistarem mandatos de emissão e de os emissores criarem uma boa reputação perante ao mercado; e a prática de disponibilizar ações “underpriced” à conta pessoa física de executivos, visando futuras oportunidades de negócios envolvendo as respectivas empresas e o setor “corporate” do “underwriter” (“Spinning”, em inglês). Outros estudos que explicam o “underpricing” a partir de conflitos de agência e assimetria informacional: ROCK, Kevin (1986). “Why new issues are underpriced”. In: **Journal of Financial Economics**. v. 15, pp. 187-212, 1986; BENVENISTE, Lawrence M. & SPINDT, Paul A. (1989). “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”. In: **Journal of Financial Economics**. v. 24, Issue 2, pp. 343-361, 1989; LOUGHRAN, Tim & RITTER, Jay R. (2002). “Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?”. In: **Review of Financial Studies**. v. 15, pp. 413-443, 2002 (disponível em: <https://www3.nd.edu/~tloughra/moneyonthetable.pdf>. Acesso em 28 de fevereiro de 2017); e EDELEN,

prático estudado no Capítulo 3 explora, justamente, esse conflito entre controladores e não-controladores, característico do mercado brasileiro, e seu impacto na estrutura de capital da empresa escolhida.

Os mecanismos para combater os conflitos de agência também mudam de acordo com a situação específica. Nesse sentido, é preciso considerar aspectos como, por exemplo, perfil do agente, cultura prevalecente no local, características do mercado de trabalho, setor, cobertura da empresa por analistas financeiros (“research”), liquidez das ações em companhias abertas²⁶, nível de regulação do mercado por parte do Estado, entre outros. Quanto a este último, em particular, argumentam JENSEN & MECKLING (1976) que a regulação do mercado, por si só, poderia resultar numa forma de monitoramento às companhias, possibilitando que estas apresentem níveis mais elevados de endividamento em comparação com setores não regulados²⁷.

As mesmas complexidades apresentadas para o caso do sócio-administrador x demais sócios e do controladores x minoritários, também ocorrem na relação entre credores x administradores (ou credores x controlador que possua influência na administração²⁸). Assim, em linha com estudos empíricos mencionados anteriormente, os conflitos de agência entre credores e administradores se manifestam a partir da insegurança por parte dos credores em relação ao destino dos recursos emprestados: quanto menor o capital inicial aportado pelos investidores, ou pior a situação do tomador, maior o incentivo de os valores tomados serem investidos em projetos de alto risco, que podem render altas somas à companhia, mas que também podem apresentar baixa probabilidade de sucesso,

Roger M. & KADLEC, Gregory B (2005). “Issuer surplus and the partial adjustment of IPO prices to public information”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 77, pp. 347-373, 2005.

²⁶ Lembram CASAGRANDE NETO & SOUZA & ROSSI (2010) que a abertura de capital pode viabilizar mudanças no relacionamento com funcionários, o que pode dirimir conflitos de agência. Num ambiente de governança corporativa e de transparência de informações, a gestão profissional das companhias é fortemente incentivada e, em função da liquidez patrimonial, ações ou suas opções podem ser utilizadas como parte da remuneração a funcionários – estes são, então, incentivados a zelar pelo rendimento à longo prazo da empresa em que trabalham. BEDICKS (2009) demonstra que a profissionalização da administração e a implementação de programas de remuneração diferenciada são práticas frequentemente adotadas por companhias que realizam IPO. A autora menciona, por exemplo, o caso da Cremer S.A., mas também poderia-se citar outros exemplos, como o da Gafisa S.A., AMBEV S.A. e muitos outros. HOLMSTRÖM & TIROLE (1993) confirmam que ações negociadas em mercado possibilitam programas de remuneração eficientes para administradores / executivos da companhia aberta, principalmente por corresponderem a uma opinião externa e quantificável à companhia. GRAHAM & HARVEY (2001), por meio de questionários enviados a CFOs nos Estados Unidos, concluíram que, para empresas fechadas, o uso de ações como forma de remuneração seria a principal vantagem do IPO, caso as empresas consultadas abrissem capital.

²⁷ Essa sugestão de JENSEN & MECKLING (1976) não se concretizou no caso prático constante do Capítulo 3, que estuda uma companhia brasileira atuante num dos setores mais regulados no Brasil.

²⁸ A extensão da teoria a essa situação de “credor x controlador que possua influência na administração” não é mencionada expressamente por JENSEN & MECKLING (1976), mas deriva da teoria aqui analisada.

diminuindo a capacidade de pagamento e, portanto, prejudicando os interesses dos credores²⁹. Esta situação também será evidenciada na análise disposta no Capítulo 3.

Por fim, como indica JENSEN (1986), os custos de agência decorrentes do endividamento e arcados pelos administradores podem também forçá-los a utilizar o fluxo de caixa livre (i.e. caixa disponível após pagas todas as obrigações e realizados todos os investimentos previstos na companhia³⁰) de modo eficiente, seja para investir em novos projetos com retorno maior que custo de capital, seja para distribuí-lo aos acionistas na forma de dividendos ou para quitar dívidas, evitando que tais recursos sejam mal empenhados, como em projetos não-rentáveis ou em benefício do agente, na lógica do conflito de agência. Sob essa perspectiva, tem-se no endividamento uma função disciplinadora, que auxilia na redução dos custos de agência: ao estipular parâmetros que limitam a discricionariedade dos administradores no uso dos recursos da empresa, incentiva-se uma gestão mais eficiente, tranquilizando credores e reduzindo o impacto do endividamento sobre o risco de falência.

Em conclusão, segundo JENSEN & MECKLING (1976), portanto, a estrutura de capital de uma companhia é fruto de conflitos de agência e é específica à situação de cada empresa. Ao escolher entre dívidas e/ou “equity”, administradores ponderam entre os custos e os benefícios de cada uma das alternativas, examinando a relação de agência em questão³¹ (i.e. administrador x sócios; controladores x minoritários; credores x

²⁹ Dessa forma, como mencionado ao tratar do *Trade-Off Model*, conflitos de agência também são evidenciados nos “custos de falência”, tendo em vista que uma maior probabilidade de falência aumenta incertezas por parte dos credores em relação às atividades da sociedade. Além disso, tais custos podem também desviar recursos que poderiam ser utilizados para quitar dívidas (ou gerar lucros), fazendo com que credores diminuam a oferta de crédito para determinada empresa. Ambas as situações oriundas de conflitos de agência em relação ao endividamento podem exigir elevados custos de monitoramento por parte do credor e por parte da companhia, não apenas na forma de juros remuneratórios, mas também na forma de outras obrigações, como a prestação de garantias e de avais, a apresentação de demonstrativos financeiros auditados periodicamente, restrições no pagamento de dividendos e a manutenção de múltiplos pré-estabelecidos em balanço, entre outras condições financeiras. Esses custos também englobam a contratação de escritórios de advocacia, de instituições financeiras (ex.: “underwriters” e agentes de custódia) e de agências de “ratings”, a elaboração de publicidade, a realização de eventos visando potenciais investidores, a alocação de tempo por parte de funcionários da própria companhia emissora, o pagamento de taxas cobradas pelas instituições de mercado, como a CVM, entre outros. Tais custos e providências buscam endereçar conflitos de agência existentes e, em última análise, maximizar o valor da empresa. Porém, se sua implementação se mostrar excessivamente custosa, é possível que a oferta de crédito diminua ou até mesmo que a própria empresa busque outra forma de financiamento, pois as condições impostas podem chegar a níveis prejudiciais às suas atividades.

³⁰ Como ensina Aswath Damodaran, em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>. Acesso em 6 de fevereiro de 2017.

³¹ “Thus even though he will bear the agency costs from selling debt, he will find it desirable to incur them to obtain additional capital as long as the marginal wealth increments from the new investments projects are greater than the marginal agency costs of debt, and these agency costs are in turn less than those caused by

administradores; credores x controladores). Dessa ponderação, chega-se idealmente a um equilíbrio ótimo, que minimize conflitos de agência e maximize benefícios da forma mais eficiente possível.

Assim, a teoria dos custos de agência abarca conceitos presentes em todas as outras 3 teorias apresentadas sobre estrutura de capital. De MODIGLIANI & MILLER (1958 e 1963), há o reconhecimento dos benefícios fiscais da dívida, apesar de JENSEN & MECKLING (1976) indicarem que, mesmo antes de tais vantagens existirem, a dívida já era utilizada como forma de financiamento (pp. 37). Do *Pecking Order Theory*, tem-se a questão da assimetria informacional e a noção de que aqueles que estão no dia a dia de uma companhia possuem mais informações sobre a empresa do que agentes externos – e é essa diferença de conhecimento entre “insiders” e “outsiders” que resulta em perdas à companhia, ditando as formas pelas quais ela se financiará. Do *Trade-Off Model*, por sua vez, a teoria dos custos de agência reconhece que, num determinado momento, níveis de endividamento podem chegar a patamares excessivos, de maneira que credores considerem custos de monitoramento e riscos de falência da empresa excessivamente altos, fazendo com que novas dívidas impliquem mais custos do que benefícios à empresa e ao credor, e fazendo com que administradores busquem novas formas de financiamento. Ou seja, a teoria dos custos de agência concilia as demais correntes apresentadas no presente trabalho.

Enfim, nesta seção foram mencionados alguns fatores que podem reduzir o conflito de agência, de modo a gerar benefícios a principais e a agentes que superem custos oriundos de tal conflito: limitações de orçamento, procedimentos internos e programas de remuneração financeira serviram de exemplo à discussão. Porém, onde o direito é visto de forma mais evidente? O direito consegue, de alguma maneira, colaborar para que principais e agentes maximizem benefícios e minimizem custos? Se os conflitos de agência que definem a estrutura de capital de uma companhia envolvem essencialmente administradores, controladores, minoritários e credores, quais os principais direitos e deveres que permeiam estas relações? De forma mais específica: quais os aspectos do direito que mais influenciam administradores, controladores, minoritários e credores na tomada de decisões, seja para receber recursos, seja para desembolsá-los?

the sale of additional equity” (pp. 52, em tradução livre: “assim, por mais que ele tenha de suportar os custos de agência do endividamento, ele preferirá incorrer em tais custos para obter recursos adicionais, desde que o aumento marginal de sua riqueza a partir de novos projetos de investimento seja maior do que os custos de agência marginais da dívida e desde que tais custos de agência sejam por sua vez menores do que os custos que seriam gerados caso tais recursos fossem arrecadados pela venda de ações”).

Como assinala MUNHOZ (2009, pp. 124), e como será detalhado no Capítulo que segue, o foco de atuação do direito varia em função das particularidades de cada mercado. No caso típico do mercado estadunidense, por um lado, há maior separação entre propriedade e controle, de modo que o poder de comando empresarial é exercido pelos administradores. Assim, o conflito central regulado pelo direito tende a ser o que se estabelece entre acionistas e administradores, pois é nesta relação em que se concentram assimetrias, desalinhamentos e custos deles decorridos. Por outro lado, na situação do mercado brasileiro, caracterizado pelo controle fortemente concentrado, como também se comentará adiante, o principal escopo do direito societário está na regulação do conflito entre controlador e não-controladores, porque este é o ponto de atrito mais significativo nas companhias brasileiras.

Portanto, se o direito corresponde a um fator de influência na tomada de decisão por parte das companhias, e se sua atuação depende de características do respectivo mercado, o próximo Capítulo verificará como a literatura trata a função do direito nas dinâmicas que resultam na estrutura de capital das empresas.

2. A INFLUÊNCIA DO DIREITO NO DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS E NAS DECISÕES DE FINANCIAMENTO

No Capítulo anterior, foram estudadas as principais teorias em torno da estrutura de capital, destacando-se os fatores que contribuem para a tomada de decisão acerca da ponderação entre capital de terceiros e capital próprio no financiamento das empresas. Identificou-se que as teorias apresentadas possuem seus pilares na assimetria informacional, nos custos de falência e nos conflitos de agência. No presente Capítulo, por sua vez, o foco se fixará especificamente sobre a influência do direito nessa ponderação que resulta na estrutura de capital. Assim, serão apresentados estudos empíricos que associam aspectos jurídicos de determinado ordenamento ao desenvolvimento dos respectivos mercados financeiro e de capitais, que correspondem ao ambiente institucional em que se encontra o capital a ser investido nas companhias. Não se trata de defender uma posição ou outra, mas, sim, de mapear e de identificar os elementos do direito que, segundo a literatura, mais influenciam o desenvolvimento dos mercados e a tomada de decisão por parte dos agentes envolvidos.

Dessa forma, tendo apresentado, no Capítulo 1, teorias de estrutura de capital e, no Capítulo 2, estudos que tratam especificamente da influência do direito no financiamento das empresas, ficará evidente que o direito tem o condão de reduzir assimetrias informacionais, custos de falência e conflitos de agência. Trata-se, então, do embasamento acadêmico necessário para analisar a forma como o direito influenciou as escolhas de financiamento no caso prático da companhia examinada no Capítulo 3.

2.1. Direito e desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais

Ao longo do trabalho, foram mencionadas algumas obras que abordam os chamados elementos “firm-specific” e “country-specific”. Estes artigos foram apresentados, pois eles confirmam as teorias examinadas no Capítulo 1. No entanto, estes estudos também trazem contribuições importantes nesse momento da dissertação, afinal, o direito corresponde a um dos principais elementos “country-specific” de uma economia. Assim, este Capítulo explora como a literatura aborda essa temática do direito enquanto fator “country-specific” que influencia os mercados financeiro e de capitais e, portanto, a estrutura de capital das empresas. Por fim, o Capítulo 3 apresentará como o direito

brasileiro se comportou na prática, de modo a verificar se as previsões da literatura aqui apresentada se concretizaram.

DE JONG & KABIR & NGUYEN (2007) analisam cerca de 12 mil empresas em 42 países ao redor do mundo, igualmente distribuídas entre economias emergentes e desenvolvidas, e concluem que a intensidade da influência de fatores internos às companhias em sua estrutura de capital varia de acordo com o contexto em que estão inseridos, isto é: fatores como o crescimento econômico, a taxa de inflação, o desenvolvimento do mercado de capitais, a abertura comercial e a eficiência do sistema jurídico influenciam a estrutura de capital e os chamados fatores “firm-specific”. Além do impacto direto, indica-se uma relação *indireta*, tendo em vista que os elementos “country-specific” abrandariam, intensificariam ou até neutralizariam, a depender do caso, os “firm-specific”. Numa explicação simples, se uma variável macroeconômica que incentiva o endividamento é combinada com uma interna à empresa, mas que também influencia a alavancagem de forma positiva, ter-se-á uma intensificação do impacto proporcionado. Menciona-se a influência indireta de um sistema jurídico confiável, célere, seguro e livre de corrupção, que pode reduzir a assimetria informacional e, conseqüentemente, diminuir relativamente a intensidade da correlação positiva identificada entre tamanho da empresa (medido como “total de receitas”) e alavancagem, afinal, a redução de assimetrias gerada pelo aumento do tamanho, diversidade e estabilidade de receitas já será parcialmente alcançada pelo sistema jurídico de alta qualidade. Tal contexto jurídico também pode fazer com que riscos de falência tornem-se mais incisivos e presentes, de modo a intensificar a correlação negativa entre rentabilidade e alavancagem, afinal, se as empresas sabem que, impreterivelmente, deverão respeitar os contratos celebrados, sob pena de serem executadas de modo ágil e eficiente, elas tenderão a ser cautelosas ao contratar empréstimos, resultando em diminuição do endividamento.

Com base nesse raciocínio, LEAL (2008) afirma que, apesar de o poder explicativo das variáveis ao nível da firma ser maior que o dos fatores ao nível do país, o primeiro é influenciado pelo segundo. Suas conclusões finais em suas próprias palavras:

Os fatores do país influenciam os fatores da firma. Um maior grau de desenvolvimento e de qualidade institucional de um país pode influenciar tanto o maior grau de endividamento de longo prazo das empresas maiores quanto das empresas menores, as primeiras usando mais o mercado de capitais e as outras mais o mercado de crédito bancário. Onde há maior proteção ao crédito há mais empréstimos para empresas com menos ativos tangíveis e maior é o prazo da dívida. Contudo, quanto maior for a corrupção e menor for o grau de aplicação das leis, maior será o endividamento de curto prazo e menor o uso de

endividamento via mercado de capitais e de emissões de ações. (LEAL, 2008, pp. 77)

LEAL (2008) não é o único a argumentar que o próprio desenvolvimento dos mercados acionário e financeiro se relaciona com a estrutura de capital das empresas em países emergentes. AGARWAL & MOHTADI (2004) demonstram que a ampliação do mercado acionário favorece a captação via aporte de capital / integralização de ações, reduzindo alavancagens e a relação “debt” / “equity”, enquanto que o amadurecimento do setor bancário, por sua vez, estimula o endividamento por parte das companhias, aumentando o resultado dessa razão. Os autores concluem também que, num cenário de crescimento *tanto* do mercado acionário, *quanto* do financeiro, observar-se-á uma resposta mais célere por parte do primeiro, mas que, no longo prazo, a relação entre dívidas e capital dos acionistas, apesar de crescente, tenderá a um valor estável e constante.

LUCEY & ZHANG (2011) chegam a conclusões semelhantes sobre os impactos dos mercados bancário e acionário nas estratégias de financiamento das empresas. Percebe-se que, em países emergentes com patamares elevados de desenvolvimento e integração, maiores opções de financiamento e menores custos de capital, firmas já consolidadas e de alto crescimento tendem a emitir mais ações e a contrair mais dívidas, principalmente de longo prazo, do que companhias de menor destaque e projeção – estas aumentam seu nível de captação, mas num nível menos acentuado. Ambos os movimentos apresentam também correlação positiva com sistemas jurídicos eficientes, menores custos de monitoramento, maior transparência e proteção de credores e de sócios das empresas, de modo a acelerar os processos de integração dos mercados.

Asli Demirgüç-Kunt e Vojislav Maksimovic também realizaram contribuições importantes no que se refere à influência do direito no comportamento dos mercados e nas escolhas de financiamento das empresas, enquanto instrumento de combate a imperfeições de mercado, como conflitos de interesse, comportamentos oportunistas e assimetria informacional. DEMIRGÜÇ-KUNT & MAKSIMOVIC (1998), a partir de uma seleção de 30 países emergentes e desenvolvidos, durante a década de 1980, analisam o comportamento de companhias abertas que precisam de recursos externos de longo prazo para crescer a taxas acima daquelas que seriam atingidas com o uso apenas de recursos internos e de dívidas de curto prazo. Conclui-se que, em países com sistemas jurídicos de alta qualidade, com celeridade no judiciário e respeito aos direitos de propriedade (segundo relatórios do *International Country Risk Guide*, elaborados pelo PRS Group), maior é a proporção de empresas fazendo uso de financiamento externo de longo prazo, seja por

meio de dívidas diretas ou junto ao mercado de capitais, seja por meio da emissão de ações a novos sócios, resultando em maior crescimento, relativamente ao que seria alcançado somente com financiamento interno e de curto prazo. O mesmo efeito é observado em economias que apresentam setor bancário amplo e mercado acionário dinâmico (medido a partir do “market turnover ratio”³²; e não necessariamente mercado altamente capitalizado), sendo provavelmente resultado da maior competição entre os agentes, o que reduz as margens de rentabilidade e diminui a capacidade de autofinanciamento.

DEMIRGÜÇ-KUNT & MAKSIMOVIC (2000), aprofundando estudos de DEMIRGÜÇ-KUNT & MAKSIMOVIC (1999), confirmam o grau de desenvolvimento jurídico como o principal determinante ao acesso de financiamento externo e ao bom funcionamento dos mercados, bem como identificam correlações entre desenvolvimento dos mercados bancário e de capitais e o perfil de endividamento das companhias. Baseando-se em dados de 40 economias desenvolvidas e emergentes, analisadas entre 1989 e 1996, os autores demonstram que o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais e o tamanho do mercado bancário *não* implicam, *por si só*, maior acesso a financiamento de longo prazo. Isto é, a mera dinâmica comercial e a pura coordenação entre os agentes de mercado não são capazes de aumentar o acesso a financiamento por parte das empresas. Pelo contrário: o desenvolvimento dos mercados e a sua influência na escolha de financiamento por parte das companhias são balizados e desenhados pelo ambiente jurídico em que elas estão inseridas, mais precisamente pela eficiência do sistema jurídico e eficácia jurídica (“enforceability”), que abrangem o respeito à liberdade contratual, a proteção dos investidores e acionistas, a tutela a direitos de propriedade e a condições pactuadas entre partes, a ausência de corrupção e a credibilidade das instituições jurídicas. Nesse sentido, os autores demonstram que o ordenamento jurídico em vigor influencia significativamente o acesso a financiamento externo oriundo do desenvolvimento do mercado de capitais e do mercado financeiro, sendo o primeiro relacionado a endividamento de longo prazo e, o segundo, de curto prazo.

FAN & TITMAN & TWITE (2012), por sua vez, realizaram estudos em torno de uma amostra composta por quase 37 mil empresas, distribuídas em 39 países, de economias desenvolvidas e emergentes, entre 1991 e 2006. O escopo de sua análise foi o impacto do sistema jurídico, do nível de corrupção e do grau de desenvolvimento do mercado financeiro na estrutura de capital e no vencimento de suas dívidas. Evidenciou-se

³² Autor define “market turnover ratio” como o valor total de ações negociadas (“total value of shares traded”) dividido pela capitalização do mercado (“market capitalization”, pp. 36).

que, em países tidos como mais corruptos, empresários tendem a utilizar menos capital próprio e mais alavancagem, especialmente de curto prazo. Em economias com sistemas jurídicos que proporcionam maior proteção a credores e investidores, segurança e eficácia contratual (“enforceability”), resultando em menores custos de transação e de agência, firmas tendem a apresentar maior proporção de “equity” e endividamento de perfil relativamente mais longo. Ainda, conclui-se que, em países institucionalmente mais bem preparados para lidar com situações de recuperação de empresas e de falência, proporcionando segurança, clareza e agilidade aos interessados, e em países que protegem os depositantes de instituições financeiras, oferecendo fundos garantidores de crédito, por exemplo, observam-se maiores níveis de endividamento e maior volume de crédito de longo prazo, indicando que instituições financeiras sentem-se mais confortáveis em emprestar a longo prazo quando seus depósitos são protegidos. No que tange ao benefício fiscal oriundo de alavancagem, indica-se que, quanto maior o benefício, mais as empresas tendem a tomar dívidas, enquanto que o nível de alavancagem é menor em países que tributam menos a distribuição de dividendos. FAN & TITMAN & TWITE (2012) indicam, então, que a estrutura de capital das empresas é determinada mais pelo contexto institucional e macroeconômico em que estão inseridas do que por seu setor de atuação.

Já COTEI & FARHAT & ABUGRI (2011) tratam especificamente da relevância do sistema jurídico na determinação da estrutura de capital das empresas, a partir de uma amostra de companhias distribuídas em 37 países, entre 1990 e 2004. Os autores concluem que firmas de países de tradição “civil law” tendem a possuir maiores custos de capital, contam mais com recursos internos para financiar suas atividades e apresentam mais dívidas de curto prazo em seu passivo do que companhias em países de “common law”, relativamente mais endividadas no longo prazo. Constata-se também que países “common law” costumam apresentar nível mais elevado de proteção aos investidores, mercado financeiro mais desenvolvido e, como também constataram JAGGI & LOW (2000), maior nível de transparência na divulgação de informações ao mercado, resultando em menor assimetria informacional. Nesse mesmo sentido, DEMIRGÜÇ-KUNT & LEVINE (2005) indicam que, em comparação com sistemas “common law”, sistemas “civil law” apresentam maiores obstáculos para que companhias contratem financiamentos, considerando aspectos como independência do judiciário, formalismo do sistema jurídico e seu poder de adaptação ao caso concreto na resolução de conflitos entre os agentes de mercado.

Identificam-se, portanto, trabalhos acadêmicos que relacionam características do sistema jurídico vigente a características dos respectivos mercados financeiro e de capitais. Esse contexto será essencial na compreensão do caso prático analisado no Capítulo 3, afinal, seu escopo é o de verificar como o direito e a governança corporativa influenciaram a estrutura de capital da companhia selecionada para o presente estudo.

Seguindo nessa linha, e já adiantando aspectos que serão abordados no Capítulo 3, vale a apresentação de trabalhos empíricos focados no mercado brasileiro. LEAL & SAITO (2003) descrevem o ambiente corporativo no Brasil como de forte concentração de controle e de grande potencial para a expropriação de acionistas minoritários. Confirma-se o entendimento de que o uso de endividamento de longo prazo no Brasil é limitado às grandes empresas e que a principal fonte de recursos é a retenção de lucros. Às empresas que possuem acesso ao mercado de capitais, constata-se que o financiamento por meio de endividamento é preferido, em detrimento da emissão de ações, que fica numa posição secundária.

Estas conclusões convergem com as de PROCIANOY & SCHNORREBERGER (2004) ao estudar companhias listadas na Bovespa entre os anos 1995 e 2002. Os autores demonstram que, quanto mais centralizado o controle acionário, menor será o nível de endividamento. Esta aversão a dívidas e ao risco financeiro poderia se justificar, por exemplo, pelo natural receio de controladores perderem parte relevante de sua riqueza pessoal, representada pela participação em determinada empresa³³. Esta sugestão é respaldada por EID JUNIOR (1996) que, a partir de formulários enviados a empresas brasileiras questionando seus administradores sobre a tomada de suas próprias decisões, constatou que controle acionário e risco de falência compõem as maiores preocupações de companhias familiares.

Segundo LEAL & SAITO (2003), melhores práticas de governança corporativa, limitando a esfera de expropriação, reforçando os direitos dos minoritários, protegendo o investidor e conferindo maior transparência e melhor separação entre direitos de controle e direitos patrimoniais devem levar a menores riscos, conflito de interesses, custos de agência e custos sociais. Tais aprimoramentos também devem proporcionar maior valor para todos os acionistas, já que informações seriam mais bem refletidas nos preços das

³³ PROCIANOY & SCHNORREBERGER (2004) ainda tratam de constatações já mencionadas nesta revisão de que, por exemplo, quanto maior o lucro da empresa, menor será seu nível de endividamento e que, quanto maior o tamanho, maior também a alavancagem.

ações, resultando em menor assimetria e menores custos de transação. Assim, ofertas no mercado acionário tornariam-se mais rentáveis, tendo em vista que custos seriam proporcionalmente reduzidos – a confirmação desta hipótese, no entanto, ficou para estudos futuros.

No que tange ao mercado de dívidas de longo prazo no Brasil, ainda incipiente se comparado ao de países europeus e ao dos Estados Unidos, ARIDA & BACHA & LARA RESENDE (2004) escreveram um artigo buscando explicar o porquê de as taxas de juros de longo prazo serem tão altas no Brasil. Segundo os autores: ao lado de (i) políticas monetárias desequilibradas, com metas de taxas de juros desnecessariamente altas; (ii) ajustes fiscais insuficientes; e (iii) choques de mercado, como o racionamento de energia no Brasil, a Bolha.com dos anos 2000 nos EUA, o colapso da vizinha Argentina, dentre outros; é a insegurança jurídica a principal responsável pelas altas taxas de juros, que prejudicam o desenvolvimento do mercado de dívidas no Brasil. Nesse sentido, a insegurança jurídica é explicada no trabalho por meio de exemplos, como a possibilidade de contratos serem mal interpretados pelo Poder Judiciário; de decisões judiciais serem tomadas com base em princípios vagos e paternalistas ou de modo tendencioso em favor dos devedores³⁴; de decisões arbitrárias de governantes mudarem o rumo de projetos; dentre outros. A insegurança jurídica no Brasil é colocada como um elemento histórico, mas os autores são claros ao afirmar que este fenômeno se acentuou com a promulgação da Constituição de 1988, que trouxe conceitos que dificilmente podem ser quantificados ou definidos, como, por exemplo, o princípio da função social.

Para justificar o baixo desenvolvimento do mercado doméstico de crédito de longo prazo no Brasil, a insegurança jurídica é, portanto, colocada *acima* de outros aspectos, distintos, como (i) alta volatilidade de um mercado emergente; (ii) risco de fronteira; (iii) risco de crédito de emissor; (iv) leis trabalhistas complexas, aspectos burocráticos e obstáculos para se fazer negócios no Brasil – afinal, valores mobiliários com as mesmas características, e emitidos por companhias brasileiras, mas negociados sob jurisdições

³⁴ Destaquem-se, nesse sentido, as conclusões de SALAMA (2017), ao analisar decisões de primeiro grau no Estado de São Paulo em demandas de devedores que questionavam a validade das taxas de juros pactuadas em financiamentos de automóveis com alienação fiduciária. Segundo o autor, identificou-se a tendência de que a proporção de demandas aceitas (pró-devedor) aumenta com o aumento dos juros do contrato: “como não há lei impondo teto ao juro bancário, esses resultados sugerem que em uma quantidade relevante de casos a decisão pró-devedor decorra da opinião do juiz de que a taxa de juros do contrato esteja muito alta”. Do mesmo autor, e na mesma linha, vide: “Spread bancário e enforcement contratual hipótese de causalidade reversa e evidência empírica”, disponível em: https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/125/. Acesso em 11 de agosto de 2017. Registre-se também que YEUNG & AZEVEDO (2015) questionam o viés anti-credor do Poder Judiciário brasileiro e, por meio da análise de 1.687 julgados do Superior Tribunal de Justiça (STJ), entre 1998 e 2008, demonstram não existir viés explícito, ao menos nesta instância superior.

estrangeiras, apresentam vencimentos mais longos que aqueles negociados no mercado interno. Portanto, a deficiência do Poder Judiciário em garantir direitos aos credores e em prestar serviços judiciais de qualidade resulta no desincentivo a credores em oferecer financiamentos de longo prazo e, em consequência, na ausência de um mercado de dívidas longas, cuja iliquidez prejudica ainda mais, gerando um ciclo vicioso que tende a afetar todo o mercado, principalmente empresas de pequeno e médio portes, que possuem menos opções de financiamento³⁵.

Tem-se, então, um panorama do mercado brasileiro no que tange à forte concentração de controle, foco do direito na relação entre controladores e não-controladores e o consequente desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais. Seguindo essa lógica, a próxima seção tratará da principal corrente teórica acerca de tal dinâmica, completando o embasamento acadêmico necessário à compreensão do caso prático do Capítulo 3.

2.2. Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny

Por serem considerados os maiores acadêmicos no estudo do direito, finanças corporativas e desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, esta dissertação reserva uma seção a Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny. Em seu artigo mais conhecido, “Law and Finance”, LA PORTA *et al.* (1998) analisam dados de mais de 49 países e identificam relações entre seu contexto jurídico e a tutela oferecida a investidores e a credores. Constata-se que países de tradição “common law” apresentam um conjunto de normas de proteção a investidores e a credores mais robusto, enquanto que, em países “civil law”, principalmente aqueles de tradição francesa,

³⁵ Confirmando a complexidade do tema em torno das altas taxas de juros no Brasil, e ratificando o objetivo de apresentar ao leitor as diferentes formas como o direito influencia a estrutura de capital das empresas (e não de defender uma ou outra posição sobre o papel do direito), destaca-se que André Lara Resende publicou recentemente artigos visando explicar, sob outras perspectivas (que não a jurídica), os motivos por trás das altas taxas de juros no Brasil. Vide: LARA RESENDE, André. “Juros e conservadorismo intelectual”. Valor Econômico, 13 de janeiro de 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/cultura/4834784/juros-e-conservadorismo-intelectual>. Acesso em 10 de março de 2017; e LARA RESENDE (2017). Tais artigos suscitaram debate na academia brasileira, e inúmeros economistas escreveram em resposta às publicações de André Lara Resende. Vide: “Economistas discutem no Valor impacto do juro alto na inflação”. Valor Econômico, 30 de janeiro de 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4852372/economistas-discutem-no-valor-impacto-do-juro-alto-na-inflacao>. Acesso em 10 de março de 2017. Alguns desses textos serão mencionados ao final do Capítulo 3.

investidores e credores encontram-se em posição de maior fragilidade nessas esferas. Países “civil law” de tradição germânica ou escandinava localizam-se entre os dois extremos, mas apresentam maiores índices de eficácia no exercício e nas garantias de direitos, à frente do “common law” e do “civil law” francês, nessa ordem³⁶⁻³⁷.

LA PORTA *et al.* (1998) demonstram que maiores níveis de concentração acionária, como os observados no Brasil, são verificados em contextos de menor proteção a investidores e a credores. Na opinião dos autores, acionistas buscam a concentração e o controle para monitorar a administração de forma mais eficiente e minimizar riscos de expropriação, na linha dos conflitos de agência estudados no Capítulo anterior. Diante disso, há uma contraposição de interesses: de um lado, acionistas minoritários simplesmente não estão dispostos a pagar preços altos para valores mobiliários que não oferecem segurança, sujeitando-se ainda a riscos adicionais de expropriação por parte dos controladores; por outro lado, empresários e administradores também não estão interessados em ofertar papéis com descontos. Tudo isso, portanto, acaba por impactar o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, afinal, se credores e investidores estão em posição de vulnerabilidade e temerosos em relação a eventual expropriação por parte de administradores e/ou de controladores das companhias que eles financiam ou investem, há *menor* propensão para financiar e investir. Confirmam-se os resultados demonstrados em LA PORTA *et al.* (1997), pelos quais o ordenamento jurídico e sua eficácia possuem correlação positiva com o tamanho do mercado de capitais, evidenciando-se as já mencionadas diferenças entre países “common law” e “civil law”.

Nesse sentido, a ausência de um sistema jurídico eficaz na proteção a minoritários e a credores abre margem para comportamentos oportunistas e eventual abuso de direitos por parte de controladores e de administradores, também com os contornos da assimetria informacional e dos conflitos de agência já estudados no Capítulo 1 e que serão explorados de forma prática no Capítulo 3. Como detalham LA PORTA *et al.* (2000a), um ordenamento que reduz o espaço para expropriações faz com que “outsiders” se sintam mais confiantes em realizar seus investimentos, pois sabem que seus direitos estão

³⁶ Tradução livre de: “the quality of law enforcement is the highest in Scandinavian and German-civil-law countries, next highest in common-law countries, and again the lowest in French-civil-law countries” (LA PORTA *et al.*, 1998, pp. 1116).

³⁷ A eficácia do ordenamento jurídico é medida a partir de cinco aspectos: “efficiency of the judicial system, rule of law, corruption, risk of expropriation – meaning outright confiscation or forced nationalization – by the government, and the likelihood of the contract repudiation by the government” (LA PORTA *et al.*, 1998, pp. 1140, em tradução livre: “eficiência do sistema judicial, respeito à lei, corrupção, risco de expropriação – isto é, possibilidade de confisco total ou de nacionalização forçada – pelo governo e pela probabilidade de o governo descumprir contratos”).

assegurados. Isso também altera o equilíbrio de poderes no âmbito das companhias, tendo em vista que, ao exigir o pagamento de dividendos; ao impedir a continuação de projetos que beneficiam controladores às custas de minoritários; ao possuir o direito de postular em juízo a anulação de deliberações prejudiciais ao objeto social da empresa, de exigir a recompra de suas ações pela companhia em situações específicas e de excluir garantias rapidamente, dentre outros, “outsiders” passam a ter influência direta na política de investimento e na tomada de decisões junto à empresa. Assim, administradores e controladores recebem incentivos a gerir seus negócios de maneira mais eficiente e menos expropriativa, enquanto que investidores, por sua vez, disponibilizam recursos em termos mais favoráveis às empresas. Verifica-se, portanto, que o direito modela as oportunidades de financiamento externo disponíveis no mercado³⁸.

Segundo LA PORTA *et al.* (2000a), a relevância do direito e a sua influência sobre as finanças corporativas e sobre o mercado de capitais são confirmadas pela própria constatação de que, em ambientes jurídicos *menos* protetivos, observam-se maior concentração acionária e menor desenvolvimento do mercado de capitais e da economia como um todo. Quanto ao primeiro aspecto, que corresponde a uma característica típica do ambiente corporativo brasileiro, lembram os autores que a possibilidade de expropriar minoritários e credores com maior facilidade permite que controladores obtenham maiores benefícios privados por meio da empresa, fazendo com que grande parte de seu valor, e do prêmio de controle, seja composto justamente por tais benefícios privados. Admitir a

³⁸ “One way to think about legal protection of outside investors is that it makes the expropriation technology less efficient. At the extreme of no investor protection, the insiders can steal a firm’s profits perfectly efficiently. Without a strong reputation, no rational outsider would finance such firm. As investor protection improves, the insiders must engage in more distorted and wasteful diversion practices such as setting up intermediary companies into which they channel profits. Yet these mechanisms are still efficient enough for the insiders to choose to divert extensively. When investor protection is very good, the most the insiders can do is overpay themselves, put relatives in management, and undertake some wasteful projects. After a point, it may be better just to pay dividends. As the diversion technology becomes less efficient, the insiders expropriate less, and their private benefits of control diminish. Firms then obtain outside finance on better terms. By shaping the expropriation technology, the law also shapes the opportunities for external finance” (LA PORTA *et al.*, 2000a, pp. 6, grifo nosso, em tradução livre: “uma forma de pensar sobre a proteção jurídica de um investidor externo é a de que ela faz com que a tecnologia de expropriação seja menos eficiente. Numa situação extrema de ausência absoluta de proteção ao investidor, agentes internos poderão se apropriar dos lucros da empresa de forma perfeitamente eficiente. Sem uma reputação forte, nenhum agente externo racional aceitaria financiar esta empresa. À medida que a proteção ao investidor melhora, os agentes internos precisam desenvolver práticas mais distorcidas e escusas, tais como a constituição de companhias intermediárias por meio das quais lucros são desviados. Mesmo assim, tais mecanismos são ainda suficientemente eficientes para que agentes internos desviem em grandes volumes. Quando a proteção ao investidor é muito boa, o máximo que agentes internos podem fazer é remunerar altos valores a si mesmos, empregar parentes na administração e conduzir projetos supérfluos. Após um certo ponto, pode ser melhor simplesmente pagar dividendos. À medida que a tecnologia de desvios se torna menos eficiente, os agentes internos expropriam menos e seus benefícios privados oriundos do controle são reduzidos. Empresas então obtêm financiamento externo em condições melhores. Ao modelar a tecnologia de expropriação, o direito também modela as oportunidades de financiamento externo”).

entrada de novos acionistas na esfera de decisão corresponde a abrir mão de tais benefícios e do prêmio de controle. Sendo a necessidade de financiamento externo inexorável, o pagamento de dividendos, na opinião dos autores, tem o objetivo de atender minimamente às demandas de minoritários e de levantar recursos junto ao mercado de capitais.

Quanto aos impactos que a proteção ao investidor acarreta ao desenvolvimento da economia e dos mercados financeiro e de capitais, ressaltam LA PORTA *et al.* (2000a) que investidores e credores que possuem o respaldo do ordenamento jurídico tendem a investir e a emprestar mais, estimulando o crescimento dos mercados acionário e de dívidas. Como demonstram LA PORTA *et al.* (1997), isso resulta num mercado acionário mais capitalizado, com maior número de ações listadas e maior proporção de companhias com ações negociadas em bolsa. Já LA PORTA *et al.* (2000b), a partir de uma amostra de companhias ao redor do mundo, demonstram que em mercados com maior proteção a minoritários observam-se, em regra geral, maiores níveis de pagamento de dividendos (“dividends payout”). No caso de empresas ainda no início de suas atividades (“growth”), mas com perspectivas positivas e oportunidades de crescimento, o mesmo estudo demonstra que investidores estão dispostos até mesmo a receber menos dividendos durante essa etapa do empreendimento, desde que seus direitos estejam satisfatoriamente assegurados, corroborando a importância da proteção aos “outsiders” no desenvolvimento do mercado³⁹.

Mas, a que correspondem, exatamente, esses aspectos jurídicos colocados por LA PORTA *et al.* em suas publicações? LA PORTA & LÓPEZ-DE-SILANES (1998) tem o escopo exatamente de endereçar essa questão, repassando cada um dos elementos do direito analisados em suas obras ao tratar da proteção ao investidor e aos credores:

- (i) “Anti-director rights”: conjunto de direitos de titularidade dos acionistas minoritários que os protege contra expropriações diretas por parte dos administradores ou acionistas controladores, composto por:
 - a. Conhecimento prévio e suficientemente detalhado da pauta a ser tratada em reunião de acionistas e possibilidade de manifestar voto por meio de

³⁹ Portanto, como mencionado, e em linha com os estudos apresentados no Capítulo 1, LA PORTA *et al.* (1997, 2000a e 2000b) descrevem situações de conflito de agência resultante da deficiência por parte do direito em tutelar os interesses de investidores.

- procuração ou outro mecanismo que dispense presença física do minoritário na assembleia, como, por exemplo, comunicação por escrito;
- b. Possibilidade de negociar ações durante período imediatamente anterior e/ou imediatamente posterior à deliberação tomada, isto é, ausência de impedimentos a acionistas para que disponham de suas ações durante dias que antecedam ou que sucedam à reunião de acionistas;
 - c. Existência de um sistema de “cumulative voting” ou de um mecanismo de representação proporcional na escolha dos administradores;
 - d. Existência de “oppressed minorities mechanism”, pelo qual minoritários têm o direito de questionar em juízo decisões da companhia que expropiem seus direitos, podendo postular reparações, ou o direito de sair da empresa por meio da recompra de suas ações a preço justo (que pode ser, por exemplo, o valor de mercado) em caso de deliberações que ocasionem alterações materiais na companhia, como fusões, aquisições, venda significativa de ativos e alteração material em disposições societárias;
 - e. Possibilidade de minoritários com até 10% do capital social convocarem assembleias gerais extraordinárias; e
 - f. Existência de direito de preferência para a subscrição de ações, também conhecido como direito de preempção, e possibilidade de este direito somente ser renunciado por meio de manifestação expressa por parte do acionista;
- (ii) Determinação de apenas 1 (um) voto por ação; proibição de emitir ações com mais de 1 (um) voto por ação; proibição de emitir ações sem direito a voto; proibição de limitar número máximo de votos por acionista, independentemente da quantidade de ações que ele detiver;
- (iii) “Creditors rights”: conjunto de direitos de titularidade de certos credores que os coloca em posição mais favorável do que outros credores em caso de insolvência do devedor, composto por:
- a. Possibilidade de credores obstem planos e procedimentos de reorganização, como, por exemplo, necessidade de credores concordarem com planos propostos pelos devedores;

- b. Ausência do chamado “automatic stay”⁴⁰, que corresponde à suspensão do curso de ações e de execuções em face do devedor e que, portanto, impede credores reais de acessar suas garantias de imediato;
 - c. Atribuição de prioridade máxima a credores que detêm garantias em caso de liquidação de ativos do devedor, classificados em posição superior a qualquer tipo de credor sem garantias, como, por exemplo, credores trabalhistas e entidades ligadas ao Estado; e
 - d. Afastamento do devedor da administração de seus negócios durante o processo de reorganização, ficando esta a cargo de um terceiro, como, por exemplo, profissional indicado pelo juiz competente ou pelos credores;
- (iv) “Enforcement of laws”: eficiência e eficácia do ordenamento jurídico, que é mensurado a partir de três critérios:
- a. Eficiência do sistema judiciário, segundo avaliação da agência de risco *Business International Corporation*;
 - b. Prevalência da lei e níveis de corrupção, segundo avaliação da agência de risco *International Country Risk Guide*; e
- (v) Qualidade dos padrões contábeis, segundo avaliação das agências *International Accounting and Auditing Trends* e *Center for International Financial Analysis & Research, Inc.*

Analisando cada um dos pontos acima, LA PORTA & LÓPEZ-DE-SILANES (1998) atribuem notas a cada um dos 49 países em estudo e chegam a conclusões em linha com os demais trabalhos aqui apresentados, no sentido de que acionistas e credores encontram-se em situação juridicamente mais favorável em países de “common law”, no que tange aos direitos em si e também a seu exercício, o que justificaria de forma significativa o maior desenvolvimento do mercado de capitais nestes países. No que diz respeito à América Latina, em particular, dizem os autores que

⁴⁰ Conforme ensina site oficial das cortes estadunidenses, “the automatic stay provides a period of time in which all judgments, collection activities, foreclosures, and repossessions of property are suspended and may not be pursued by the creditors on any debt or claim that arose before the filing of the bankruptcy petition” (em tradução livre: “o ‘automatic stay’ corresponde a um período de tempo durante o qual todos os julgamentos, cobranças, execuções e reintegrações de posse são suspensos e não podem ser conduzidos por credores de qualquer dívida ou de direito que tenha surgido em período anterior ao protocolo do pedido de falência”). Disponível em: <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>. Acesso em 29 de novembro de 2015.

Latin America offers investors a rather unattractive legal environment. Both creditor rights as well as the quality of enforcement lags behind the rest of the French civil law origin countries while shareholder rights are marginally better than the rest of the French legal origin average. As a result, credit markets are exceedingly small and stock markets are both small and very narrow (pp. 25).

Uma década depois, LA PORTA *et al.* (2008) expandem tais conclusões e aprofundam o estudo em torno da relação entre a origem do sistema jurídico; o tipo de regulação do mercado; as normas que disciplinam as relações econômicas; e as suas respectivas consequências econômicas. Os autores iniciam sua análise a partir de uma abordagem histórica do “common” e do “civil law”, destacando que o primeiro tem suas raízes mais evidentes nas Revoluções Inglesas do século XVII, a partir das quais a proteção da propriedade privada e a liberdade contratual foram expandidas e a independência dos juízes foi ampliada. Com isso, surgiu a possibilidade de os magistrados interpretarem o acordo entre partes sem levarem em consideração o chamado interesse público e surgiu também a competência para que eles cunhassem normas jurídicas, constituindo uma nova fonte de direito, distinta do Parlamento. Assim, aristocratas, detentores de terras e comerciantes, vencedores nas revoluções, encontraram um terreno fértil para um sistema jurídico que protegesse o direito à propriedade e à liberdade contratual e que resolvesse litígios privados, limitando o poder real sobre os mercados e as relações comerciais. LA PORTA *et al.* (2008) também apresentam evidências de que tal autonomia e descolamento do judiciário em relação à autoridade soberana remontam mesmo à promulgação da Magna Carta, em 1215.

A história do “civil law”, por sua vez, é marcada pela Revolução Francesa. Se, até então, o judiciário correspondia a um setor de prestígio e próximo à realeza, os revolucionários buscaram reduzir ao máximo sua independência e sua habilidade de criar normas jurídicas, o que culminou no processo intenso de codificação conduzido por Napoleão e numa concepção rígida de separação de funções, em que o juiz deveria se limitar a aplicar as previsões expressamente dispostas em lei, com pouca margem interpretativa. Esse aspecto do “civil law” resulta numa *menor* agilidade do sistema jurídico em se adaptar a novas circunstâncias, relativamente ao “common law”, que historicamente atribuiu maior relevância à jurisprudência como fonte de direito.

Os autores apresentam então a chamada “legal origins theory” (“teoria das naturezas jurídicas”, em tradução livre) para justificar as diferenças estruturais entre os vários sistemas jurídicos, isto é, para fundamentar que as diferentes famílias jurídicas

possuem uma lógica de funcionamento própria e, de certa forma, perene. Nesse sentido, demonstram os autores que as crenças e as ideologias de cada sociedade incorporam-se às normas jurídicas, às instituições e ao ensino, sendo assim transmitidas de uma geração à próxima. Esse conjunto de postulados passa a fazer parte das estruturas jurídica e política dos Estados, levando a desdobramentos nos campos normativo e econômico. Então, por mais que sistemas jurídicos possam contar com semelhanças entre si, ou até mesmo com institutos transplantados de um sistema para outro, suas diferenças estariam tão enraizadas que permaneceriam durante séculos. LA PORTA *et al.* (2008) sustentam que a teoria das naturezas jurídicas é prioritária, uma força de primeira ordem, inclusive, em relação à cultura⁴¹, a aspectos políticos e à história⁴² de determinado Estado, moldando e balizando as decisões de Estado.

Conclui-se, portanto, que as origens jurídicas de determinado Estado são fundamentais para a compreensão do modelo de capitalismo nele adotado, o que impacta diretamente o acesso a financiamento de companhias e, conseqüentemente, suas estruturas de capital. Na visão de LA PORTA *et al.* (2008), o “common law” busca harmonizar as relações sociais por meio do *incentivo* ao mercado privado (“unconditioned private contracting”), enquanto o “civil law” foca na implementação de medidas que atendam aos objetivos *sociais* do Estado (“socially-conditioned private contracting”). Ou, como define o autor, “common law” tende a ser “dispute resolving”, enquanto o sistema do “civil law” é visto como “policy implementing”⁴³. De forma relativa, o primeiro é associado (i) a menor participação estatal e regulação de mercado, o que é então correlacionado a menor grau de corrupção, melhor funcionamento do mercado de trabalho e menor grau de trabalho informal; e (ii) a sistemas jurídicos menos formalistas e mais independentes, o que é ligado a maior proteção ao direito de propriedade e eficácia contratual⁴⁴, além de maior

⁴¹ “We note, however, that the notions of culture we consider focus on religion and broad social attitudes” (LA PORTA *et al.*, 2008, pp. 311, em tradução livre: “nós notamos, entretanto, que consideramos noções de cultura focadas em religião e em condutas sociais amplas”).

⁴² “In the second half of the century, however, the world became a good deal more peaceful and orderly. In such a world, the market-supporting solutions of the common law system, whether in the form of judicial decisions, regulations, or market adaptations worked better than the policy-implementing solutions of the civil law system” (LA PORTA *et al.*, 2008, pp. 323, em tradução livre: “na segunda metade do século, entretanto, o mundo se tornou significativamente mais pacífico e organizado. Neste mundo, as soluções de apoio ao mercado do sistema ‘common law’, como decisões judiciais, regulações e adaptações de mercado, funcionaram melhor do que as soluções ligadas à implementação de políticas do sistema ‘civil law’”).

⁴³ pp. 286. Os autores se apoiam nas seguintes obras para tais definições: DAMASKA, Mirjan R. **The Faces of Justice and State Authority**. New Haven and London: Yale University Press, 1986; e PISTOR, Katharina. “Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies”. In: **ECGI - Law Working Paper n. 30/2005 (March 2005)**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=695763>. Acesso em 3 de agosto de 2015.

⁴⁴ Vide nota de rodapé 37.

flexibilidade nas decisões judiciais, tendo em vista a análise por meio de padrões (“standards” em inglês), e não por regras específicas desenhadas pelo legislador para antecipar o comportamento dos agentes. Por fim, o “common law” também é associado (iii) a maior proteção a investidores e credores, que por sua vez é atrelado a maior desenvolvimento financeiro, melhor acesso a financiamentos e menor concentração de mercado e de propriedade, resultando em maior transparência, disponibilidade e acesso a informações. Tal efetivação do princípio do “full disclosure” busca atender, justamente, a uma demanda dos agentes de mercado que necessitam de maior volume de informações para conduzir suas operações financeiras.

Por mais que LA PORTA *et al.* sejam alguns dos autores mais mencionados em toda a literatura que aborda a relação entre direito e mercados financeiro e de capitais, ou talvez até mesmo em função disso, suas obras também foram objeto de críticas por parte da academia. É claro que esta breve revisão de literatura não pretende traçar um estudo profundo das críticas apresentadas, mas, para que o leitor possa tomar conhecimento de alguns desses pontos, duas obras nesse sentido serão tratadas, uma que ataca aspectos organizacionais e ligados ao escopo das análises e, outra, que questiona a base de dados utilizada.

No que tange à primeira delas, AGUILERA & WILLIAMS (2009) criticam a simplicidade da dicotomia entre “civil” e “common law”, indicando que, além do sistema jurídico, há diversos outros fatores que influenciam o desenvolvimento do mercado, como a força de organizações trabalhistas, a estabilidade política, as indústrias existentes, a competência de famílias controladoras, a composição da administração, o momento das companhias, a estrutura de capital ótima, a presença de investidores estrangeiros, enfim, aspectos que na visão das autoras integram a chamada sociologia econômica. Afirma-se que a obra “Law & Finance” e os trabalhos subsequentes são insuficientes para explicar o grau de desenvolvimento de sistemas capitalistas, apesar de destacarem a relevância dos estudos ao trazer à luz um embasamento acadêmico para a importância da governança corporativa e para a função do direito no desenvolvimento dos Estados. Como exemplos dessas decorrências positivas, mencionam-se iniciativas como o “Doing Business” do Banco Mundial e a adoção de medidas de cunho pró-mercado em países europeus. LA PORTA *et al.* provocaram debate na doutrina e seus estudos foram paradigmáticos ao lançar novos temas para estudos comparativos.

Como já registrado, não está no escopo desta dissertação defender uma posição ou outra em meio aos estudos acadêmicos aqui mencionados – o intuito é o de apresentar ao leitor a importância e o grau de complexidade do assunto, indicando trabalhos que destacam a relevância do direito no desenvolvimento dos mercados e nas estruturas de capital das companhias. A partir dos estudos conduzidos, reconhece-se, no entanto, a validade das críticas de AGUILERA & WILLIAMS (2009), pois limitar a análise de uma temática tão interdisciplinar como a do desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais a apenas aspectos jurídicos é, de fato, insuficiente. Aliás, é exatamente por isso que a revisão de literatura nos Capítulos 1 e 2 apresenta diversos outros estudos empíricos que tratam de elementos distintos, como fatores “firm-specific”, por exemplo, em suas análises sobre o tema. Por isso, é altamente improvável que LA PORTA *et al.* não tenham se atentado a esse ponto e também não parece razoável imaginar que os autores tenham pretendido creditar seus resultados única e exclusivamente ao sistema jurídico. LA PORTA *et al.* colocam o direito como *um dos* principais determinantes, até mesmo o maior deles em algumas esferas, mas não o único, nem o suficiente, para transformações no mercado financeiro e de capitais, que dirá para o Estado de bem-estar social ou para o sistema capitalista em si. Ou seja, as contribuições de AGUILERA & WILLIAMS (2009) são legítimas e relevantes, mas as autoras talvez tenham ampliado o escopo de LA PORTA *et al.* para além daquele registrado em suas obras.

A segunda modalidade de críticas às contribuições de LA PORTA *et al.* é representada por SPAMANN (2008), que ataca a base de dados utilizada pelos autores. Com o auxílio de juristas *in loco* em 46 países, o artigo realiza uma verificação nos dados utilizados por LA PORTA *et al.* ao analisar a proteção ao acionista minoritário. Seguindo a mesma definição colocada pelos autores, SPAMANN (2008) conclui que as observações catalogadas por LA PORTA *et al.* devem ser corrigidas para 33 países da base. Apontam-se ambiguidades, inconsistências e simplificações excessivas de conceitos complexos, como, por exemplo, no caso do direito de preferência para a subscrição de ações: mesmo previsto em lei, é possível que o ordenamento admita a exclusão desse direito pelo estatuto social ou que ele seja condicionado determinados eventos. Uma leitura restritiva desse instituto por LA PORTA *et al.* em seus trabalhos não permitiria exceções, mas, mesmo assim, muitos países teriam sido considerados como garantidores do direito de preferência para fins estatísticos, por mais que permitissem disposições em contrário nos documentos societários ou que condicionassem tal direito a determinados eventos. Além disso, por exemplo, países como Áustria e Alemanha, apesar de semelhantes nesse quesito, foram

tratados de modo distinto por LA PORTA *et al.*, de acordo com SPAMANN (2008, pp. 6 e 7). Segundo o autor, feitas as devidas correções, as conclusões traçadas por LA PORTA *et al.* não mais se sustentam, concluindo-se que todos os estudos derivados da obra “Law & Finance” e posteriores precisam ser revistos.

As colaborações de SPAMANN (2008) são relevantes e é por isso que estão registradas na presente dissertação. No entanto, é preciso reconhecer que o direito é uma disciplina eminentemente das ciências humanas e que, portanto, é altamente desafiador mensurar institutos jurídicos em termos quantitativos – este é o maior obstáculo ao elaborar estudos comparativos que envolvem aspectos jurídicos. São muitas exceções à regra, casos particulares, decisões judiciais que divergem da doutrina, decisões que iniciam nova jurisprudência e outras situações que causam divergências entre os acadêmicos ao categorizar e classificar normas jurídicas. A elaboração de um trabalho totalmente imune a críticas nesse sentido é praticamente inviável.

Vale destacar que LA PORTA & LÓPEZ-DE-SILANES & SHLEIFER (2013) até reconhecem as críticas feitas a seu trabalho, mas, diferentemente do que coloca SPAMANN (2008), reiteram que seus resultados originais se mantêm após correções e refinamento na base de dados:

over the years, various writers have criticized both the conceptual foundations of LLSV variables such as shareholder rights indices (Coffee, 1999) and the particular values we have assigned to these variables, in part because of conceptual ambiguity (Spamann, 2010). We have corrected our mistakes, but have also moved on to conceptually less ambiguous measures (Djankov et al., 2008b). These corrections have strengthened the original results (LA PORTA & LÓPEZ-DE-SILANES & SHLEIFER, 2013, pp. 434⁴⁵).

Por fim, é verdade que a “legal origins theory” construída por LA PORTA *et al.* (2008) é oriunda de uma análise profunda e interdisciplinar, como tratado acima, e que talvez possa coexistir, de alguma forma, com os apontamentos de SPAMANN (2008). Porém, infelizmente, este trabalho não dispõe de ferramentas para verificar a precisão, a metodologia utilizada e os resultados alcançados pelos estudos empíricos mencionados em sua revisão de literatura. Impossibilitado de opinar sobre qual dos autores estaria mais bem

⁴⁵ Em tradução livre: “ao longo dos anos, diversos autores criticaram tanto os fundamentos conceituais das variáveis de LLSV, como no que diz respeito aos índices ligados a direitos dos acionistas (Coffee, 1999), quanto os valores que atribuímos a estas variáveis, em parte por questões de ambiguidade conceitual (Spamann, 2010). Nós corrigimos os nossos equívocos, mas nós também passamos a trabalhar com medidas menos ambíguas conceitualmente (Djankov et al., 2008b). Estas correções fortaleceram nossos resultados originais”.

orientado, fica aqui registrada esta reflexão e a apresentação de como a literatura se posicionou em relação a esses tópicos.

2.3. Considerações sobre os estudos apresentados

Constata-se que a academia reserva um lugar de destaque ao direito no que tange à sua capacidade de modelar mercados, expandir o acesso a financiamento e, dessa forma, influenciar a estrutura de capital das empresas. Foram apresentadas diferentes visões, cada uma com sua especificidade, de modo a demonstrar as diferentes maneiras de abordar a influência do sistema jurídico nas escolhas de financiamento dos administradores. O objetivo não foi o de defender qual visão deve prevalecer; muito pelo contrário: buscou-se mapear os diversos aspectos do direito que podem influenciar o desenvolvimento dos mercados e a estrutura de capital das empresas para preparar o leitor ao estudo de caso disposto no Capítulo 3.

Alguns pontos, no entanto, ficaram evidentes. O primeiro é o de que os trabalhos mencionados no presente Capítulo 2 reconhecem o direito como capaz de reduzir as assimetrias informacionais, os custos de falência e os conflitos de agência mencionados no Capítulo 1, em maior ou em menor grau em meio aos diferentes sistemas jurídicos⁴⁶. Essa capacidade é exercida a partir da tutela a direitos de credores e de acionistas não-controladores, dos mecanismos ligados a governança corporativa, da credibilidade e eficiência das instituições e do respeito à liberdade contratual. O segundo ponto é o de que o êxito do direito em mitigar os efeitos negativos de tais assimetrias, custos e conflitos resulta na ampliação dos mercados financeiro e de capitais e na ampliação do acesso a financiamento por parte das empresas; enquanto que o insucesso nessa tarefa é atrelado a

⁴⁶ Em complemento às análises, vale lembrar da existência de um movimento de convergência entre os sistemas jurídicos do “common” e do “civil law”, com crescente influência da jurisprudência no “civil law” e exemplos de codificação no “common law”. Sobre o tema, coloca MUNHOZ (2015, pp. 269, grifo nosso): “no campo da aplicação das leis, o Judiciário exerce função de importância crucial. É que as leis nascem para ser interpretadas, ganhando significado variável no curso do tempo, segundo os valores dominantes e as transformações da sociedade. É inequívoco que a jurisprudência, mesmo no sistema de “civil law”, exerce função proeminente como fonte do direito. E essa função criadora do direito, exercida pela jurisprudência, é especialmente relevante no campo da regulação econômica, como é o caso do sistema falimentar, dada a velocidade com que se transformam as condições da vida empresarial na realidade hodierna. O conjunto de precedentes judiciais determina o significado, a cada período, das normas legais, sobretudo das cláusulas gerais previstas na lei, dando a diretriz necessária para a construção de um ambiente pautado pela segurança e previsibilidade. É a partir das decisões dos tribunais a respeito de determinado texto legal que os investidores podem prever quais serão as consequências de suas ações, algo fundamental para o planejamento. A mera leitura de um texto legislativo não pode conferir o mesmo nível de previsibilidade e de segurança quanto ao resultado de ações futuras”.

altos níveis de concentração societária, baixa disponibilidade de financiamento externo, reduzido mercado acionário e também reduzido mercado de dívidas.

Por fim, na linha da “teoria das naturezas jurídicas”, a forma como o direito se desenvolve é relacionada com as características próprias de cada contexto específico. Nos casos de maior concentração histórica de capital, é esperado que a tradição jurídica tenha se dedicado à regulação de conflitos entre controladores e não-controladores, enquanto que em casos de maior dispersão acionária, é provável que o direito tenha focado em disputas entre administradores e acionistas. Ou seja, a realidade de cada economia é parte integrante de qualquer estudo a ser conduzido sobre esta temática, pois ela determina o caminho traçado pela evolução do direito. No caso do Brasil, suas particularidades institucionais, micro e macroeconômicas, como a concentração da propriedade do capital, altas taxas de juros, desequilíbrio fiscal e insegurança jurídica, apenas para citar algumas, são decisivas ao se analisar a função exercida pelo direito.

É esse o contexto que se deve ter em mente para o estudo do caso prático disposto no Capítulo 3. Assim, com base nessa revisão de literatura, e nas conclusões aqui traçadas, a próxima seção se destina à análise de uma companhia brasileira cujas decisões de financiamento foram influenciadas pelo ambiente jurídico em que ela esteve inserida.

3. ESTUDO DE CASO: OI S.A.

3.1. Introdução e metodologia

Após analisar teorias sobre estrutura de capital, que colocam assimetrias informacionais, custos de falência e conflitos de agência como as principais variáveis na escolha de financiamento das companhias, e após tratar de estudos empíricos indicando o direito como um instrumento capaz de mitigar tais assimetrias, custos e conflitos, este Capítulo será dedicado ao exame de um caso concreto inserido nessa problemática. O objetivo, portanto, é o de examinar uma companhia que se serviu tanto do mercado financeiro quanto do de capitais para obter recursos e, então, notar o papel do direito na tomada de decisão. A colaboração deste Capítulo, e desta dissertação, será, justamente, a aplicação dos estudos apresentados em casos concretos: analisar-se-á como o direito balizou a escolha pela empresa entre emissão de ações e contratação de dívidas, e, por fim, concluir-se-á se as teorias e os estudos empíricos foram verificados, ou não, nessa situação real.

Dessa forma, com diversas emissões de debêntures realizadas na última década, com ações em circulação há quase 20 anos, com a realização de um lançamento de ações (“follow-on”) no ano de 2014, com atividades de dimensão nacional, e pela posição de destaque que desempenhou no mercado desde sua criação, a Oi S.A. foi escolhida para a realização do estudo. Além disso, apesar do recente pedido de recuperação judicial, trata-se ainda de uma das principais provedoras de serviços integrados em telecomunicação no Brasil, atuando em todo o país e oferecendo serviços que incluem telefonia fixa e móvel, transmissão de dados, televisão, serviços de internet, entre outros, para clientes residenciais, corporativos e entes governamentais.

Vale também esclarecer dois outros pontos importantes na escolha dessa empresa. O primeiro deles é o de que a presença de um dos maiores acionistas da Oi S.A. na mídia brasileira ao longo de 2015, 2016 e 2017, a Andrade Gutierrez, não influenciou esta escolha pela companhia – as análises aqui presentes se limitam ao período de tempo que se encerra com o mencionado “follow-on” e, portanto, possuem como corte o primeiro semestre de 2014. O segundo ponto é o de que o recente pedido de recuperação judicial também não possui relações com a escolha da empresa para o estudo, tendo em vista que o

projeto da presente dissertação já estava estruturado anos antes de isso ocorrer. Esses dois acontecimentos, aliás, reforçam a importância desta dissertação: como será visto, questionamentos acerca da governança da empresa estão longe de ser recentes, pois estão historicamente presentes em sua vida corporativa, impactando diretamente sua estrutura de capital – e, no que tange a seu endividamento, desde os anos 2000 já era possível identificar indícios de que sua situação financeira não era sustentável.

Assim, a escolha pela Oi S.A. se justifica (i) por suas estratégias de financiamento, que envolvem tanto a emissão de ações, quanto a contratação de dívidas, (ii) por sua relevância no mercado nacional e internacional e, em função disso, (iii) pela disponibilidade de informações acerca da companhia durante a fase de pesquisas desta dissertação.

A metodologia utilizada nesta análise corresponde ao exame dos principais eventos vivenciados pela companhia ao longo da última década, até o início de 2014; da evolução do preço de suas ações no mercado; dos principais índices de endividamento; e dos respectivos documentos societários. Buscar-se-á contextualizar as principais condutas da Oi S.A. e do Grupo Telemar no mercado de capitais, explorar os impactos do endividamento em seu balanço e, então, compreender os motivos que a levaram a emitir ações no começo de 2014 sob o prisma do direito. Serão analisadas as principais divulgações feitas pela empresa e publicadas em seu Portal de Relacionamento com Investidores e no site da CVM, os “ratings” divulgados pela Moody’s, agência que acompanhou a empresa de forma próxima ao longo desses anos, e, como não poderia deixar de ser, serão examinados os demonstrativos financeiros da Oi S.A. A partir destas informações, ficará evidente o modo como o direito, e, em particular, a governança corporativa, constituiu fator relevante à companhia em suas decisões de financiamento.

3.2. Entrada da Oi S.A. no mercado de telecomunicações brasileiro e fatos que marcaram seu histórico recente

Em julho de 1998, sob o primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso, o Brasil passou pelo processo de privatização de seu setor de telecomunicações. A Telecomunicações Brasileiras S.A. (“Telebrás”), foi desmembrada e, as empresas resultantes, agrupadas em três mercados de atuação distintos: (i) telefonia *fixa* e de longa distância; (ii) telefonia *celular* em áreas consideradas mais favorecidas economicamente

(região sul e São Paulo); e (iii) telefonia *celular* em áreas consideradas menos favorecidas economicamente (demais regiões do Brasil). Segundo as normas do Plano Geral de Outorgas de Serviço de Telecomunicações, instituído pelo Decreto nº 2.534, de 2 de abril de 1998, apenas uma empresa em cada um destes três grupos poderia ser adquirida pelo mesmo controlador e, no caso desta cisão da Telebrás, não houve restrições quanto à participação de capital estrangeiro nos consórcios candidatos às aquisições. Dessa forma, das companhias fruto da cisão da Telebrás, as três empresas que lideravam o setor de telefonia *fixa* foram adquiridas por três grupos econômicos distintos: Telecomunicações de São Paulo S.A. (Telesp) foi comprada pelo consórcio liderado por espanhóis e portugueses, liderados pela Telefônica S.A. (esta empresa resultaria na atual Vivo S.A.); Tele Centro Sul Participações S.A. foi obtida pelo consórcio composto pelo grupo Banco Opportunity de Investimento S.A. (“Opportunity”), fundos de pensão e entidades italianas (esta companhia seria posteriormente convertida na Brasil Telecom S.A. – “Brasil Telecom”); e, finalmente, a Tele Norte Leste Participações S.A. (“Tele Norte Leste”) foi adquirida pelo consórcio totalmente brasileiro, liderado pelos grupos Andrade Gutierrez e La Fonte, financiados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”). Após a compra, a Tele Norte Leste foi convertida na Telemar Norte Leste S.A. (“Telemar Norte Leste”) e, posteriormente, na Oi S.A., objeto do presente estudo.

Desde então, a Telemar Norte Leste / Oi S.A. vivenciou situações que, aos poucos, minaram sua credibilidade junto ao mercado. A primeira delas corresponde a rumores de que a então Tele Norte Leste, justamente uma das empresas privatizadas que mais precisaria passar por reestruturações, não possuiria um investidor estratégico com experiência, capacidade financeira e “know-how” no setor de telecomunicações. Além disso, também não foi bem recebido pelo mercado o fato de que os novos controladores, vencedores no processo de privatização, não tinham tradição na gestão de companhias abertas e listadas em bolsa. Havia temores em relação ao tratamento que seria concedido aos acionistas minoritários desta companhia e de suas subsidiárias. Diante disso, a interpretação do mercado acionário foi contundente: as ações das empresas controladas pela Tele Norte Leste, como a Telecomunicações do Estado do Rio de Janeiro S.A. (Telertj) e a Telecomunicações de Minas Gerais S.A. (Telemig), perderam de 27% a 37% de seu valor nos dez dias que se seguiram ao leilão, em comparação com uma queda de 10% no índice da Bolsa de Valores de São Paulo durante o mesmo período (NOVAES, 2000, pp. 174).

Polêmicas ligadas ao próprio processo de privatização também tiveram impactos negativos sobre as companhias e sobre os grupos que participaram do leilão. A Tele Norte Leste, por exemplo, foi adquirida com ágio de somente 1% sobre o valor mínimo estipulado, o menor entre todas as entidades leiloadas. Em seguida, poucas semanas após a conclusão das aquisições, vieram à tona gravações ilícitas de linhas telefônicas relacionadas ao BNDES que indicariam favorecimento à Andrade Gutierrez e ao Opportunity no processo de privatização. Além disso, a própria aquisição pelo BNDES de 25% do capital votante da Tele Norte Leste, poucos dias após o leilão, também foi recebida com estranheza pelo mercado, que questionou a justificativa econômica desse movimento. Em meio a escândalos que passam por tráfico de influências e por corrupção, o então Ministro das Comunicações (Luiz Carlos Mendonça de Barros), o Presidente do BNDES na época (André Lara Resende), diretores do Banco do Brasil e também gestores do Fundo Previ perderam seus mandatos. Os primeiros anos de atividade da Tele Norte Leste foram, portanto, marcados por conotações negativas em relação à sua gestão e à sua credibilidade⁴⁷.

No ano de 2006, a Tele Norte Leste passou por outros episódios que desgastaram sua imagem perante a minoritários e prejudicaram a estabilidade de sua governança corporativa. Após o lançamento de um “Programa de Aquisições de Ações de Emissão da Própria Companhia” em 2 de junho de 2004⁴⁸ e em 26 de janeiro de 2005⁴⁹, ambos sem significativa adesão dos minoritários⁵⁰, cuja finalidade foi a de comprar ações em circulação no mercado secundário para o posterior cancelamento ou manutenção em tesouraria, a companhia publicou em 17 de abril de 2006 uma proposta de Reestruturação Societária do Grupo Telemar. Em linhas gerais, propunha-se a pulverização do controle da Tele Norte Leste, a partir da conversão de ações preferenciais em ações ordinárias, de

⁴⁷ Trata-se de conhecimento público, mas à título ilustrativo: “Privatização aconteceu em 1998 cercada por escândalo”. Portal Record de Notícias (R7), 3 de maio de 2010. Disponível em: <http://noticias.r7.com/tecnologia-e-ciencia/noticias/privatizacao-aconteceu-em-1998-cercada-por-escandalo-20100301.html>. Acesso em 18 de março de 2017; “BNDES não pode vender ação da Norte Leste”. Folha de São Paulo, 21 de novembro de 1998. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc21119809.htm>. Acesso em 18 de março de 2017; “PF vai investigar venda da Telemar”. Folha de São Paulo, 29 de agosto de 2001. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc2908200106.htm>. Acesso em 18 de março de 2017.

⁴⁸ Ata da 236ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, realizada em 2 de junho de 2004, disponível no Portal da CVM. Acesso em 19 de março de 2017.

⁴⁹ Ata da 251ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, realizada em 26 de janeiro de 2005, disponível no Portal da CVM. Acesso em 19 de março de 2017.

⁵⁰ Fato Relevante divulgado em 26 de novembro de 2004 e Demonstrações Financeiras Anuais Completas referentes ao ano de 2005 (pp. 113), ambas disponíveis no Portal da CVM. Acesso em 19 de março de 2017.

modo que a companhia pudesse melhorar suas práticas de governança corporativa e integrar o segmento de Novo Mercado⁵¹. Com margens e receitas cada vez mais restritas, a Tele Norte Leste previa que novos investimentos seriam necessários para aumentar sua competitividade e, com esta proposta de reorganização societária, a companhia buscava melhorar a qualidade de sua gestão e, de quebra, simplificar sua organização societária e abrir uma porta de saída a integrantes do bloco de controle que, eventualmente, discordassem da gestão da companhia (daí chamar esta reorganização de “pulverização”). A proposta, portanto, tornaria o bloco de controle homogêneo (pois, acionistas que, por algum motivo, estivessem descontentes poderiam vender suas ações de controle) e, ainda, lançaria bases para novos investimentos, que se mostravam cada vez mais iminentes.

Esta conversão de ações, portanto, apresentava razoável racional econômico, não fosse pelo alto prêmio de controle exigido pelos controladores: a partir da matemática de conversão de ações preferenciais em ordinárias, o prêmio que seria pago aos acionistas do bloco de controle passaria dos 20%. Esta constatação atraiu a atenção do mercado e, principalmente, dos acionistas minoritários da companhia, que se sentiram prejudicados. A intensidade do movimento parece também ter chamado a atenção da CVM que, por coincidência ou não, divulgou, poucos meses depois, o Parecer de Orientação nº 34/06, contrário à forma como o prêmio de controle havia sido determinado. De acordo com a CVM, caso a desproporcionalidade entre o valor da ação integrante do bloco controlador e o da ação detida pelos demais acionistas não seja justificada por critérios econômicos objetivamente verificáveis, a deliberação determinando tais preços deverá ser votada pelos acionistas não-controladores, em assembleia formal. Estariam impedidos de votar, nessa situação, os acionistas controladores que se beneficiariam dessa decisão⁵².

O Parecer foi de encontro à forma como a Tele Norte Leste havia lançado seu “Programa de Aquisições de Ações de Emissão da Própria Companhia”. Assim, o próprio Grupo Telemar consultou a CVM sobre a aplicação do Parecer de Orientação nº 34/06 em seu caso específico de sua reestruturação societária e, em resposta dada no dia 17 de outubro de 2006, a autoridade confirmou a interpretação, em prejuízo da companhia⁵³. Em

⁵¹ Fato Relevante divulgado em 17 de abril de 2006, disponível no Portal de Investidores da Oi S.A. em: http://v4-oi.foinvest.com.br/ptb/1239/Fato_Relevante_Telemar_17abr06.doc. Acesso em 8 de maio de 2016.

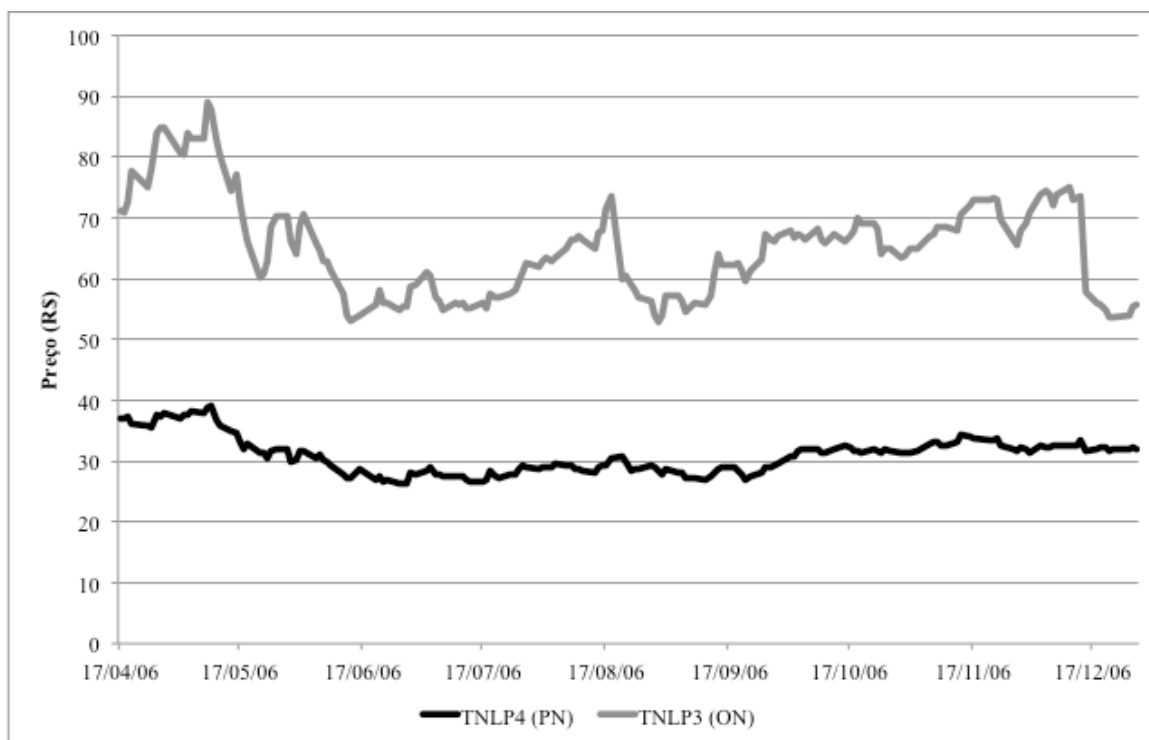
⁵² Parecer de Orientação CVM nº 34. Aprovado pelo Colegiado sob Presidência de Marcelo Fernandez Trindade. Data da aprovação: 18 de agosto de 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare034.html>. Acesso em 13 de julho de 2014.

⁵³ Processos CVM nº RJ2006/7204 e nº RJ2006/7213, Reg. Col. no 5275/06. Diretor Relator: Pedro Oliva Marcilio de Souza. Data de Julgamento: 17 de outubro de 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5275-0.pdf>. Acesso em 8 de maio de 2016.

15 de dezembro de 2006, acionistas preferencialistas finalmente vetaram a reorganização societária em Assembleia Geral Extraordinária, rejeitando a proposta por maioria⁵⁴.

Dessa forma, o Grupo Telemar teve sua imagem desgastada junto ao mercado no que tange a suas práticas de governança corporativa e ao respeito a acionistas minoritários, conforme aponta o histórico das cotações de ações da Tele Norte Leste. Note-se que ações preferenciais terminaram este período com queda de quase 12% em relação a seu preço inicial, enquanto as ordinárias sofreram perda de mais de 20%. Ainda, não se pode deixar de mencionar a queda registrada nas ações ON: após rejeição da proposta de reorganização societária, o preço do papel caiu, do dia 15 de dezembro de 2006 (sexta-feira) para 18 de dezembro de 2006 (segunda), de BRL 73,65 para BRL 55,70.

Cotações TNLP3 e TNLP4 entre 17 de abril de 2006 e 17 de dezembro de 2006



Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

Poucos meses depois, em 10 de abril de 2007, a Tele Norte Leste, a Telemar Norte Leste e a Telemar Participações S.A. divulgaram Fato Relevante que trazia condições gerais de uma “Oferta Pública Voluntária para Aquisição de Ações Preferenciais”, apresentando os mesmos objetivos da já mencionada reorganização societária. Esta oferta

⁵⁴ Comunicado ao Mercado publicado em 15 de dezembro de 2006, disponível no Portal de Investidores da Oi S.A. em: http://ri.oi.com.br/oi2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43697&conta=28&id=0&temp=1&tdoc=3&adoc=2006. Acesso em 8 de maio de 2016.

foi, então, concretizada por meio de Edital publicado em Portal de Investidores e suas condições finais foram conhecidas pelo mercado. Em resumo, propunha-se a aquisição, pelo Grupo Telemar, da totalidade das ações preferenciais de emissão da Tele Norte Leste (TNLP4) e da Telemar Norte Leste (TMAR5). Quanto às ações TNLP4, a referida oferta estaria condicionada à aquisição de ao menos 2/3 das ações preferenciais em circulação, sob pena de a oferta não ser concluída⁵⁵.

Inicialmente, o Grupo Telemar ofereceu BRL 35,09 por cada ação TNLP4 e BRL 52,39 por cada TMAR5. Quanto a estas, houve sucesso na oferta e a companhia adquiriu cerca de 10MM de ações TMAR5. Por outro lado, houve baixa adesão à oferta por TNLP4 e a data do respectivo leilão foi postergada por alguns meses. Ainda, quase um mês antes de sua ocorrência, em 31 de agosto de 2007, o grupo elevou os preços para BRL 45,00 no caso da TNLP4, tudo para possibilitar maior participação por parte dos acionistas preferenciais. Mesmo assim, apesar desses esforços, foram oferecidas à venda pouco mais de 50% das ações preferenciais mencionadas, número inferior ao mínimo de 2/3 especificado no Edital. Dessa forma, a compra das ações preferenciais TNLP4 pelo Grupo Telemar não foi realizada, e elas permaneceram sob titularidade de seus proprietários anteriores à data do leilão⁵⁶.

É interessante notar o provável porquê de os preferencialistas TNLP4 terem optado por permanecerem de fora da oferta de recompra. Ao que parece, o valor de BRL 35,09, ou mesmo de BRL 45,00, seria muito baixo em relação à cotação do papel naqueles meses (BRL 40,00 em média). Mesmo numa análise simples e visual, a partir do gráfico abaixo, tais valores também são pequenos em relação a preços históricos do papel. Por fim, tendo em vista a grande valorização que as ações ordinárias tiveram a partir de 2005, seus preços destoaram em relação às cotações das preferenciais e, portanto, haveria uma tendência de que as ações preferenciais se valorizassem, a fim de que as curvas voltassem a caminhar juntas, como demonstra o gráfico abaixo. Vender TNLP4 ao preço ofertado pelo Grupo Telemar parecia indicar uma limitação a ganhos, pois o investidor abriria mão dos retornos futuros projetados.

⁵⁵ Edital de Oferta Pública Voluntária para Aquisição de Ações Preferenciais, publicado em 24 de julho de 2007, disponível no Portal de Investidores da Oi S.A. em: <http://v4-oi.infoinvest.com.br/ptb/1105/Edital%20de%20OPA%20Telemar.pdf>. Acesso em 8 de maio de 2016.

⁵⁶ Comunicado ao Mercado, publicado em 11 de outubro de 2007, disponível no Portal de Investidores da Oi S.A. em: http://v4-oi.infoinvest.com.br/ptb/1145/2007.10.11_Comunicado%20ao%20Mercado%20TNL_%20TmarPart_Resultado%20OPA.pdf. Acesso em 8 de maio de 2016.

Cotações TNLP3 e TNLP4 entre 2 de outubro de 1998 e 28 de dezembro de 2007



Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

Assim como havia ocorrido em 2006, ficou a impressão de que o bloco controlador do Grupo Telemar agiu em detrimento dos acionistas minoritários: ao ofertar preços de aquisição tão baixos, controladores poderiam adquirir ações preferenciais a custo baixo e obter altos rendimentos com a subida do preço das ações, como se houvessem recebido certo prêmio / desconto na compra desses papéis. Não foi à toa que minoritários detentores de TNLP4 não participaram do leilão e que as cotações terminaram 2007 em queda. Mais uma vez, a governança corporativa do Grupo Telemar e sua imagem perante ao mercado ficaram abaladas e este desgaste foi precificado no mercado acionário.

Um outro evento que impactou a reputação do Grupo Telemar foi a fusão entre a Tele Norte Leste e a Brasil Telecom (ocorrida em 2008⁵⁷, mas cuja integração total foi concluída em 2010) e a proposta de simplificação societária que a acompanhou. De um lado, por meio do Decreto nº 6.654, de 20 de novembro de 2008, o Plano Geral de Outorgas de Serviço de Telecomunicações foi alterado poucos meses antes da fusão e permitiu que um mesmo acionista controlasse duas operadoras no mesmo setor (como mencionado, esse acúmulo de controle era originalmente vedado, quando da privatização). Somando-se às declarações de membros do governo favoráveis à fusão, como o então Ministro das Comunicações Helio Costa⁵⁸, houve a impressão de que regras do jogo teriam

⁵⁷ Iniciada com a divulgação por parte da Brasil Telecom S.A. de Fato Relevante em 25 de abril de 2008.

⁵⁸ Vide “Fusões na telefonia. E o risco de feitiçaria de Hélio Costa”. Portal Revista Veja, publicado em 1 de maio de 2007. Disponível em: <http://veja.abril.com.br/blog/reinaldo/geral/fusoes-na-telefonia-risco-feiticaria-helio-costa/>. Acesso em 8 de maio de 2016; “Hélio Costa acredita em Ganhos ao Consumidor com Fusão de Teles”. Portal Terra IDGNOW!, publicado em 20 de fevereiro de 2008. Disponível em: <http://idgnow.com.br/>

sido alteradas em benefício da companhia e de seus controladores. Além disso, no mesmo ano da referida fusão, a Tele Norte Leste e a Telemar Norte Leste conduziram oferta pública voluntária para a aquisição de ações preferenciais de emissão da Brasil Telecom S.A.⁵⁹ Porém, como indica o gráfico abaixo, o preço das ações dessas companhias declinou ao longo de todo o ano de 2008.

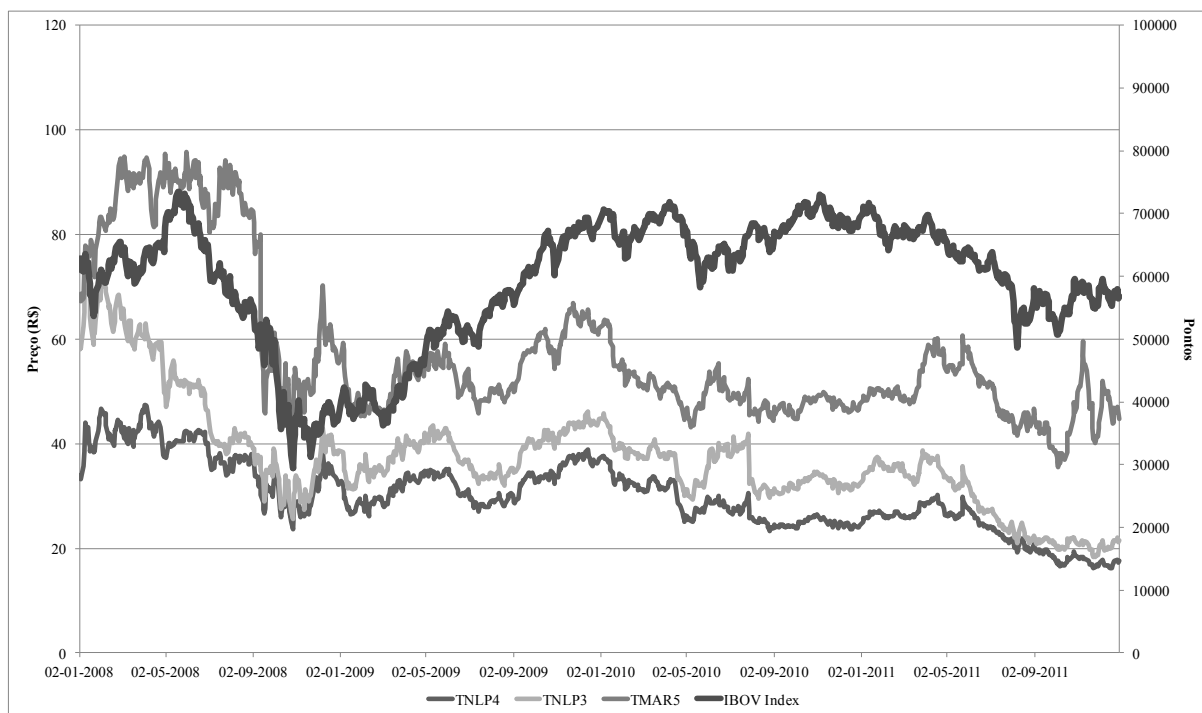
Em janeiro de 2010, quase dois anos após a aquisição que custou cerca de BRL 12Bi aos cofres do Grupo Telemar, o mercado foi surpreendido com a divulgação de que foram encontrados passivos ocultos nos demonstrativos financeiros da Brasil Telecom, ligados a contingências jurídicas⁶⁰. A empresa de auditoria contratada pelo Grupo Telemar para analisar a Brasil Telecom identificou valores correspondentes a processos transitados em julgamento desfavoráveis à companhia que superavam os montantes até então estimados: a conta de contingências fiscais aumentou em BRL 1,29Bi, resultando num total de BRL 2,53Bi. As ações das companhias envolvidas despencaram 10% nos 10 dias que seguiram à divulgação e, tendo em vista que os controladores já haviam recebido valores correspondentes às vendas das ações que detinham, diminuindo sua participação / retirando-se da empresa, novamente minoritários tiveram de arcar com as perdas de valor nos papéis de sua titularidade.

mobilidade/2008/02/20/helio-costa-acredita-em-ganhos-ao-consumidor-com-fusao-de-teles. Acesso em 8 de maio de 2016; “Fusão Oi-Brasil Telecom Divide Analistas”. Portal G1 de Informações, publicado em 12 de janeiro de 2008. Disponível em: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL256557-9356,00-FUSAO+OIBRASIL+TELECOM+DIVIDE+ANALISTAS.html. Acesso em 8 de maio de 2016; e “Entenda o processo de fusão entre a Oi e a Brasil Telecom”. Jornal Estado de São Paulo, em 17 de dezembro de 2008. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,entenda-o-processo-de-fusao-entre-a-oi-e-a-brasil-telecom,295353>. Acesso em 26 de março de 2017.

⁵⁹ Vide Fato Relevante, publicado em 8 de maio de 2008, e também Edital de Oferta Pública Voluntária para Aquisição de Ações Preferenciais de Emissão de Brasil Telecom S.A. por conta e ordem de Tele Norte Leste Participações S.A. e Telemar Norte Leste S.A., de 19 de junho de 2008, ambos disponíveis no Portal da CVM.

⁶⁰ Fato Relevante, publicado em 14 de janeiro de 2010, disponível no Portal de Investidores da Oi S.A. em: http://v4-oi.infoinvest.com.br/ptb/6836/2010.01.14_Fato%20Relevante_nova%20provisao%20na%20BRT.pdf. Acesso em 8 de maio de 2016.

Cotações TNLP3, TNPL4 e TMAR5 entre 2 de janeiro de 2008 e 29 de dezembro de 2011, em comparação com o Índice Bovespa



Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

O aumento de capital ocorrido em março de 2011 por parte da Tele Norte Leste e da Telemar Norte Leste, no contexto do início da integração do grupo com a Portugal Telecom⁶¹, também foi alvo de indagações por parte do mercado, e a operação foi questionada na CVM por um dos integrantes do grupo de minoritários, a Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações⁶². A reclamação à CVM alegou que as companhias envolvidas não prestaram informações suficientes ao mercado para que minoritários analisassem a prerrogativa de exercer seus direitos de preferência na subscrição de ações, bem como manifestassem pedido firme de subscrição de sobras⁶³. Nesse sentido, faltariam informações no que tange ao posicionamento dos acionistas integrantes do bloco de controle quanto a se acompanhariam, ou não, o aumento de

⁶¹ Aumento de capital anunciado em Fato Relevante, publicado em 25 de janeiro de 2011, disponível no Portal da CVM.

⁶² Processo CVM nº RJ2011/2854, Reg. Col. 7729/2011. Diretor Relator: Pablo Renteria. Data de Julgamento: 24 de fevereiro de 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2015/20150224/7729.pdf>. Acesso em 22 de março de 2017.

⁶³ Em particular, alega-se que o disposto no item 5, alínea “e”, do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2008 não teria sido seguido: “5. Em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações: (...) e. Em se tratando de subscrição particular, informar se as partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, subscreverão ações no aumento de capital, especificando os respectivos montantes, quando esses montantes já forem conhecidos”.

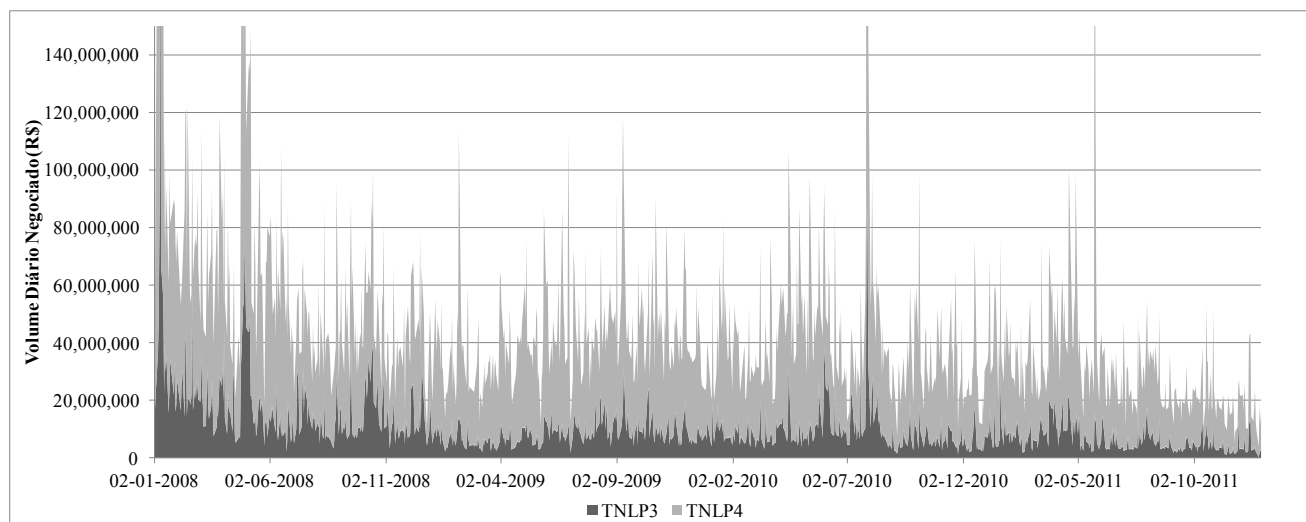
capital⁶⁴ (ao final do processo, controladores acompanharam a emissão na proporção de seu controle apenas em TMAR5). Além disso, alegou-se que o prazo fixado para o exercício desses direitos era inadequado, pois se encerraria poucos dias antes da data limite para a divulgação das demonstrações financeiras auditadas da Tele Norte Leste e da Telemar Norte Leste referentes ao exercício de 2010. Isso ensejaria, na opinião do reclamante, assimetria informacional entre minoritários e controladores, pois presumiria-se que estes últimos teriam a possibilidade de decidir sua participação nos aumentos dispondo das informações financeiras ainda não compartilhadas com o mercado.

Em 2015, quase quatro anos depois, o Colegiado da CVM negou provimento à demanda, seguindo de modo unânime o voto do Diretor-Relator. Nesse sentido, (i) o item 5, alínea “e”, do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2008 requer que as partes relacionadas somente informem se subscreverão ações no aumento de capital “caso tais montantes já forem conhecidos”. Como não havia, no entendimento do Colegiado, provas cabais de que a Tele Norte Leste e a Telemar Norte Leste já conhecessem, de antemão, a intenção dos controladores, a CVM não teria como chegar a tal conclusão. Além disso, (ii) por mais que a Portugal Telecom já tivesse informado, em apresentação a investidores em 28 de janeiro de 2011, a conduta que seria tomada pelo grupo controlador, abrindo brechas ao argumento (i), o aludido item 5 do Anexo 14 requer tal divulgação para aumentos de capital aprovados em assembleia de acionistas, e não em conselho de administração. Tal necessidade apenas se estenderia a aumentos aprovados por conselhos de administração com a entrada em vigor, em 1º de janeiro de 2015, da Instrução CVM no 552/2014, posterior, portanto, aos eventos em tela. Dessa forma, ao final do processo, em 2015, rejeitaram-se as reclamações apresentadas pelo Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações.

Em meio à discussão, os preços das ações das companhias declinaram (gráfico de preços, acima), apesar da alta liquidez apresentada no período (gráfico de liquidez, abaixo).

⁶⁴ “18. De acordo com a Recorrente, a justificativa apresentada pelas companhias – segundo a qual tais informações não foram divulgadas porque não eram conhecidas – seria inaceitável, por duas razões. A uma, porque Portugal Telecom havia divulgado a seus investidores informações sobre a participação dos Acionistas do Bloco de Controle nos aumentos de capital, sendo de se supor que estas também eram de conhecimento da TNL e da TMAR. A duas, porque “existe uma unidade de políticas administrativas, operacionais e financeiras” entre companhias controladas e controladoras, que afasta a possibilidade de as controladas TNL e TMAR desconhecerem as intenções de seus controladores. 19. Por fim, a Recorrente alegou no recurso que a omissão das aludidas informações se revelou prejudicial aos investidores. Argumentou, nessa direção, que após a realização dos aumentos, descobriu que os controladores LF TEL e AG Telecom exerceram o direito de preferência exclusivamente em relação ao papel TMAR5, o que resultou no descolamento dos preços das ações de emissão de TMAR em relação aos preços das ações de TNL, nos 20 (vinte) pregões que se seguiram aos aumentos de capital”.

Históricos de liquidez TNLP3 e TNPL4 entre 2 de janeiro de 2008 e 29 de dezembro de 2011



Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

Enfim, a conclusão em relação a este histórico é a de que o Grupo Telemar, após vencer o leilão da privatização do setor de telecomunicações, em 1998, passou por situações que abalaram sua reputação perante ao mercado no que tange a governança corporativa, expectativas de crescimento, controle acionário e transparência em relação a acionistas. Tudo isso, somado à carga de endividamento fruto da fusão com a Brasil Telecom e ao fato de o ramo das telecomunicações ser altamente regulado e sujeito a decisões políticas, fez com que o mercado precificasse os papéis do Grupo Telemar de modo prejudicial à companhia. Como resultado, na perspectiva do grupo, não haveria ambiente para novas emissões de ações, pois investidores apenas adquiririam os papéis após descontos que lhes parecessem razoáveis. A companhia se distanciou do mercado de “equities” e só voltaria no primeiro semestre de 2014.

3.3. Contratação e emissão de dívidas

Diante da baixa receptividade do mercado acionário em relação a seus papéis, a Oi S.A. voltou-se ao mercado de dívidas para satisfazer suas necessidades de caixa. Esta seção será destinada ao estudo dos números da companhia e de seus “ratings” ao longo dos últimos anos, de modo a demonstrar que, ao final de 2013, a Oi S.A. já tinha exaurido sua capacidade de se financiar por meio de dívidas: a injeção de capital próprio tornaria-se

inevitável. Para fins desta análise, serão considerados eventos a partir de 2010, isto é, posteriores aos acontecimentos mencionados na seção anterior.

Agências de “ratings” costumam lançar relatórios de avaliação à medida que as companhias emitem títulos de dívidas no mercado. Portanto, será analisada a evolução dos “ratings” da Oi S.A. à medida que a companhia realizou, de 2010 a 2014, as emissões nos mercados brasileiro e externo dispostas abaixo:

ISIN		Emissor	Moeda	Valor emitido	Data de emissão	Vencimento	Prazo
BROIBRDBS052		Oi SA	BRL	1.500.000.000,00	28/03/2013	28/03/2019	6 anos
BROIBRDBS037		Oi SA	BRL	400.000.000,00	15/03/2012	15/03/2017	5 anos
BROIBRDBS045		Oi SA	BRL	1.600.000.000,00	15/03/2012	15/03/2020	8 anos
RegS 144A	USP18445AG42 US10553MAD39	Oi Brasil Holdings Cooperatief UA	USD	1.500.000.000,00	10/02/2012	10/02/2022	10 anos
BROIBRDBS029		Oi SA	BRL	2.350.000.000,00	28/12/2011	28/12/2018	7 anos
RegS 144A	USP18445AF68 US10553MAC55	Oi SA	BRL	1.100.000.000,00	15/09/2011	15/09/2016	5 anos
BROIBRDBS011		Oi SA	BRL	1.000.000.000,00	08/08/2011	08/08/2017	6 anos
BRTMARDBP002		Telemar Norte Leste SA	BRL	446.481.000,00	18/02/2011	01/02/2031	20 anos
RegS 144A	XS0569301327 XS0569301830	Telemar Norte Leste SA	EUR	750.000.000,00	15/12/2010	15/12/2017	7 anos
RegS 144A temp/unrestr.	USP9037HAL70 US87944LAE92 US87944LAF67	Telemar Norte Leste SA	USD	1.787.025.000,00	15/09/2010	23/10/2020	10 anos
BRTMARDBS048		Telemar Norte Leste SA	BRL	1.753.970.000,00	15/04/2010	15/04/2014	4 anos
BRTMARDBS055		Telemar Norte Leste SA	BRL	496.030.000,00	15/04/2010	15/04/2020	10 anos

Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

É interessante notar a evolução dos “ratings” da Oi S.A. ao longo deste período. Até 2010, o grupo econômico era bem avaliado pela Moody’s, que classificava a Telemar Norte Leste em Baa2/AAA, a Brasil Telecom em Baa2/AAA e, a Tele Norte Leste, em Baa3/AA1 (uma faixa abaixo das demais em função da organização societária do conglomerado, que a afastava dos ativos operacionais e da geração de caixa⁶⁵). Naquele período, o Grupo Telemar possuía posição dominante no mercado de telecomunicações e sua geração de caixa era satisfatória, segundo a agência. Assim, por mais que a aquisição da Brasil Telecom tenha elevado os níveis de endividamento da companhia, acreditava-se que os demais indicadores de crédito estariam de acordo com o “rating” atribuído e

⁶⁵ Em 2012, concluída a reorganização societária do grupo, a Tele Norte Leste deixou de existir. Seu último “rating” foi divulgado em 23 de dezembro de 2011, mantendo-se a nota Baa3/AA1.

esperava-se um movimento de redução em sua alavancagem. A avaliação do mercado era positiva e o contexto regulatório permitiria a manutenção de retornos elevados no setor. A questão da entrada de novos competidores já era prevista e, portanto, haveria a possibilidade de redução de margens no futuro, o que poderia dificultar a situação do Grupo Telemar (MOODY'S, 2009). No entanto, isso ainda parecia estar distante.

Ao longo do ano de 2010, no mesmo sentido, a avaliação da agência de risco continuou favorável ao Grupo Telemar. Dessa forma a emissão de “bonds” a investidores estrangeiros no valor de EUR 750MM foi vista como uma medida capaz de melhorar o perfil do endividamento da companhia, tendo em vista que os recursos da oferta seriam utilizados no refinanciamento de passivos existentes. “Ratings” mencionados foram, então, reafirmados (MOODY'S, 2010). Em 2011, as emissões de debêntures de BRL 1Bi e de BRL 2,35Bi também foram analisadas da mesma forma: além de refinar passivos, melhorando o perfil de seu endividamento, os recursos seriam utilizados em investimentos da companhia e, por mais que seu endividamento aumentasse no curto prazo, a perspectiva era a de que, em 2012, a alavancagem retomaria padrões aceitáveis. Por outro lado, indicavam-se os riscos regulatórios, políticos e econômicos no setor de telecomunicações (vide os acontecimentos mencionados no início deste Capítulo) e a crescente competição no mercado brasileiro, que poderiam pressionar as margens de seus participantes (MOODY'S, 2011a & MOODY'S, 2011b).

O ano de 2012 foi um divisor de águas na situação do Grupo Telemar perante à agência de “ratings” Moody's. Em fevereiro, emissões de USD 1,5Bi em títulos no exterior com vencimento em 10 anos e de BRL 2Bi no Brasil em duas séries com vencimentos distintos ainda foram vistas como parte da estratégia para alongar os vencimentos de sua dívida e dar continuidade à agenda de investimentos. As expectativas para o restante do ano mantinham-se otimistas, na esteira dos relatórios previamente divulgados, que apostavam no ano de 2012 para que empresa retomasse níveis de crédito satisfatórios. Reconheceu-se que margens caíram em relação ao mesmo período do ano anterior, mas argumentou-se que a Oi S.A. estaria reduzindo seus custos e ganhando espaço na telefonia móvel (MOODY'S, 2012a & MOODY'S, 2012b). Em 27 de fevereiro de 2012, a agência reafirmou as notas da Telemar Norte Leste e da Brasil Telecom com base nos argumentos aqui mencionados:

A afirmação dos ratings reflete a estrutura operacional integrada das empresas do grupo e a existência de provisões de default cruzado (“cross default”) / aceleração de dívidas emitidas pela TMAR e BRT que unifica o risco de default

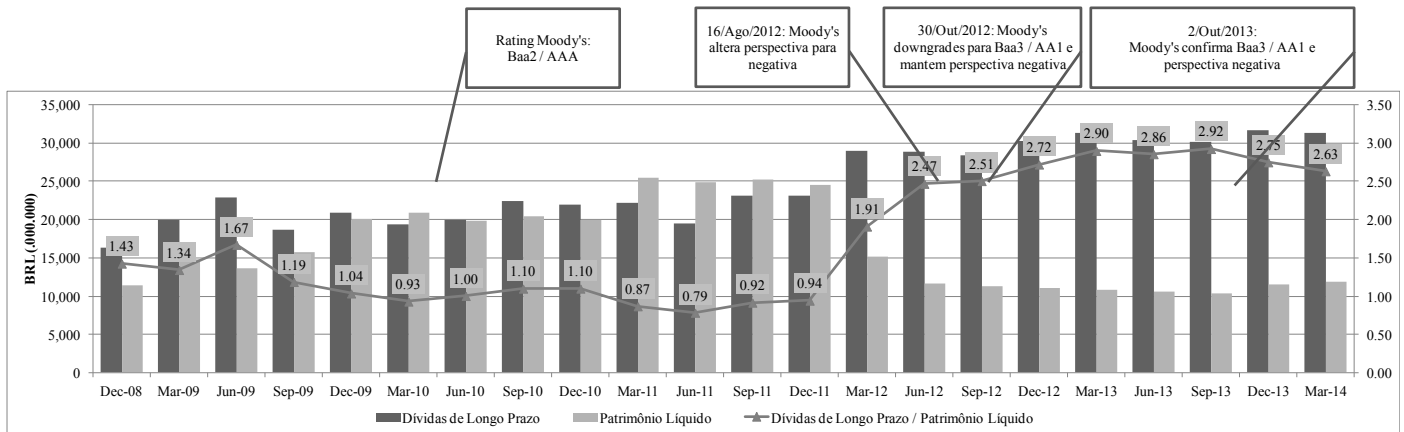
das entidades do grupo. (...) Os ratings Baa2 da TMAR e da BRT refletem a posição do grupo (“Oi”) como maior operador local por número de clientes, com 67,1 milhões de unidades geradoras de receita em setembro de 2011. Os ratings são sustentados também pela escala e diversidade de produtos da Oi, que deverá ajudar a neutralização da tendência atual de queda nas receitas de linhas-fixas, causada pela migração para serviços de telefonia móvel. A Oi conseguiu manter sua receita em níveis históricos nos últimos doze meses findos em setembro de 2011 (BRL 28,2 bilhões), apesar de notarmos uma contração nas margens (de 43,2% em 2010 para 41,3%) no mesmo período. (...) A perspectiva estável reflete as expectativas da Moody’s de que a Oi continuará reportando fortes margens operacionais, bem como manter uma gestão financeira prudente que inclui uma saudável posição de liquidez e dividendos limitados. A perspectiva estável também considera que a Oi irá manter sua alavancagem medida pela Dívida Líquida Total Ajustada sobre EBITDA dentro de 2,0x (1,8 vezes nos últimos doze meses findos em setembro de 2011) (MOODY’S, 2012c, pp. 2-3).

Em 16 de agosto 2012, no entanto, a agência colocou a Oi S.A. em revisão para possível rebaixamento, em função de sua alavancagem elevada. Com desempenhos e fluxos de caixa abaixo do esperado, a companhia não teria atendido às expectativas de voltar a índices de crédito satisfatórios, como apresentados em períodos anteriores a 2011. Margens teriam caído e, o ambiente competitivo, acirrado-se (MOODY’S, 2012d). No dia 31 de outubro de 2012, veio o downgrade formal para Baa3/AA1, após sua “Dívida Líquida”/EBITDA ter chegado a 4x, indicando nível de alavancagem superior ao de seus concorrentes⁶⁶. Seus compromissos de pagamento de dividendos também seriam excessivos em relação à geração de caixa. A perspectiva foi considerada negativa (MOODY’S, 2012e). Em 2013, esta avaliação foi mantida e os resultados apresentados no primeiro trimestre deste ano, apesar de ruins, foram considerados dentro das expectativas da agência (MOODY’S, 2013a). Esta foi a forma como o “rating” da Oi S.A. se encerrou em 2013.

A evolução dos números da Oi S.A. reflete o aumento de seu endividamento e ilustra a mudança de posicionamento dos “ratings” aqui mencionados. Pelo gráfico abaixo, pode-se observar que as dívidas de longo prazo da companhia aumentaram muito a partir de junho de 2011, enquanto que seu patrimônio líquido seguiu direção contrária. Assim, se é verdade que isso demonstra uma mudança no perfil de endividamento da Oi S.A., pois, de certa forma, dívidas de curto prazo teriam sido substituídas por passivos com vencimentos mais longos, sua proporção em relação ao patrimônio líquido chegou a um patamar muito superior ao observado no início do período: em junho de 2011, para cada BRL 1,00 de patrimônio líquido haveria BRL 0,79 em dívidas e, ao final de dezembro de

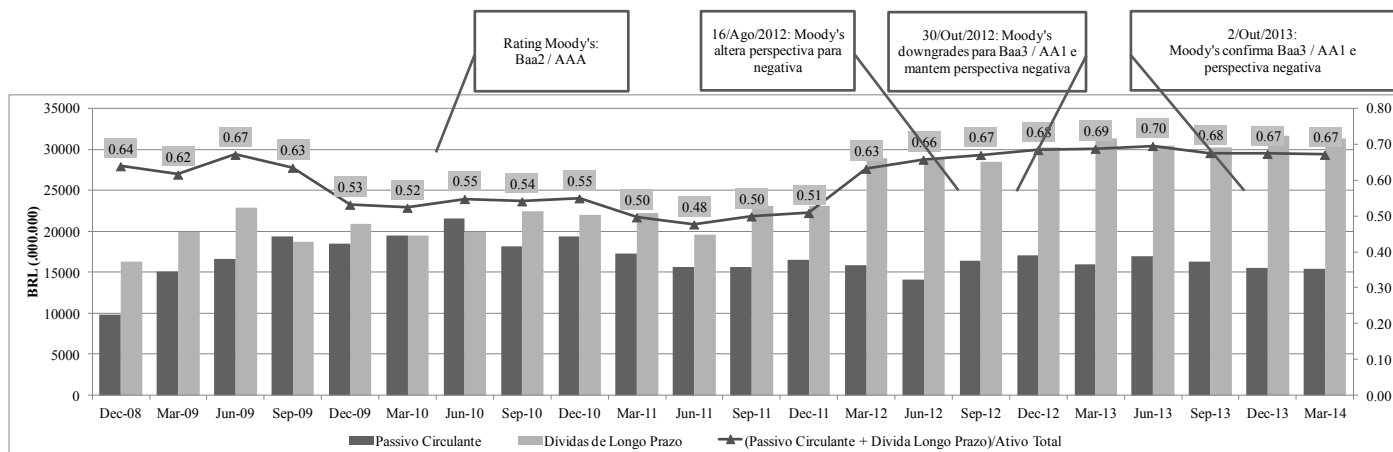
⁶⁶ Os gráficos disponibilizados nas próximas páginas trazem análises trimestrais. Quando anualizados, resultados são semelhantes.

2013, este número passou a BRL 2,75. O aspecto que mais chama a atenção é a mudança ocorrida entre dezembro de 2011 e março de 2012, quando a relação entre patrimônio líquido e de dívidas de longo prazo se inverteu. Foi justamente após este momento que a perspectiva da Oi S.A. foi alterada para negativa e, logo no trimestre seguinte, a companhia foi rebaixada para Baa3/AA1 em função, principalmente, de seu alto endividamento.



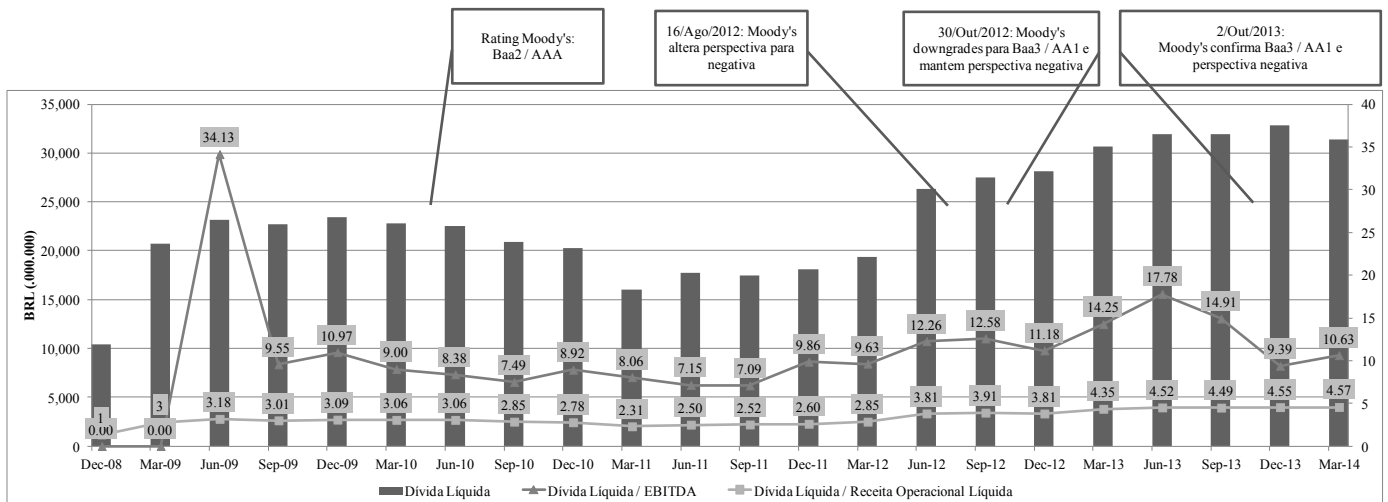
Fonte: NAHAS (2014).

Outra análise interessante que se pode fazer em relação à Oi S.A. diz respeito ao comportamento das dívidas de longo prazo, do passivo circulante e do ativo total. Percebe-se que, de fato, o perfil de alavancagem da companhia se alongou, mas, ao mesmo tempo, seu passivo circulante continuou em patamares praticamente constantes. Assim, uma possível conclusão é justamente aquela mencionada pela Moody's em suas análises: com emissões de dívidas, além de refinar parte de seu passivo, a empresa também aumentou seu nível de endividamento – basta notar que a *soma* das barras representantes do passivo circulante e das dívidas de longo prazo cresce quase que a cada trimestre. Além disso, novamente, confirma-se que a virada do ano de 2011 para 2012 foi decisiva, pois, a partir de dezembro, a proporção dos passivos de curto prazo, somados ao endividamento de longo prazo, passa a corresponder a proporções bastante elevadas em relação ao ativo total da companhia. A Oi S.A. parece entrar num novo patamar de endividamento, numa razão entre os dois números em torno de 0,67 e 0,69, o que frustrou, de fato, as projeções da Moody's, pelas quais o endividamento seria apenas transitório.



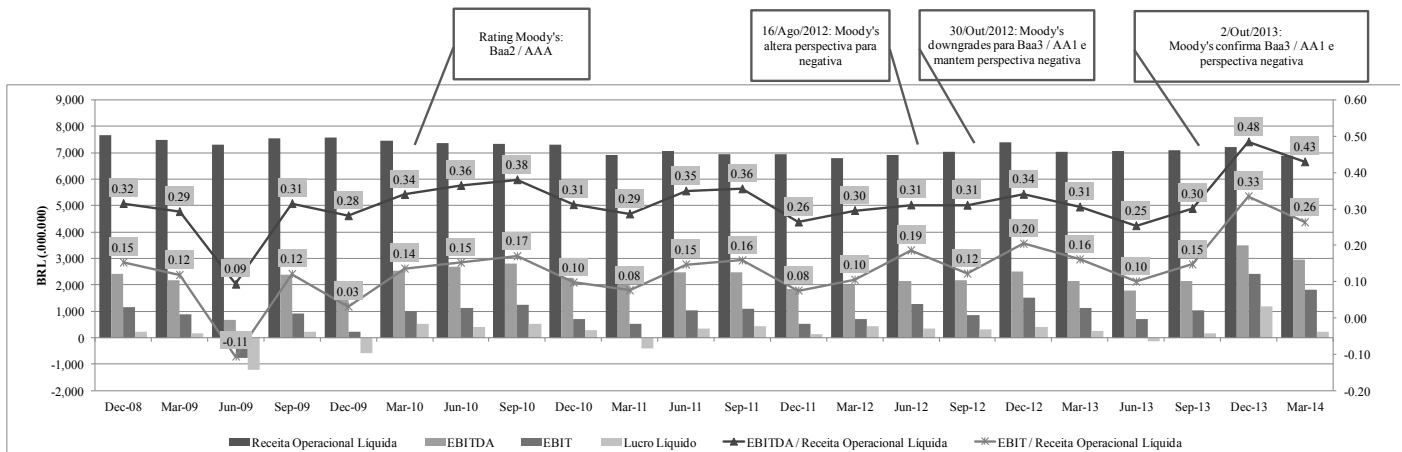
Fonte: NAHAS (2014).

A dívida líquida da Oi S.A. também deve ser comparada com sua receita operacional líquida e seu EBITDA. Já foi constatado que as dívidas da companhia aumentaram significativamente ao longo do ano de 2012, mas o gráfico abaixo indica que tais passivos passaram a corresponder a proporções cada vez maiores de suas receitas. No que tange à receita operacional líquida por trimestre, a dívida líquida da companhia começou o ano de 2011 numa razão de 2,31 e não parou de aumentar até setembro de 2012, quando atingiu 3,91. Em dezembro de 2013, por fim, o resultado da divisão entre dívida líquida e receita operacional líquida estava em 4,55. Se considerado o EBITDA trimestral, por sua vez, os movimentos são ainda mais relevantes: em setembro de 2011, a dívida líquida estava a 7,09x em relação ao EBITDA do trimestre e este número apenas aumentou até 2013, quando observou-se o pico de 17,78x, o que corresponde a mais de 4x se o EBITDA deste trimestre for considerado para todo o ano de 2013 (bastante superior ao referencial mencionado ao transcrever MOODY'S, 2012c, pp. 2-3, acima). Enfim, conclui-se que, sob esta perspectiva, a Oi S.A. também teria chegado, ao final de 2013, a patamares alarmantes de endividamento e que empresa teria de buscar outras alternativas de financiamento.



Fonte: NAHAS (2014).

Por fim, o gráfico seguinte também confirma a tese de que as margens da Oi S.A. caíram entre 2010 e 2013. A razão entre EBITDA e receita operacional líquida apresentou queda a partir de junho de 2011, saindo de 0,35 para 0,25 em junho de 2013. No que concerne à relação entre EBIT e receita operacional líquida, por sua vez, os números foram mais voláteis, alterando-se em proporções maiores a cada trimestre. Entre junho de 2011 e dezembro de 2013, houve oscilações entre 0,08 e 0,33. No entanto, a análise mais interessante parece ser, de fato, a comparação entre mesmos trimestres de anos anteriores/posteriores, de modo a isolar alguma sazonalidade das receitas: percebe-se que em quase todos os trimestres há uma queda na relação entre o ano analisado e o ano anterior, de modo a ficar comprovada a redução das margens. Dessa forma, as dificuldades na geração de caixa impactaram a situação da companhia e aumentaram o risco de crédito ligado à Oi S.A., limitando, ainda mais, sua capacidade de contrair novos passivos. Quando ocorreu o downgrade pela Moody's, a razão EBITDA / receita operacional líquida estava, pelo segundo trimestre consecutivo, abaixo daquela observada no ano anterior.



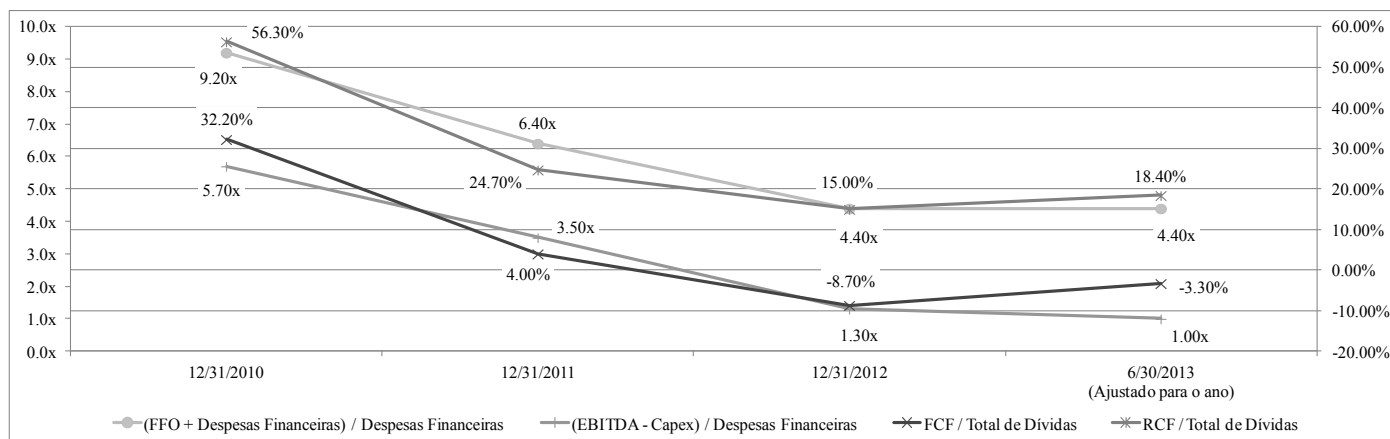
Fonte: NAHAS (2014).

Para encerrar, vale ressaltar os principais indicadores analisados pela Moody's para determinar o "rating" da Oi S.A. ao longo dos últimos anos, num relatório divulgado em 7 de outubro de 2013 (MOODY'S, 2013b). A razão entre fluxo de caixa livre ("free cash-flow" – FCF) anual e endividamento da companhia caiu de 32,2%, em dezembro de 2010, para -3,3% em junho deste ano. Já a relação entre fluxo de caixa retido ("retained cash-flow" – RCF), que corresponde ao fluxo de caixa mantido na companhia para reinvestimentos, e endividamento também despencou de 56,3% do final de 2010 para 18,4% em junho de 2013. O caixa gerado nas operações (FFO) em relação às despesas financeiras também apresentou uma razão menor (de 9,2x em dezembro de 2010 para 4,4x em junho de 2013) e o EBITDA, líquido dos investimentos em bens de capital (CAPEX), dividido pelas despesas financeiras saiu de 5,7x para apenas 1x em junho de 2013. Enquanto isso, as demonstrações financeiras anuais da Oi S.A. apresentadas à CVM indicam que dividendos e juros sobre capital próprio pagos em 2011 foram de BRL 462MM⁶⁷, de BRL 2,4Bi em 2012⁶⁸ e de BRL 1,3Bi em 2013⁶⁹.

⁶⁷ Demonstrações Financeiras referentes a 31 de dezembro de 2011 e a 2010 da Oi S.A. e sociedades controladas, pp. 19.

⁶⁸ Demonstrações Financeiras referentes a 31 de dezembro de 2013 e a 2012 da Oi S.A. e sociedades controladas, pp. 10.

⁶⁹ Idem. De acordo com as Demonstrações Financeiras referentes a 31 de dezembro de 2014 e a 2013 da Oi S.A. e sociedades controladas, o valor de dividendos e juros sobre capital próprio pagos em 2014 caiu para BRL 8,3MM.



Fonte: MOODY'S (2013b), elaboração própria.

Dessa forma, fica claro que, com o mercado acionário cético em relação às ações da Oi S.A., a companhia fez uso da captação de dívidas para suprir suas necessidades de caixa. Percebe-se que a empresa se alavancou até seu ponto máximo, alcançando múltiplos bastante elevados e sendo, inclusive, rebaixada por uma agência de “ratings” em função, principalmente, de seu alto endividamento e crescente risco de crédito. Fontes informais no mercado financeiro mencionam que a Oi S.A. procurou emitir ainda mais papéis de dívidas no segundo semestre 2013, mas bancos coordenadores não teriam sido receptivos e a empresa parecia ter chegado a seu limite de endividamento. Era necessário encontrar novas fontes de recursos para financiar suas atividades e, com seus passivos elevados, a única alternativa seria a de se voltar ao capital próprio ou a de buscar um novo acionista.

3.4. Oferta de ações

Diante deste contexto, os esforços para a emissão de novas ações e para o aumento de capital próprio na Oi S.A. foram levados adiante. Em 2 de outubro de 2013, a companhia divulgou Fato Relevante informando o mercado sobre discussões avançadas no sentido de reestruturar sua organização societária⁷⁰. No dia 5 de maio de 2014, por sua vez, a emissão de ações foi concluída, justamente no âmbito desta operação, altamente complexa e estruturada, envolvendo, inclusive, o lançamento de ADRs no mercado estadunidense. Seus detalhes fogem ao objetivo do presente trabalho, mas, em linhas

⁷⁰ Fato Relevante divulgado em 2 de outubro de 2013, disponível no Portal de Investidores da Oi S.A. em: http://ri.oi.com.br/oi2012/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=C7A5346B-6700-47E2-90EA-211E16411BFE. Acesso em 8 de maio de 2016.

gerais, a Oi S.A. levou adiante sua antiga proposta de troca de controle societário e, ao buscar se fundir com a Portugal Telecom, possibilitou que a nova entidade fruto da fusão (“CorpCo”), além de outras entidades, adquirisse a participação do bloco, até então, controlador, tornando-se a principal controladora. A Portugal Telecom integralizou sua participação em bens e ativos no valor de cerca de BRL 5,71Bi, e aproximadamente BRL 8,25Bi foram captados em dinheiro com a oferta⁷¹. O Banco BTG Pactual S.A. também adquiriu participação relevante na Oi S.A. (por meio de um de seus veículos, desembolsou cerca de BRL 1,09Bi⁷², dos BRL 8,25Bi arrecadados) e, ao final do processo, previa-se que ações preferenciais fossem convertidas em ações ordinárias e que a Oi S.A. entrasse no Novo Mercado, melhorando seus padrões de governança corporativa⁷³.

É verdade que o objetivo de toda esta arquitetura foi o de levantar recursos à companhia, reduzindo seu grau de alavancagem e seu risco de crédito – isso fica claro no prospecto da oferta, que indica que 100% dos recursos captados, desconsiderando a parcela integralizada por meio de bens, seriam utilizados no pagamento de juros remuneratórios e/ou na amortização e/ou quitação de dívidas⁷⁴. No entanto, por outro lado, é preciso dizer que, à exemplo dos eventos corporativos e reputacionais analisados no início deste Capítulo, a emissão de ações e a reestruturação societária também foram alvo de desconforto na visão do mercado e de acionistas minoritários. Desconfianças em torno da avaliação dos bens da Portugal Telecom indicariam que tais ativos teriam sido superavaliados, o que diluiria ainda mais acionistas minoritários. Além disso, mais uma vez, fatores políticos teriam influenciado o negócio, com autoridades demonstrando seu apoio à operação e com o BNDES aumentando sua participação na companhia⁷⁵. Por fim, também foram divulgadas na mídia suspeitas de que a operação teria como um de seus principais objetivos a transferência da dívida de aproximadamente BRL 4,5Bi dos grupos Andrade Gutierrez e La Fonte para dentro da Oi S.A. Originalmente, estas dívidas teriam sido em maior parte contratadas junto ao BNDES para viabilizar a aquisição da Tele Norte

⁷¹ Fato Relevante divulgado em 5 de maio de 2014, disponível no Portal da CVM. Acesso em 22 de março de 2017.

⁷² Fato Relevante divulgado em 29 de abril de 2014, disponível no Portal de Investidores da Oi S.A. em: http://ri.oi.com.br/oi2012/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=C7A5346B-6700-47E2-90EA-211E16411BFE. Acesso em 8 de maio de 2016.

⁷³ Conforme disposto no Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias e Ações Preferenciais de Emissão da Oi S.A., pp. 34 e seguintes.

⁷⁴ Idem, pp. 171 e seguintes.

⁷⁵ Trata-se de conhecimento público, mas à título ilustrativo: “Os riscos da fusão Portugal Telecom e Oi incluem *tag along*, aumento da dívida e valor de ativos”. Portal de Telecomunicações, Internet e TICs: tele.síntese, 12 de março de 2014. Disponível em: <http://www.telesintese.com.br/os-riscos-da-fusao-portugal-telecom-e-oi-incluem-tag-along-aumento-da-divida-e-valor-de-ativos/>. Acesso em 8 de maio de 2016.

Leste, como mencionado no início deste Capítulo – e, de fato, dívidas antes de titularidade da Andrade Gutierrez e da La Fonte, ambas parte do grupo controlador da Oi S.A., passaram a integrar o balanço da Telemar Participações S.A. ao cabo da reestruturação societária⁷⁶. O próprio prospecto definitivo da oferta inclui, nas pp. 223 e seguintes, um manifesto, assinado por um grupo de 16 investidores minoritários, que passa por todas essas considerações. A Associação de Investidores no Mercado de Capitais (“AMEC”) também proferiu um manifesto no mesmo sentido à CVM⁷⁷.

Os argumentos contidos nos manifestos foram ampliados e detalhados, resultando nos Processos CVM nº RJ2013/10913⁷⁸ e RJ2014/5297⁷⁹, iniciados pelo Tempo Capital Principal Fundo de Investimento e com participação da Polo Capital Gestão de Recursos Ltda, ambos acionistas minoritários da Oi S.A.⁸⁰ Quanto ao primeiro processo, questiona-se, inicialmente, (i) o fato de acionistas controladores, diretos e indiretos, da Oi S.A. terem votado nas deliberações que aprovaram o laudo de avaliação dos ativos da Portugal Telecom utilizados na integralização de ações da Oi S.A. É verdade que entidades ligadas ao grupo Portugal Telecom foram impedidas de votar, mas outros controladores, como a Andrade Gutierrez, a La Fonte e o próprio BNDES (que, além de credor de controladores do grupo, também era acionista da Oi S.A.), votaram nos respectivos eventos societários. Tendo em vista que a quitação das referidas dívidas contraídas pela Andrade Gutierrez e

⁷⁶ Segundo o Relatório de Análise SEP RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº090/13, de 27 de dezembro de 2013, conforme mencionado no Relatório do Processo Administrativo CVM nº RJ2013/10913, pp. 11: “a SEP aponta que, ao final da Operação, da forma como estruturada, quando as holdings não mais existirem e os ativos operacionais e as bases acionárias das sociedades envolvidas estiverem concentrados na TelPart, o endividamento da TelPart ‘será equivalente à soma da dívida existente na Oi, na Portugal Telecom e nas holdings dos controladores (menos o caixa captado no aumento de capital da Oi)’. Em outras palavras, a SEP observa que a dívida total do grupo se mantém a mesma após a Operação, modificando-se apenas quem está exposto aos R\$ 4,5 bilhões devidos pelas holdings: antes, somente os controladores; ao cabo da Operação, a TelPart e, portanto, todos os novos seus acionistas”. No mesmo sentido, afirmou a Moody’s em relatório de 2 de outubro de 2013: “The new combined entity will benefit from a minimum BRL 7.0 billion cash capital increase that could reach up to BRL 8.0 billion, of which BRL 2.5-3.5 billion will be injected into Oi while the remaining BRL 4.5 billion will be used to repay the debt at Oi’s holding company, Telemar Participações, and its ultimate holding companies: LF Tel S.A. and AG Telecom” (MOODY’S, 2013c).

⁷⁷ Vide nota de rodapé 80.

⁷⁸ Processo CVM nº RJ2013/10913, Reg. Col. 9012/14. Diretor Relator: Luciana Pires Dias. Data de Julgamento: 25 de março de 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140325_R1/20140325_D07.html. Acesso em 22 de março de 2017.

⁷⁹ Processo CVM nº RJ2014/5297, Reg. Col. 9179/14. Diretor Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Data de Julgamento: 13 de setembro de 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2016/20160913_R1/20160913_D9179.html. Acesso em 22 de março de 2017.

⁸⁰ O manifesto da AMEC resultou numa Reclamação de Participantes do Mercado à CVM, que foi respondida pela CVM a partir de referências aos Processos CVM nº RJ2013/10913 e nº RJ2014/5297 que serão analisados a seguir. Na resposta, mencionam-se também os Processos CVM nº RJ2013/13368 e RJ2013/10549, para os quais não foi possível localizar nenhum posicionamento por parte da CVM. Esta resposta da CVM à AMEC está disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2015/09/Resposta_CVM_casoOi_01.09.2015.pdf. Acesso em 2 de abril de 2017.

pela La Fonte estava condicionada à aprovação do laudo de avaliação, os minoritários argumentavam que sua aprovação resultaria em benefícios particulares aos controladores. Nesse mesmo sentido, alegavam que o valor dos ativos avaliados teria sido superestimado pelo laudo aprovado (BRL 5,7Bi vs. BRL 2,5Bi⁸¹).

O pleito quanto ao impedimento de votos foi acolhido pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM (“SEP”), com base no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76⁸², mas tal decisão foi reformada pelo Colegiado da instituição: em divergência ao voto da Diretora-Relatora Luciana Dias⁸³, a maioria seguiu o voto da Diretora Ana Novaes. De acordo com a primeira, benefícios particulares devem ser identificados de modo objetivo, e sua simples existência, e não a eventual ilicitude, é o que impede certo acionista de votar na respectiva deliberação:

no §1º do art. 115, a constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. Espera-se que o acionista que é potencialmente favorecido esteja recebendo benefícios perfeitamente lícitos e conciliáveis com o interesse da companhia; mas o fato de ele ser beneficiado de modo particular, de a deliberação ter efeitos particulares em relação a ele, impede-o de votar (pp. 5 de seu voto).

o benefício particular abrange qualquer benefício a ser concedido ao acionista como decorrência de uma deliberação, desde que não seja extensível aos demais (...), independentemente de estar ou não relacionado à condição de acionista (pp. 6 e 7).

Portanto, se no caso em tela as holdings dos acionistas controladores teriam suas dívidas equacionadas com a aprovação do laudo de avaliação dos bens da Portugal Telecom – afinal, tal aprovação era condição necessária aos demais passos da reestruturação que resultaria nesse equacionamento de dívidas –, configurou-se um benefício particular a tais acionistas controladores, que deveriam ter sido, então, impedidos de votar nessa pauta.

Por outro lado, a Diretora Ana Novaes, em voto destinado integralmente a este ponto específico do debate (quanto aos demais, como será destacado, esta Diretora seguiu

⁸¹ Conforme pp. 7 do voto da Diretora Ana Novaes, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/9012-2.pdf>. Acesso em 2 de abril de 2017.

⁸² “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

⁸³ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/9012-1.pdf>. Acesso em 2 de abril de 2017.

a Diretora-Relatora), discordou de tal posicionamento e defendeu que, com exceção à Portugal Telecom e às sociedades a ela ligadas, todos os demais acionistas da Oi S.A. não precisariam se abster de votar na assembleia geral especial convocada para apreciar o referido laudo de avaliação. Este posicionamento específico foi acompanhado pela maioria do Colegiado e prevaleceu. Argumenta-se que, de acordo com precedentes da CVM, “para que se caracterize o benefício particular, este teria que se corporificar na assembleia em questão ou ser diretamente decorrente da decisão assemblear (...) e [nesse caso da Oi S.A.] nenhum benefício particular é objeto ou resulta da decisão da assembleia”. Portanto, segundo a Diretora, “não há que se falar em benefício particular no caso em tela” (pp. 8 de seu voto), pois, discordando da linha traçada pela Diretora-Relatora, vantagens ou proveitos indiretos que acionistas possam ter em consequência de uma deliberação *não* são abrangidos no conceito de “benefício particular”. Em situações como esta, o voto é válido até que seja comprovado que ele foi proferido contra o interesse da companhia ou resulte num “benefício particular gritante, claramente perceptível a priori. Não me parece ser este o caso da Oi” (pp. 10).

Além disso, a Diretora também considera que, para que haja a interdição do voto, é necessário um potencial impacto negativo na Companhia ou sobre seus acionistas minoritários (vs. Diretora-Relatora Luciana Dias, para quem “o §1º do art. 115 da Lei no 6.404, de 1976, não exige um impacto ou um prejuízo para o acionista ou para a companhia. Não há nada na letra do dispositivo que permita essa inferência”, segundo pp. 10, item 49, do voto da Diretora Ana Novaes, que transcreve a citação da Diretora-Relatora Luciana Dias).

Por fim, o Colegiado não identificou motivos para a rejeição dos valores mencionados no laudo de avaliação dos ativos da Portugal Telecom utilizados como forma de integralização de capital na reestruturação. Segundo a Diretora Ana Novaes, que deu maior ênfase a este ponto⁸⁴, não é papel da CVM “tomar as rédeas para impedir o voto do

⁸⁴ Ao se posicionar quanto a um recurso apresentado pelo Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações, que foi indeferido (“Requerimento de Reconsideração” protocolado em 25/04/2014), a Diretora-Relatora nessa decisão foi ainda mais expressa do que havia sido em seu voto original no que diz respeito à alegação de que o laudo de avaliação teria sobreavaliado os ativos da Portugal Telecom: “essa é, contudo, a própria definição de voto abusivo na Lei no 6.404/1976, razão pela qual comentei em meu Voto que a Área Técnica, caso entenda necessário, pode sempre iniciar uma investigação para examinar as premissas, os dados que serviram de base para a preparação do laudo de avaliação e outros fatores que julgue relevante para avaliar a alegação de que os ativos da Portugal Telecom ex-Brasil estão materialmente sobrevalorizados. A partir desta análise, a CVM poderá eventualmente, abrir o devido processo sancionador por abuso do poder de controle” (pp. 3). Processo CVM nº RJ2013/10913, Reg. nº 9012/14. Diretora-Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Data de Julgamento: 20 de maio de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9012-4.pdf>. Acesso em 2 de abril de 2017.

controlador mesmo em casos em que não se configura a vedação ‘a priori’ de voto nos termos da Lei no 6.404/1976” (pp. 11). Ainda, a Diretora sugere que não cabe à CVM a função de legitimar condutas dos agentes de mercado, pois “nada impede que as companhias se utilizem de mecanismos de legitimação de operações complexas”, como a obtenção de um segundo laudo “preparado por outra instituição de renomada reputação para dar maior segurança aos acionistas minoritários sobre o valor dos ativos líquidos a serem conferidos pela Portugal Telecom ao capital da Oi” (pp. 11 e 12). O voto em análise, portanto, apresenta uma visão restritiva em relação ao papel de atuação da CVM.

Como indicado, uma das finalidades da reestruturação societária da Oi S.A. foi a de converter ações preferenciais da Oi S.A. em ações ordinárias, com o objetivo de permitir à companhia que entrasse no segmento de Novo Mercado, melhorando seus padrões de governança corporativa. Diante disso, os minoritários também requereram (ii) direito de recesso dos preferencialistas e aprovação de tal conversão por tais acionistas em assembleia especial. Com base nos arts. 136, II e §1^{o85}, e 137, I⁸⁶, da Lei nº 6.404/76, alegou-se que a mudança de ações preferenciais para ordinárias representaria redução de preferências e de vantagens aos preferencialistas, como, por exemplo, no que tange à redução de dividendo obrigatório. A SEP, por outro lado, entendeu que, por mais que a operação possa ser enquadrada no art. 136, II, tais previsões não se aplicam à hipótese de “incorporação de ações” do art. 252, que possui regime próprio. Ou seja, em outras palavras, concluiu-se que, no caso de uma incorporação de ações, os acionistas não são contemplados com as hipóteses do art. 136, II. O Colegiado acompanhou o posicionamento.

Por fim, os reclamantes também buscaram (iii) direito de recesso por parte dos ordinaristas nos termos do art. 252, §2^{o87}, tendo em vista a incorporação de ações ocorrida

⁸⁵ “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...) II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; (...) §1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei”.

⁸⁶ “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas”.

⁸⁷ “Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas

e considerando também que as ações da companhia incorporada possuíam liquidez, mas não dispersão, pelos critérios do art. 137, II⁸⁸, “na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior” (art. 137, §1º). Nesse sentido, considerando que o grupo de controladores da Oi S.A., unido por acordo de acionistas, detinha mais da metade das ações da companhia quando anunciada a operação em fato relevante, a SEP reconheceu essa situação aos detentores de ações ordinárias. Ainda mais, segundo a SEP, “é a partir do momento estipulado no art. 137, § 1º da Lei no 6.404/76 (...) que devem estar presentes, conjuntamente, os requisitos de liquidez e dispersão para suprimir o direito de recesso” (pp. 15 do Relatório⁸⁹), ou seja, na visão da SEP, “[s]ó não haverá direito de recesso se houver, ininterruptamente, solução de mercado [liquidez e dispersão] desde o primeiro anúncio da operação até sua deliberação em assembleia e o final do prazo para o exercício do direito de recesso’, previsto no art. 137, IV e V, e § 2º” (pp. 19 do Relatório).

No entanto, a Diretora-Relatora Luciana Dias, em seu voto, estabeleceu que o momento de verificação de liquidez e dispersão é o da data da assembleia geral que deliberar sobre a incorporação de ações, e não o período que a segue, como havia determinado a SEP. Sua linha de argumentação sugere que, por esta ser uma questão frequentemente levantada, suscitando até mesmo a condução de Audiência Pública SDM nº 04/2013, haveria uma lacuna normativa sobre qual o momento a ser considerado na verificação de liquidez e dispersão. Diante disso, deve-se respeitar a decisão da Oi S.A. ao verificar liquidez e dispersão na data da deliberação assemblear, sob a premissa de que a companhia atuou de boa-fé ao não conferir, assim, direito de recesso aos ordinários. Esta decisão também tem respaldo na referida proposta de alteração normativa – fruto da

companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225. (...) §2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230”.

⁸⁸ “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: (...) II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”.

⁸⁹ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/9012-1.pdf>. Acesso em 2 de abril de 2017.

Audiência Pública SDM nº 04/2013 – que, apesar de ainda não concluída à época, estava em discussão:

Entendo que a discussão acima contribui para demonstrar a plausibilidade da postura e dos argumentos levantados por ambos os lados. No entanto, nesse cenário, em que a Lei nº 6.404, de 1976 é silente quanto à data de verificação dos critérios de liquidez e dispersão das ações para fins de seu art. 137, II, e diante de proposta da própria CVM para que referida data fosse considerada como a data da assembleia geral que deliberasse sobre a operação que dá ensejo ao recesso, bem como a plausibilidade dos argumentos jurídicos trazidos pela Oi, entendo que a opção feita pela Companhia, de boa fé e com base em uma proposta da própria CVM, deva ser respeitada (pp. 16 do voto da Diretora-Relatora).

Esta orientação foi de encontro com a demanda do Tempo Capital Principal Fundo de Investimento: de um lado, no momento de anúncio da operação não havia dispersão das ações; de outro, no momento da deliberação assemblear, em função de alterações societárias que ocorriam no âmbito da reestruturação, havia, sim, dispersão. Ou seja, a orientação da Diretora-Relatora acabou por negar o direito de recesso aos ordinários, na contramão do que havia sido solicitado pelo Tempo Capital Principal Fundo de Investimento. O minoritário, então, recorreu da decisão, buscando deixar a matéria em aberto até que o ordenamento clarificasse a data exata que deve servir de base para calcular liquidez e dispersão⁹⁰. Este recurso foi indeferido pelo Colegiado da CVM.

Enfim, de todo o pleito liderado pelo Tempo Capital Principal Fundo de Investimento no Processo CVM nº RJ2013/10913, cujo embasamento foi oriundo de um manifesto assinado por 16 investidores minoritários, nenhuma das demandas analisadas foi acolhida pelo Colegiado. A interpretação da CVM em relação à reestruturação societária da Oi S.A. foi de que a operação operou dentro da licitude. Apesar dos argumentos apresentados pelos minoritários, entendeu-se que não houve prejuízo indevido a eles.

Como adiantado, o tema retornou à pauta do Colegiado da CVM no Processo CVM nº RJ2014/5297, dessa vez na forma de recurso contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE). Nessa demanda, considerando que parte da oferta seria integralizada em ativos e que parte seria integralizada em dinheiro, o Tempo Capital Principal Fundo de Investimento ressalta que a Oi S.A. adotou um duplo critério de avaliação, um para cálculo do valor de emissão das ações a serem integralizadas em

⁹⁰ Conforme pp. 2 do voto da Diretora-Relatora Luciana Dias ao recurso, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9012-3.pdf>. Acesso em 2 de abril de 2017.

dinheiro (critério de valor patrimonial⁹¹) e outro para definição do valor dos bens da Portugal Telecom que serão integralizados no capital social (critério econômico-financeiro da Portugal Telecom). Na visão do reclamante, essa diferença resultaria em tratamento não-equitativo dos destinatários e aceitantes da oferta, rompendo com o disposto no art. 21 da Instrução CVM nº 400/2003⁹² e diluição injustificada dos minoritários, ferindo o art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404/76⁹³, pois, de um lado, as ações da Oi S.A. teriam sido subprecificadas (vs. critério econômico-financeiro) e os ativos da Portugal Telecom teriam sido sobreprecificados (vs. critério de valor patrimonial), configurando-se um benefício a este acionista⁹⁴ e sem que as escolhas tenham sido objeto de justificativa pormenorizada, nos termos do § 7º do referido art. 170⁹⁵. Também alega-se que o prospecto definitivo da referida oferta continha omissões e equívocos, de modo a prejudicar a análise e a tomada de decisão por parte dos investidores⁹⁶.

Em seu voto, acompanhado de forma unânime pelo Colegiado, o Diretor-Relator Roberto Tadeu rejeitou todas as alegações do Tempo Capital Principal Fundo de Investimento. Segundo ele,

⁹¹ Isto é, valor da ação = patrimônio líquido / quantidade de ações, desconsideradas aquelas em tesouraria, conforme ensina o glossário do Banco Central do Brasil, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=478&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>. Acesso em 2 de abril de 2017.

⁹² “Art. 21. As ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas, sem prejuízo do disposto nos arts. 23 e 33, § 3º”.

⁹³ “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações. § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado”.

⁹⁴ Conforme pp. 4 do Relatório: “(k) a escolha do critério teria o objetivo de efetivamente provocar o efeito dilutivo e possibilitar o atendimento da negociação conduzida pelo grupo de controle da Oi. Isto porque apenas por meio dessa diluição a PT conseguiria chegar à participação final de 36,6% a 39,6% do capital social, percentual negociado como condição para equalização das dívidas dos demais integrantes do grupo de controle; l) Como os demais acionistas da Oi e demais destinatários da Oferta não compartilham do mesmo interesse comercial dos controladores, seria preciso o oferecimento de uma justificativa válida que explicasse a escolha do critério em detrimento de outros que mitigariam a diluição”.

⁹⁵ “§ 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha”.

⁹⁶ Conforme pp. 5 do Relatório: “(i) omissão quanto ao direito de recesso dos acionistas em decorrência da operação societária; (ii) falta de esclarecimento sobre a relação entre o Banco BTG Pactual S.A. Coordenador Líder da Oferta) e os controladores da Oi; (iii) inadequada explicação da destinação dos recursos obtidos com a Oferta; (iv) ausência de esclarecimentos sobre a contribuição da PT na Oferta; (v) falta das demonstrações financeiras referentes aos exercícios de 2011 e 2012; (vi) falta de transparência na declaração de ausência de conflito de interesses dos Coordenadores da Oferta; e (vii) incompletude das informações de Composição do Capital Social”.

não há que se falar em dois preços de emissão de ações no âmbito da Oferta [, pois] o preço de emissão das novas ações da Oi no aumento de capital, que se deu por meio de subscrição pública, era único e foi determinado em processo de bookbuilding, consistente na coleta de intenções de investimento junto a terceiros independentes e expressamente considerado válido pela CVM, nos termos do art. 23, §1º e do art. 44 da Instrução CVM no 400, de 2003 (pp. 2 do voto⁹⁷)

(...)

Também corroboro o entendimento da área técnica de que não haveria que se falar em ausência de justificativa do critério adotado para cálculo do preço de emissão das ações de que trata o §7º do art. 170 da Lei no 6.404, de 1976, considerando que, como visto, a utilização do processo de bookbuilding é adequada para evidenciar o cumprimento do disposto no §1º do mesmo artigo.

Por sua vez, contrariamente às alegações da Recorrente, o processo de precificação das ações que seriam emitidas no âmbito da Oferta não se confunde com o processo de avaliação dos ativos da PT que seriam integralizados no aumento de capital (pp. 21 do voto).

Ainda, de modo a encerrar o argumento de que teria havido tratamento não-equitativo a destinatários e aceitantes da oferta, lembra o Relator que a própria Instrução CVM nº 400/2003, em seu art. 23⁹⁸, possibilita que sejam definidas condições diversas a diferentes destinatários, desde que tais definições tenham justificativas objetivas e atendam a interesses legítimos do ofertante – e, segundo o Relator, o prospecto definitivo da oferta está devidamente elaborado para essa finalidade. O laudo de avaliação dos ativos da Portugal Telecom foi aprovado pelos acionistas (na assembleia já referida ao tratar do Processo CVM nº RJ2013/10913) e foi feito por empresa especializada (Banco Santander S.A.) que, nos termos do art. 8º da Lei nº 6.404/76, é responsável pela opinião apresentada, até mesmo em esfera penal.

Por fim, o Relator manteve o posicionamento da SRE no sentido de que inconsistências e lacunas identificadas no prospecto de emissão foram objeto de exigências por parte da CVM e, então, devidamente corrigidas, resultando na concessão do registro da oferta em 29 de abril de 2014. Entendeu-se, portanto, que as informações apresentadas foram suficientes à adequada tomada de decisão pelos investidores.

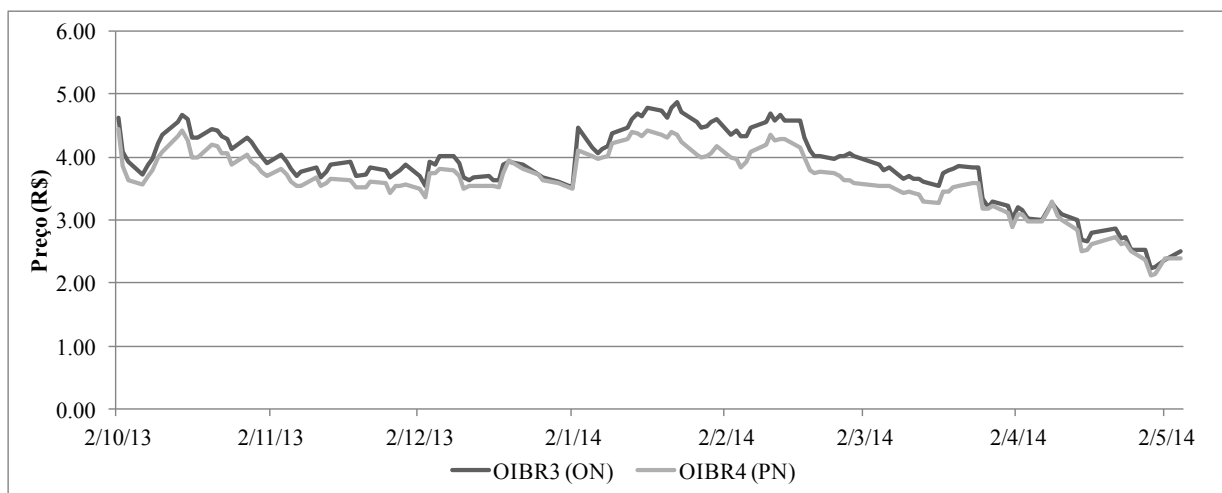
⁹⁷ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160913/9179.pdf>. Acesso em 17 de junho de 2017.

⁹⁸ “Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado”.

Em resumo, todas as demandas apresentadas por minoritários no que tange ao “follow-on” ocorrido em maio de 2014 foram rejeitadas pela CVM, que chancelou a operação realizada. Não cabe aqui analisar cada uma das decisões emanadas pelo Colegiado, mas, sim, de reconhecer que, diante de tantas negativas às suas alegações e argumentos, confirmou-se o nível de desconforto que minoritários e que o mercado de capitais já manifestavam há décadas em relação à companhia. Apesar de as decisões da CVM serem posteriores ao evento, as demandas foram protocoladas com antecedência e o mercado não aguardou a manifestação da CVM para tomar posição. Após todos os eventos relatados ao longo deste Capítulo, fica a impressão de que a legitimidade da companhia perante ao mercado de capitais já estava fragilizada.

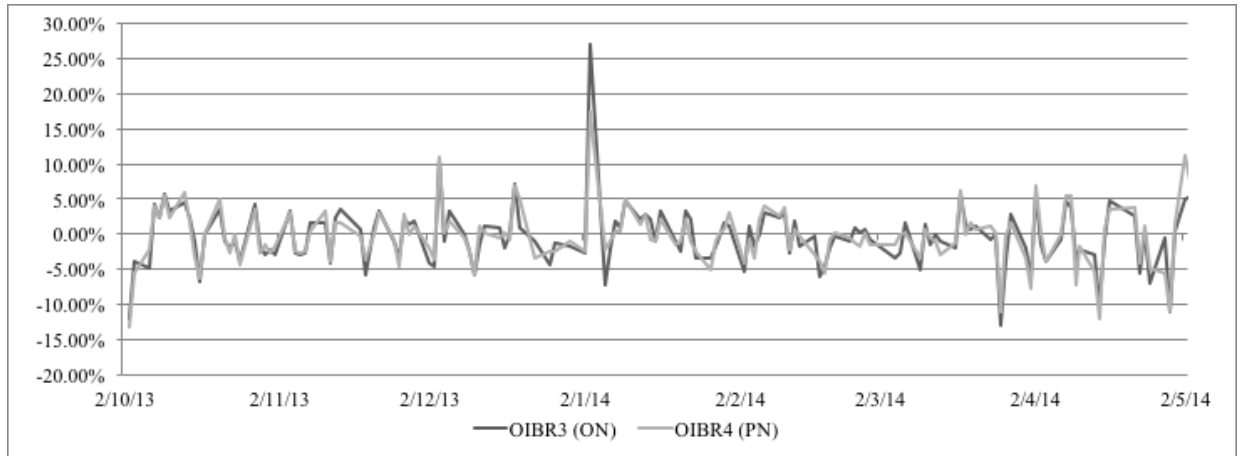
Dessa forma, apesar de a operação ter sido, à época, considerada um sucesso na visão dos administradores da Oi S.A., as ações da companhia perderam valor de maneira significativa entre o anúncio em 2 de outubro de 2013 e a conclusão da reestruturação societária e emissão de ações, em 5 de maio de 2014, como demonstra o gráfico abaixo. No próprio dia seguinte à divulgação dos resultados e recursos arrecadados, por exemplo, as ações preferenciais da Oi S.A. fecharam com queda de 10,54%. Assim, em mais um episódio de desgaste com investidores minoritários, confirma-se a tese de que a Oi S.A. não realizou emissões de ações em anos anteriores justamente em função da baixa receptividade de seus papéis pelo mercado acionário – a seção que segue traz os resultados da análise.

Cotações OIBR3 e OIBR4 entre 2 de outubro de 2013 e 5 de maio de 2014



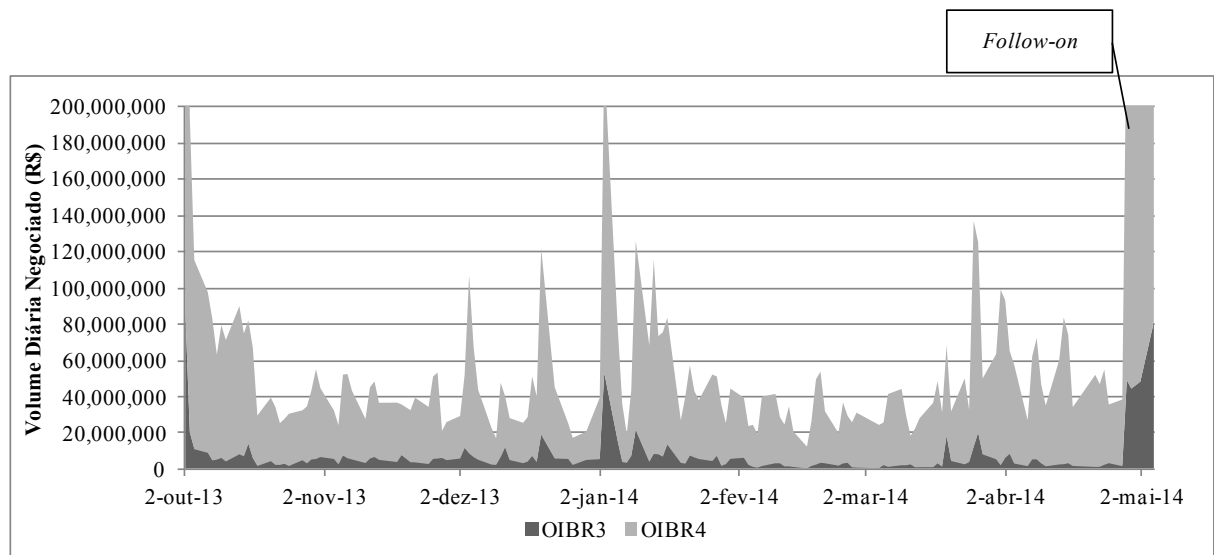
Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

Variação diária OIBR3 e OIBR4 entre 2 de outubro de 2013 e 5 de maio de 2014



Fonte: Bloomberg, elaboração própria⁹⁹.

Históricos de liquidez OIBR3 e OIBR4 entre 2 de outubro de 2013 e 5 de maio de 2014



Fonte: Portal de Investidores da Oi S.A.

⁹⁹ No que tange à drástica variação diária ocorrida nos primeiros dias de janeiro de 2014, a Oi S.A. foi formalmente consultada pela BM&FBOVESPA S.A., por meio do Ofício GAE nº 05/14 em 6 de janeiro de 2014. Em resposta, disponível no Portal da CVM e publicado na forma de Comunicado ao Mercado também em 6 de janeiro de 2014, a companhia informou desconhecer “qualquer fato ou evento que possa ter ensejado as oscilações nas cotações das ações de sua emissão, verificadas entre os dias 17/12/2013 e 03/01/2014”. Estas oscilações ocorreram após a 38ª Reunião do Conselho de Administração, realizada em 18 de dezembro de 2013, em que foi ratificada a assinatura do memorando de entendimentos acerca da reestruturação societária que ocorreria meses mais tarde, em maio de 2014.

3.5. Resultados da análise

A partir do presente estudo, percebe-se que, desde sua entrada no mercado de telecomunicações brasileiro, a Oi S.A. é uma companhia que teve sua imagem institucional marcada por eventos corporativos de alta repercussão. Após polêmicas em torno das privatizações, a companhia teve experiências complexas com programas de reestruturação societária que não foram bem-recebidos pelo mercado como um todo, incluindo, principalmente, seus acionistas minoritários. Foram ofertas de venda de ações do bloco de controle a preços excessivos e tentativas de compra de ações preferenciais a preços demasiadamente baixos. Em seguida, a aquisição da Brasil Telecom, cercada por influências políticas, também causou mal-estar perante ao mercado de capitais, seja pela alteração nas normas jurídicas em vigor para viabilizar a conclusão do negócio, seja pela surpresa de terem sido encontrados passivos ocultos após 2 anos do anúncio da operação.

A maneira como os eventos se passaram, as pequenas coincidências entre um programa de reestruturação societária e outro e a aparente falta de transparência fizeram com que o mercado não olhasse com bons olhos os papéis da companhia, de modo que as portas para emissão de ações foram sendo gradualmente fechadas. À medida que cada um desses eventos ocorria, mais a empresa parecia temer um fenômeno inverso ao do “underpricing” mencionado na parte teórica deste trabalho, pois maiores seriam os descontos que os investidores aplicariam em seus papéis numa eventual oferta de ações. Para a companhia, não haveria interesse em emitir ações se a arrecadação dos recursos não se desse de forma eficiente, já que investidores pagariam valores menores do que os estimados pela própria empresa. A alternativa foi, então, a de procurar outras formas de captar recursos junto ao mercado.

Nesse cenário hostil à emissão de ações no mercado de capitais, a Oi S.A. buscou satisfazer suas necessidades de caixa a partir da contratação de dívidas diretamente junto a instituições financeiras e do lançamento de títulos de dívidas perante ao mercado. Assim, a Oi S.A. utilizou recursos captados para reestruturar seus passivos, atender a necessidades de seu capital de giro e realizar investimentos, até que os níveis de alavancagem da empresa atingiram patamares excessivamente elevados. Este movimento foi acompanhado por uma redução das margens da receita da Oi S.A. ao longo dos anos, o que agravou ainda mais sua situação.

Ficou, assim, demonstrado que a avaliação da Oi S.A. por parte do mercado foi piorando à medida que sua alavancagem foi crescendo, até o ponto em que a empresa teve

sua nota rebaixada pela Moody's. Trata-se de um ótimo exemplo do aumento de risco de inadimplimento (ou risco de crédito), além de uma manifestação prática do *Trade-Off Model*, também mencionado nos Capítulos prévios: ao se endividar de maneira excessiva, a Oi S.A. ultrapassou seu ponto ótimo de endividamento, e seus passivos passaram a prejudicá-la, ao invés de incrementar seu valor. Analisou-se uma companhia, portanto, que tinha necessidade de caixa, mas que extrapolou no uso de dívidas como sua forma de financiamento.

Com seus números no limite, a Oi S.A. não teve outra escolha, senão aportar capital próprio a seu balanço. Aliando esta necessidade com o anseio de seus controladores em passar o controle da companhia adiante, a Oi S.A. organizou sua emissão de ações em torno, justamente, de uma fusão com a Portugal Telecom, de modo que recursos fossem injetados na empresa e, ainda, que seus controladores pudessem passar suas ações ao novo acionista majoritário. A busca por recursos e a forma de financiamento escolhida, no caso em tela, serviram a interesses corporativos e estratégicos da empresa, e não, simplesmente, a necessidades ligadas a seus demonstrativos financeiros. Não foram poucos os questionamentos por parte dos acionistas minoritários, que não encontraram respaldo na CVM.

O caso da Oi S.A., então, demonstra que o direito e a governança corporativa também correspondem a fatores determinantes na escolha das formas de financiamento de uma empresa, isto é, que o ambiente externo à empresa e seu relacionamento com outros "stakeholders" são determinantes importantes de sua estrutura de capital. A Oi S.A., mais do que optar pela emissão de dívidas para se financiar, buscou, acima de tudo, evitar que seu financiamento fosse feito por meio da emissão de ações, tendo em vista seu desgaste perante ao mercado acionário e o receio de seus papéis não serem bem precificados, o que resultaria numa arrecadação pouco eficiente (como, de fato, ocorreu, vide a queda e a volatilidade de seus papéis desde o anúncio do "follow-on" e da fusão até sua conclusão). Dessa forma, em função de questões ligadas à sua governança corporativa e à sua imagem institucional perante ao mercado, fica a impressão de que a Oi S.A. deixou a emissão de ações em segundo plano, considerando-a uma fonte de recursos que só deveria ser utilizada em última instância.

Se na parte teórica desta dissertação foram demonstradas a capacidade e a função do direito de reduzir assimetrias informacionais, custos de falência e conflitos de agência, o exame da Oi S.A. confirma que a falta de transparência na governança corporativa, o alto

endividamento e a existência de disputas societárias, isto é, exemplos de tais assimetrias, custos e conflitos, exercem grande influência na estrutura de capital de uma companhia, evidenciando a relevância do direito em suas decisões de financiamento.

Como os custos de falência na Oi S.A. já foram tratados acima, comenta-se em seguida sobre a assimetria informacional e sobre conflitos de agência nesse caso concreto. No que tange ao primeiro, na linha do que foi estudado nos Capítulos 1 e 2, o ordenamento jurídico parece não ter conseguido fazer com que minoritários se sentissem paritários aos membros do bloco de controle no que diz respeito às informações detidas por um e por outro: isso ficou patente no Processo CVM nº RJ2011/2854 e também visível nas propostas de reestruturação apresentadas ao longo da última década. A partir das reclamações feitas à CVM e da queda dos preços das ações negociadas em bolsa, conclui-se que, na visão dos acionistas fora do bloco de controle, controladores buscavam se aproveitar de informações ainda não publicamente divulgadas para diluir a participação dos minoritários e concentrar para si ganhos que a companhia poderia gerar no futuro. No caso específico do Processo CVM nº RJ2011/2854, na visão dos minoritários, trata-se do conhecimento, por parte dos controladores, de que estes acompanhariam o aumento de capital ocorrido em 2011, mas cuja informação não foi revelada ao mercado com antecedência. O direito, na visão dos minoritários, não tutelou seus interesses, enfraquecendo sua relação com a Oi S.A. Assim, se a *Pecking Order* já previa que a captação por meio da oferta de ações seria a modalidade de financiamento mais vulnerável à assimetria informacional, de fato, a companhia parece ter enfrentado desafios maiores nessa esfera do que no mercado de dívidas até meados de 2012.

No que tange ao conflito de agência, pode-se analisá-lo sob duas perspectivas. A primeira, sob o ponto de vista dos credores: como se percebe nos relatórios da Moody's, e na linha do conceito de poder disciplinador da dívida apresentado por JENSEN (1986), havia a expectativa de que a alavancagem crescente resultaria em melhorias operacionais e no alongamento do perfil da dívida da Oi S.A. No entanto, isso não se verificou e, mais ainda, bilhões em dividendos foram distribuídos para fora da companhia, prejudicando interesses dos credores. Nesse sentido, para mencionar apenas um dos diversos estudos citados ao longo deste trabalho, ARIDA & BACHA & LARA RESENDE (2004) já haviam antecipado que a insegurança jurídica por parte dos credores em ter seus direitos respeitados resultaria no desincentivo a credores em oferecer financiamentos. Os custos de falência realçaram os custos de agência.

A segunda perspectiva é aquela dos minoritários: a partir das questões flagradas nos Processos CVM nº RJ2006/7204 e nº RJ2006/7213, que tiveram origem no Parecer de Orientação nº 34/06, e nas alegações constantes dos Processos CVM nº RJ2013/10913 e nº RJ2014/5297, sugere-se que controladores fizeram uso de sua posição dominante para votar em deliberações que os beneficiariam diretamente, sem que necessariamente tais condutas estivessem alinhadas com as finalidades últimas da companhia em si e com os interesses dos minoritários. Exatamente como previram JENSEN & MECKLING (1976, pp. 11): “prospective minority shareholders will realize that the owner-manager’s interests will diverge somewhat from theirs; hence the price which they will pay for shares will reflect the monitoring costs and the effect of the divergence between the manager’s interest and theirs”¹⁰⁰. Ou seja, na visão dos minoritários e do mercado acionário em geral, diante da inércia da CVM em reduzir os conflitos de agência no âmbito da Oi S.A., restava-lhes apenas aplicar descontos nas ações da companhia para refletir os custos derivados de tal conflito.

A reação negativa por parte do mercado acionário em relação aos eventos corporativos mencionados ao longo deste Capítulo também confirma os estudos trazidos no Capítulo 2 no sentido de que o direito corresponde a uma ferramenta que influencia o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais. No caso da Oi S.A., no entanto, a forma como as instituições jurídicas se manifestaram e a forma como os institutos jurídicos foram utilizados por controladores resultaram em desconfiança por parte do mercado e de credores em relação à companhia. Para também mencionar apenas alguns dos autores trazidos no referido Capítulo 2, LEAL & SAITO (2003) já indicaram que melhores práticas de governança corporativa, limitando a esfera de expropriação, reforçando os direitos dos minoritários, protegendo o investidor e conferindo maior transparência, e melhor separação entre direitos de controle e direitos patrimoniais levariam a menores riscos, conflitos de interesses, custos de agência e custos sociais. Da mesma forma, LA PORTA *et al.* indicaram que a ausência de um sistema jurídico eficaz na proteção a minoritários e a credores abre margem para comportamentos oportunistas e eventual abuso de direitos por parte de controladores e administradores, limitando o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais. No caso da Oi S.A., por mais que a CVM tenha dado ganho de causa à companhia nos julgados mais recentes, certamente a visão dos

¹⁰⁰ Em tradução livre: “potenciais sócios minoritários se darão conta de que seus interesses, de certa forma, divergirão dos interesses do sócio-administrador; assim, o preço que eles pagarão pelas respectivas participações refletirá os custos de monitoramento e o efeito de tal divergência de interesses”.

minoritários que sofreram o revés continua negativa em relação à empresa, haja vista a cotação de suas ações em período posterior ao anúncio da reestruturação de maio de 2014¹⁰¹. Isso sem mencionar que hoje a empresa encontra-se em recuperação judicial – investidores que de alguma forma se relacionaram com a Oi S.A. provavelmente revisarão suas premissas em relação à eficiência do direito e dos reguladores na prevenção e na correção de assimetrias informacionais e de conflitos de agência.

O caso estudado também corresponde a um exemplo de como está disposta a formação de capital no mercado brasileiro, em particular no que se refere aos direitos políticos (i.e. controle) e aos direitos econômicos (i.e. propriedade). Diferentemente de países que apresentam mercados acionários pulverizados, como o exemplo clássico dos Estados Unidos e, seguindo conclusões de LA PORTA *et al.*, outros mercados sob sistema jurídico “common law”, constata-se que no Brasil a ponderação entre esses dois componentes da relação societária encontra-se desequilibrada. Assim, se PITTA (2017, pp. 124) indicou que o processo evolutivo das empresas “embute uma gradual descentralização de gestão em relação à figura dos respectivos fundadores-empresendedores”, o mercado brasileiro parece estar distante do ponto máximo de tal evolução – e, dessa forma, o estudo da Oi S.A. apresenta-se como a regra, e não como exceção. Nessa lógica, se, sob as perspectivas de (i) alocação de direitos políticos e econômicos entre empreendedor e investidor e de (ii) definição da estrutura decisória e administrativa, as empresas brasileiras ainda precisam se desenvolver, então mais agudas são as assimetrias informacionais e mais intensos são os conflitos de agência que afligem os mercados financeiro e de capitais no Brasil. Se em mercados como o dos Estados Unidos o principal conflito que aflige as companhias está entre acionistas e administradores, no caso brasileiro, altamente concentrado, o foco central do direito societário está no conflito entre controlador e não-controladores.

É também o que indicam estudos empíricos sobre o mercado brasileiro. LEAL & CARVALHAL DA SILVA & VALADARES (2002) estudam a estrutura de controle de

¹⁰¹ Vide, também, declarações públicas: para Mauro Cunha, presidente da AMEC, “a Oi é uma história de quase vinte anos de espoliação dos investidores. (...) Tudo o que os acionistas controladores fizeram foi gerar valor para eles mesmos em detrimento da companhia. (...) Quem comprou ações da empresa no mercado confiando no negócio está agora com um mico na mão. Foram golpes sucessivos nos minoritários. E a CVM, o xerife do mercado de capitais, fechou os olhos” (conforme registrado em “A agonia da Oi”. Revista Piauí, nº 125, fevereiro de 2017, pp. 16); para Aurélio Valporto, presidente da Associação Nacional de Proteção dos Acionistas Minoritários, “nos empurraram uns ativos furados. (...) O que vale, por exemplo essa operação em Angola? Nada. Os executivos da Oi nem conseguem entrar no país para ver o estado da empresa. (...) Foi essa operação criminosa que os conselheiros da CVM aprovaram” (idem, pp. 21).

225 das empresas brasileiras listadas na BOVESPA no final de 1998 e revelam elevado grau de concentração de capital votante: (i) 155 delas têm um único acionista com mais de 50% do capital votante, sendo que este acionista possui, em média 74% dos votos e 53% do capital total; (ii) entre as companhias em que o controle não está apenas num único acionista (70 empresas), o maior acionista possui, em média, 31% do capital votante e 22% do capital total; e (iii) considerando todas as 225 empresas, o maior acionista, os 3 maiores acionistas e os 5 maiores possuem, em média, 61%, 79% e 84% do capital votante e 43%, 56% e 58% do capital total, respectivamente¹⁰². Revela-se, portanto, já nessa época, alta concentração societária e uma relação muito próxima entre direitos políticos e direitos econômicos nas companhias brasileiras.

Tais aspectos permanecem característicos ao mercado brasileiro. Ao estudar 136 companhias, de 14 setores distintos, todas listadas na BOVESPA, CAMPOS (2006, pp. 374) constata que, de 1998 a 2001, o maior acionista, os 3 maiores e os 5 maiores possuíam em média 61%, 81% e 85%, respectivamente, das ações ordinárias em suas companhias. CAIXE & KRAUTER (2013) estudam 237 empresas também listadas na BOVESPA (posteriormente BM&FBovespa) entre 2001 a 2010 e concluem que a concentração média de votos do maior acionista é de 56,18% e que a concentração média no direito sobre fluxo de caixa para este mesmo acionista é de 41,38% na amostra total. Nas palavras dos autores, “este dado indica que as corporações brasileiras captam recursos na BM&FBovespa, em geral, sem que seus grandes acionistas percam o controle da organização, por meio da emissão de ações que não concedem direito de voto aos seus proprietários” (pp. 148). Por fim, concluem CAIXE & KRAUTER (2013) que, em média, 41,37% de suas observações foram de empresas que tinham como maior acionista a família fundadora ou investidores individuais¹⁰³. Os resultados ligados à concentração dos direitos

¹⁰² “Nossos resultados mostram um alto grau de concentração do capital votante. Mesmo quando não existe um acionista majoritário, o maior acionista possui uma parcela significativa do capital votante. A empresa é controlada, na média, por seus três maiores acionistas. Além disso, 84% do capital votante das empresas está nas mãos dos cinco maiores acionistas. Também podemos notar uma diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Isso permite que empresas emitam ações sem abrir mão do controle e é, portanto, um meio de separar propriedade e controle. Esse mecanismo parece ser usado pelos grandes acionistas para manter o controle da empresa, sem ter que possuir 50% do capital total. Em empresas com um único acionista majoritário, este possui uma média de 74% do capital votante, mas apenas 53% do capital total. Considerando a amostra inteira, os cinco maiores acionistas possuem 84% do capital votante, mas apenas 58% do capital total. Como ressaltam Valadares e Leal (2000) para o ano de 1996, se existe alguma diluição na propriedade da empresa, isso ocorre por meio de ações sem direito a voto. A emissão de ações sem direito a voto permite a manutenção do controle com uma participação menor no capital da empresa, levando à separação entre propriedade e controle” (LEAL & CARVALHAL DA SILVA & VALADARES, 2002, pp. 14).

¹⁰³ “No que tange às variáveis binárias de tipo de acionista controlador, percebe-se que, em média, 41,37% das observações são de companhias que tinham como maior acionista a família fundadora ou investidores

de voto estão em linha com os traçados por BRANDÃO & CRISÓSTOMO (2015), que analisaram 85 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, de 2010 a 2013¹⁰⁴.

No caso do segmento de Novo Mercado da BM&FBovespa, a clara presença de acionistas controladores também é patente, mas apresenta contornos menos acentuados. Apoiando-se em estudos de GORGA (2008, pp. 86 e 90) sobre 92 companhias brasileiras listadas no Novo Mercado entre os anos de 2006 e de 2007, MUNHOZ (2010, pp. 290 e seguintes) destaca um indício de mudança da realidade brasileira de concentração da propriedade do capital. A autora indica que, das 92 empresas, 65 delas são destituídas de controlador majoritário, sendo que nelas, em média, o maior acionista é titular de 26,23% das ações, os três maiores acionistas são titulares de 47,28% das ações e os cinco maiores são titulares de 54,73% das ações. Considerando-se acordos de acionistas, esse número cai de 65 companhias para 45, tendo em vista que 20 delas possuem bloco de acionistas que exerce controle de forma majoritária. No universo total de companhias listadas no Novo Mercado, o maior acionista é titular de, em média, 36,39% das ações (45,25%, levando-se em conta acordos de acionistas). Nesse sentido, tendo em vista esta maior dispersão acionária em comparação com as estatísticas que consideram todo o universo de companhias listadas na BM&FBovespa, MUNHOZ (2010) classifica o segmento de Novo Mercado como de “controle minoritário”, organizado entre os maiores acionistas por meio de acordos de acionistas¹⁰⁵.

individuais. Consta-se também a participação significativa de controladores estrangeiros e nacionais (não familiares), que representam 17,60% e 26,77% da amostra total, respectivamente. Ademais, observa-se o pequeno número de organizações sob o controle do Estado (5,42%), de fundos de pensão (5,67%) ou de instituições financeiras (3,17%), o que não significa a ausência de participação acionária destes grupos, mas apenas indica que, em média, eles não são os maiores proprietários da empresa” (pp. 149).

¹⁰⁴ “Observa-se também o elevado índice de concentração de direitos de voto (CVOT1, CVOT3 e CVOT5). Das 340 observações, 154 (45,29%) correspondem a empresas cujo maior acionista detém mais de 50% do capital votante (CVOT1_M50). Se considerar-se os três maiores acionistas (CVOT3_M50) e os cinco maiores acionistas (CVOT5_M50), este número sobe para 223 (65,59%) e 243 (71,47%), respectivamente. Estes resultados seguem os achados de estudos anteriores, que relatam como características da empresa brasileira a alta concentração acionária (Claessens & Yurtoglu, 2013; López-Iturriaga & Crisóstomo, 2010; Silva & Leal, 2005)” (pp. 453); “Diante dos resultados, observa-se que, apesar da evolução do mercado de capitais brasileiro (Rossetti & Andrade, 2012), este ainda é marcado pelo baixo enforcement, pela fraca proteção legal aos investidores (La Porta et al., 1998), considerando o grande poder de influência que grandes acionistas têm sobre a qualidade da governança corporativa. Esta influência, no mercado brasileiro altamente concentrado, pode também contribuir para o lento avanço na adoção de boas práticas voluntárias de governança corporativa” (pp. 461).

¹⁰⁵ pp. 292. O autor coloca também que tal estrutura de propriedade é reforçada pela previsão da chamada “poison pill” nos estatutos sociais, que corresponde à imposição de um dever de lançamento de oferta pública de aquisição de ações ao acionista que atingir um percentual mínimo de participação no capital (segundo o autor, esse percentual varia normalmente de 10% a 35% – via de regra inferior às participações dos principais acionistas, o que pode resultar numa situação de entrincheiramento, de oportunismo e de inviabilização de operações no mercado acionário, como destaca MUNHOZ, 2010). As “poison pills” muitas vezes são acompanhadas de cláusulas pétreas, que visam evitar sua modificação ou supressão (por mais que a CVM já tenha se manifestado pela ineficácia de cláusulas pétreas para esta finalidade no Parecer de Orientação

A concentração de propriedade e de controle também se reflete na formação do conselho de administração. DUTRA & SAITO (2002), a partir de uma amostra de 142 firmas listadas na BOVESPA em 1999 concluem que 49% dos conselheiros correspondiam a representantes dos sócios controladores e apenas 21% eram conselheiros independentes (vs. 64% numa amostra de 934 companhias estadunidenses no ano de 1991, conforme citam os autores), em linha com as conclusões de LEAL & SAITO (2003). Já SCHIEHL & SANTOS (2004) indicam que conselhos de empresas listadas na BOVESPA em 2002 eram predominantemente compostos pelos acionistas majoritários e por executivos das companhias, além de evidenciar também que a proporção de membros “outsiders” nos conselhos de administração era menor em firmas que possuíam um acionista controlador com mais de 50% do capital votante. O caso da Oi S.A., em particular, é ainda mais explícito: segundo dados da CVM, de 2012 a maio de 2014, durante praticamente todos os momentos, 15 dos 16 conselheiros foram eleitos por membros do bloco controlador¹⁰⁶.

Como estudado, autores como LA PORTA *et al.* argumentam que em países cuja lei não protege adequadamente os investidores, estes buscam participação societária relevante o suficiente para exercer o monitoramento dos gerentes da companhia, na busca de mitigar uma das formas de conflito de agência. Por outro lado, como já alertavam os

nº 36/2009). O autor também conclui que, tendo em vista essa pulverização do mercado acionário brasileiro, o ordenamento jurídico, até então desenhado para regular um cenário de alta concentração (marcado pelo conflito entre controladores e minoritários, como já mencionado nesse trabalho), deverá passar por ajustes para se adaptar a um cenário de maior dispersão (cujo principal conflito está entre acionistas e administradores). Um exemplo disso corresponde ao art. 254-A da Lei 6.404/76 que condiciona a alienação do controle de companhia aberta à obrigação de o adquirente realizar oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia. Segundo MUNHOZ (2010), esse dispositivo trata da “alienação” de controle, e não de “aquisição originária” de controle, como ocorre no caso de companhias de “controle minoritário”, em que não há um controlador alienando sua posição de controle, mas, sim, um adquirente construindo posição majoritária até então inexistente. A própria implementação de “poison pills” é uma resposta por parte do mercado a esta inércia do formulador de normas jurídicas a modernizar o ordenamento: “a orientação brasileira bem denota o grau de concentração do controle nas companhias abertas do país. O paradigma único tomado pelo regulador é o da **companhia com controlador majoritário**, cujo poder é sempre objeto de alienação. Não houve preocupação com as hipóteses de **aquisição originária** do controle, simplesmente porque tal possibilidade era inexistente na realidade brasileira até pelo menos os anos 2000, em virtude da estrutura extremamente concentrada do capital até então vigente. Como se viu anteriormente, porém, as companhias brasileiras, especialmente as listadas no Novo Mercado, passaram a observar um nível maior de dispersão acionária. A tendência de pulverização do capital parece irreversível e assume contornos cada vez mais intensos na realidade brasileira. Como solucionar, então, a grave lacuna regulatória antes apontada? A primeira resposta veio do próprio mercado [i.e. “poison pills”]” (pp. 310 e 311). O entendimento foi o mesmo registrado por MUNHOZ (2009, pp. 122 e 123): “Vale dizer, para captar recursos do público investidor, passou a ser imperativo que a companhia se submeta aos padrões mais rigorosos de governança corporativa dos segmentos especiais da BOVESPA (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa). (...) [Porém,] a abrupta modificação da realidade do mercado de capitais brasileiro (...) não veio acompanhada do proporcional amadurecimento do quadro normativo e do fortalecimento das instituições”.

¹⁰⁶ Conforme Formulários de Referência disponíveis em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?CiaDoc>. Acesso em 4 de dezembro de 2017.

artigos acadêmicos apresentados no Capítulo 1, tal influência e tal proximidade do acionista à administração da companhia pode resultar num novo problema de agência, desta vez entre acionistas controladores e acionistas minoritários, vide as disputas da Oi S.A.¹⁰⁷ Nesse sentido, como destaca MUNHOZ (2009, pp. 126), isto corresponde a uma mudança radical em comparação com economias de controle diluído. Se administradores são no mais das vezes simples “longa manus” dos titulares do controle, há uma superposição das esferas de controle e de administração, resultando em redução da relevância específica de cada órgão da sociedade. Dessa forma, o foco da regulação passa a estar na limitação do poder do controlador e na possibilidade de ele expropriar os demais acionistas.

Esse descompasso entre acionistas é agravado em mercados onde a governança corporativa é considerada de baixa qualidade, como CORREIA & AMARAL (2011) apontam ser o caso do Brasil: a partir de critérios em torno da estrutura de propriedade, composição do conselho de administração, proteção a minoritários, transparência e remuneração dos dirigentes, os autores atribuíram nota média de 0,59 (numa escala de 0 a 1, em que “1” representa qualidade máxima) ao nível de governança corporativa de 242 companhias listadas na BOVESPA entre 1997 a 2006. Indicadores de “transparência das informações publicadas” e de “proteção dos investidores minoritários” assumem relevância no contexto brasileiro, respondendo juntos por mais de 70% pelo referido índice. Enfim, o caso da Oi S.A. é representativo da realidade corporativa no Brasil. Como afirma MUNHOZ (2009, pp. 126), “não basta adaptar a teoria dos deveres fiduciários, segundo o

¹⁰⁷ Como explicam CAIXE & KRAUTER (2013, pp. 143 e 144), a concentração de propriedade e de controle é capaz de gerar alinhamento de expectativas entre acionistas e administradores. No entanto, a concentração excessiva pode dar origem ao chamado “efeito-entrenchamento”, retirando valor da empresa, ao invés de adicionar: “1. efeito-alinhamento (ou incentivo): a concentração de propriedade teria um impacto positivo no desempenho corporativo por meio da provável diminuição dos custos de agência. Esta redução estaria ligada à possibilidade de o monitoramento da gestão ser efetuado pelos controladores de forma eficaz, no sentido de equalizar os interesses dos acionistas e dos administradores. Pois, caso os controladores buscassem os benefícios privados do controle, com a adoção de práticas como o uso de informações privilegiadas e autonelevar para cargos no conselho de administração, os acionistas minoritários poderiam apreçar as ações da companhia com certo desconto, diminuindo a riqueza dos grandes acionistas. Dessa maneira, a elevação na concentração de propriedade poderia aumentar o valor de mercado corporativo, uma vez que sinalizaria para os investidores uma solução satisfatória para os custos de agência, devido ao maior alinhamento de interesses entre gestores e acionistas; 2. efeito-entrenchamento: a partir de certa faixa de concentração na estrutura de propriedade e controle, à medida que aumenta a participação dos grandes acionistas na propriedade e, principalmente, no controle da companhia, o conselho de administração e o mercado de aquisições hostis perdem espaço para o poder exercido pelo bloco controlador. A elevada concentração na estrutura societária pode permitir que os acionistas controladores, em função do seu domínio sobre o processo de decisão, expropiem a riqueza dos acionistas minoritários por meio de práticas como: pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios autoconcedidos; e resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões. Com isso, a partir de certo percentual de concentração da estrutura societária, conforme ela aumentasse, os custos de agência se intensificariam e o valor da firma diminuiria”.

modelo norte-americano, e aplicá-la ao controlador, em vez de ao administrador, para chegar-se a resultados satisfatórios”. É preciso que o direito societário brasileiro se desenvolva para lidar com os problemas que lhe são característicos, isto é, ao conflito entre controladores e não-controladores¹⁰⁸.

Para complementar esse panorama, SILVEIRA & BARROS & FAMÁ (2008) oferecem evidências no sentido de que a concentração do direito de voto e do direito sobre o fluxo de caixa por parte dos acionistas controladores das companhias abertas brasileiras se dá de maneira exógena. Algumas de suas conclusões finais:

pode-se especular que, particularmente em países emergentes, com mercados de capitais pouco desenvolvidos, a estrutura de propriedade é provavelmente mais influenciada pelo ambiente institucional, pela história das empresas e por suas idiossincrasias do que por atributos corporativos observáveis, como aqueles considerados neste estudo [como nível do fluxo de caixa, desempenho da empresa e identidade do acionista controlador] (pp. 65).

E é de fato nessa linha que apontam recentes artigos de opinião redigidos por alguns dos principais economistas do Brasil. Como diz COUTINHO (2017), se idealmente taxas de juros são positivamente correlacionadas a prazos e riscos, no Brasil observam-se elevados juros de curto prazo e liquidez dissociada dos prazos, resultando num ciclo vicioso que retém o estoque de poupança de curto prazo, líquido e bem remunerado, sem risco. Somando-se a isso, como também afirmam FRAGA NETO (2017), NAKANO (2017), LISBOA & PESSOA (2017) e até mesmo John H. Cochrane em entrevista ao Valor Econômico¹⁰⁹, o país necessita de sérios ajustes fiscais para corrigir sua situação de déficit e de endividamento públicos, sem os quais não haverá incentivos suficientes para ajustar a política monetária e estimular os mercados financeiro e de capitais. BARBOSA (2017) coloca que, para reduzir os altos juros reais e motivar investimentos, deve-se focar não apenas no endividamento público, mas também na diminuição relativa do volume de crédito direcionado e no aumento da produtividade da economia. Por fim, LARA

¹⁰⁸ “essa diferença fundamental entre os dois sistemas deve ser sempre considerada ao estudar-se a regulação de cada aspecto do direito societário, o que infelizmente raramente ocorre. No mais das vezes, verifica-se o fenômeno da importação do modelo norte-americano sem a consideração dessa distinção fundamental, resultando, como não poderia deixar de ser, na adoção de regras inadequadas e não-alinhadas com a realidade econômica que pretendem disciplinar” (pp. 126 e 127).

¹⁰⁹ “**Valor:** Alguns têm sugerido que, se cortarmos os juros, a inflação vai baixar”. **Cochrane:** Obrigado por levantar esse ponto. Eu desaconselharia isso veementemente. Existe um perigo. Certamente, a teoria que estamos trabalhando diz que você pode baixar a inflação no longo prazo com taxas de juros mais baixas, desde que você tenha uma política fiscal sólida como uma rocha. Quando todo mundo acredita que o governo está fazendo um bom trabalho. Entendo que o governo brasileiro não tem uma política fiscal sólida como uma rocha, não é?”. Entrevista conduzida por Alex Ribeiro, disponível em: <http://www.valor.com.br/cultura/4872440/o-economista-incendiario>. Acesso em 8 de junho de 2017.

RESENDE (2017, pp. 3) também lembra a carga tributária brasileira que, “alta até mesmo para países avançados, ameaça estrangular a economia e inviabilizar a retomada do crescimento”. Esse contexto de desequilíbrio macroeconômico, nas palavras de Luis Stuhlberger¹¹⁰, resulta numa “concorrência imperfeita, criadora de monopólios”, no mercado brasileiro.

As conclusões desses estudos apontam para um diagnóstico grave e complexo do mercado e da economia no Brasil. De um lado, constata-se uma tradição histórica de concentração de propriedade e de controle, em que o conflito central nas companhias é entre controladores e não-controladores. De outro, o ordenamento brasileiro ainda não se mostrou suficientemente capaz de regular situações de desalinhamento entre os acionistas, de modo a fazer com que minoritários sejam (ou, ao menos, se sintam) devidamente tutelados. Questões como insegurança jurídica, omissão de informações consideradas relevantes ao mercado, risco de crédito, iliquidez, problemas macroeconômicos, entre outras, vêm à tona nesta discussão, constituindo um ciclo vicioso que justifica o lento desenvolvimento de um mercado dinâmico e eficiente, que geraria benefícios muito além do campo financeiro ou econômico.

A história da Oi S.A. é, portanto, um reflexo do ambiente econômico e institucional no Brasil. Acionistas controladores obtiveram altos retornos para seus investimentos pessoais e garantiram estabilidade e conforto patrimonial, em detrimento de sua companhia, uma das principais de um setor altamente estratégico ao desenvolvimento do Brasil, prejudicando consumidores, concentrando mercado, gerando desemprego e desgastando a credibilidade do Brasil no exterior. O caso da Oi S.A. não está isolado. Trata-se de uma questão estrutural, e não pontual.

Diante de tal cenário, não bastam apenas normas jurídicas completas para a regulação adequada do mercado acionário brasileiro. É necessário que o sistema jurídico seja eficiente e eficaz na condução das assimetrias e dos custos resultantes da alta concentração de controle, o que inclui a presença e a atuação forte e legítima das instituições responsáveis pela efetivação das previsões normativas. No que tange ao conflito entre controladores e não-controladores, a lei societária precisa estar atenta para bem enquadrar a posição de domínio dos primeiros em relação aos últimos: não se trata de acabar com a condição de acionista controlador; mas, sim, de bem normatizar sua situação de comando. Enquanto este desafio não for enfrentado, o controlador brasileiro resistirá a

¹¹⁰ Palestra conferida em 6 de junho de 2017. STUHLBERGER, Luis. “20 Anos Fundo Verde: Resultado, estratégia, histórias e perspectiva do Fundo Verde”. São Paulo, SP, Brasil. Hotel Unique, 6 de junho de 2017.

abrir mão de seu poder, já que isso significaria submeter-se a um novo acionista controlador, capaz de extrair a si mesmo ganhos relevantes da companhia (MUNHOZ, 2009, pp. 154 e 155), e os não-controladores dificilmente terão o conforto necessário para investir seu capital nas empresas brasileiras.

CONCLUSÃO

O Brasil vive hoje um capítulo complexo de sua história. Além da crise político-econômica, a crise institucional é patente e, de certa forma, a mais crítica. Para adquirir maturidade e estabilidade nos campos político, econômico, social e cultural, o país precisa focar na construção e na reforma de suas instituições. Para tanto, o diálogo entre o direito e a economia é fundamental e deve ser incentivado em todos os níveis. Fenômenos de mercado devem ser analisados de modo conjunto entre juristas e economistas, para que, caminhando lado a lado, sejam desenvolvidas soluções que se encaixem no ordenamento jurídico brasileiro, que sigam suas tradições, seus princípios, sua jurisprudência e que, ao mesmo tempo, funcionem como bons incentivos aos agentes, com baixos custos de transação e reduzidos conflitos de interesse.

Esta foi a linha que o presente trabalho seguiu ao longo de toda sua extensão e esta é sua contribuição. A análise foi iniciada com as principais teorias econômicas sobre estrutura de capital, que baseiam suas conclusões nos conceitos de assimetria informacional, custos de falência e conflitos de agência. Em seguida, realizou-se uma revisão de literatura focada no direito como um determinante no desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais. A partir dessas pesquisas, e de acordo com a linha teórica identificada, constatou-se que o direito possui o condão de reduzir a assimetria, os custos e os conflitos referidos, principalmente por meio da proteção ao investidor e ao credor, de modo a viabilizar o bom desenvolvimento dos mercados. Esta constatação foi, então, reforçada por meio do exame de um caso real envolvendo uma companhia brasileira que balizou suas decisões de financiamento em função de questões ligadas ao direito, particularmente à proteção a investidores e a credores.

Nessa situação prática, nos termos da *Pecking Order*, do *Trade-Off Model* e da teoria dos custos de agência (Capítulo 1), a Oi S.A. chegou ao limite de seu poder de financiamento, tendo em vista que, como alertaram LA PORTA *et al.* (1997, 1998, 2000a, 2000b), e outros autores (Capítulo 2), credores e acionistas minoritários não se sentiram suficientemente tutelados pelo direito para investir seus recursos nesta empresa. Nesse sentido, a falta de credibilidade de instituições jurídicas e o sentimento de vulnerabilidade no campo do direito resultaram na limitação dos agentes dispostos a alocar recursos na Oi S.A. e, então, na limitação das fontes de financiamento à sua disposição. Portanto, o caso real estudado exemplifica aspectos trazidos nos Capítulos 1 e 2 e aponta no sentido de que

se, num primeiro momento, poderia se considerar que os administradores da companhia escolheriam sua fonte de financiamento livremente e apenas com base em critérios econômicos, financeiros e contábeis, na prática, suas decisões foram significativamente impactadas pela ordem jurídica vigente.

Assim, o presente estudo indica a relevância do direito para o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais. É preciso não apenas prever direitos, mas principalmente garantir seu exercício, sempre com base em instituições sólidas, céleres, técnicas, especializadas e competentes. Sob o prisma dos trabalhos aqui analisados, esse corresponde ao caminho fundamental, coerente e consistente para expandir o mercado financeiro e de capitais, aumentando a oferta e o acesso ao financiamento externo, diminuindo os conflitos resultantes da concentração acionária, tornando mais eficiente a alocação de recursos, evitando que investidores sejam impactados por manobras de controladores e, finalmente, fazendo com que credores tenham seus direitos preservados em caso de inadimplemento dos devedores. Contrariando a concepção de que a ausência de regulamentação é a melhor forma de estimular a dinâmica de mercado, este estudo justifica políticas no sentido de proteger o investidor, indicando que elas podem ser favoráveis ao desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais como um todo.

O direito é, portanto, relevante na definição de estratégias de financiamento, cuja análise vai muito além de estudos puramente numéricos e objetivos. Percebe-se que aspectos exógenos a modelos financeiros exercem influência na tomada de decisões e que a percepção dos investidores em relação aos seus direitos e à proteção contra expropriações complementam análises das companhias em si, seus múltiplos, índices, custos, dentre outros. Trata-se de aspectos que dificilmente podem ser quantificados, mas que impactam o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais e que correspondem a elementos balizadores das decisões tomadas pelos investidores.

Caso os aspectos jurídicos destacados neste trabalho não sejam aprimorados, de nada servirão esforços como os que se têm conduzido no Brasil ao longo da última década. Se instituições jurídicas estão enfraquecidas, de nada serve, por exemplo, aumentar a quantidade de informações a serem obrigatoriamente divulgadas pelos participantes do mercado à título de cumprir com o princípio de “full disclosure”. É preciso atribuir credibilidade às informações em si, mas também, e principalmente, ao próprio emissor e às instituições que zelam pelo mercado e que são juridicamente responsáveis por sua regulação. Aumentar a eficiência do ordenamento jurídico pode, inclusive, reduzir o

envolvimento do Poder Judiciário na resolução das disputas, não só pela diminuição do número de litígios em si, mas também pelo aumento da importância de órgãos regulatórios e administrativos, como a CVM. Fortalecê-los fará com que especialistas e técnicos em mercado financeiro e de capitais analisem questões com mais experiência e proximidade, o que tende a aumentar a qualidade e a celeridade de suas decisões¹¹¹.

Nesse sentido, a crescente internacionalização dos mercados pode ser de grande utilidade. Com dinamismo na atividade empresarial, crescente regulação e agilidade na troca de informações e de conhecimento entre mercados e agentes econômicos, permite-se não só a alocação de recursos em economias que se apresentem mais atrativas, mas também proporciona-se aos próprios reguladores e dirigentes o acesso a iniciativas e a projetos de melhoria conduzidos por outros países. Cria-se um ambiente de aprendizado mútuo, difundindo noções e princípios que podem ser favoráveis ao crescimento econômico, e incentivando ainda mais a adoção de reformas. Certamente, este é um campo a ser explorado em estudos futuros e que merece a atenção dos acadêmicos, tanto de juristas, quanto de economistas.

¹¹¹ A literatura costuma mencionar os casos da Polônia e da República Checa nos anos de 1990 para evidenciar a importância de normas e órgãos regulatórios bem estruturados no desenvolvimento da economia. À época, estes países apresentavam políticas econômicas, níveis de renda e qualidade do Poder Judiciário semelhantes, mas a forma como eles conduziram o desenvolvimento de seus mercados financeiro e de capitais foi distinta: enquanto a Polônia introduziu normas que visavam a divulgação de informações e a proteção a investidores e credores, com órgãos administrativos monitorando os participantes de mercado e com poderes para de fato regular o mercado, resultando em prosperidade no mercado acionário; a República Checa não conduziu reformas nesse sentido e, talvez em função disso, observou altos níveis de expropriação por parte de controladores e administradores e saída de empresas das bolsas de valores, resultando num mercado acionário quase inexistente (conforme LA PORTA *et al.*, 2000, pp. 22 e 23). Vide COFFEE, J. “The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications”. *In: Northwestern Law Review*. v. 93, pp. 631-707, 1999; PISTOR, K. “Law as a determinant of equity market development”. *In: MURRELL, Peter (Ed.). The value of law in transition economies*. Ann Arbor: University of Michigan Press, pp. 249-287, 1999; e GLAESER, E. & JOHNSON, S. & SHLEIFER, A. “Coase versus the Coasians”. *In: Quarterly Journal of Economics*. v. 116 (3), pp. 853-899, 2001.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGARWAL, Sumit & MOHTADI, Hamid (2004). “Financial Markets and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries”. *In: Global Finance Journal*. n. 15, pp. 57-70, 2004. Disponível em: <http://faculty.apec.umn.edu/mohta001/debt-equity-10-3.pdf>. Acesso em 8 de maio de 2014.

AGUILERA, Ruth V. & WILLIAMS, Cynthia A. (2009). “ ‘Law and Finance’: Inaccurate, Incomplete, and Important”. Forthcoming *In: University Illinois Law & Economics Research Paper n. LE10-002*. 2009, 14 pp. Disponível em: <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=481085124111100125107088114024120064104035090029001010110002117092118101096090113113041000008060051058110118087097065097082112060083005001074102093116084000086025073059066003002112008026004026021084117125095102067076081068105009088126074113117116007&EXT=pdf>. Acesso em 6 de maio de 2016.

ARIDA, Persio & BACHA, Edmar Lisboa & LARA RESENDE, Andre (2004), “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”. Forthcoming. Giavazzi F. & GOLDFAJN (Ed.). **Inflation Targeting and Debt: the Case of Brazil**. Cambridge, MA: MIT Press, 2004, 25 pp. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.532.9066&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em 2 de maio de 2016.

BARBOSA, Nelson (2017). “Taxa real de juro: evolução e perspectivas”. *Valor Econômico*, 24 de fevereiro de 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/cultura/4879800/taxa-real-de-juro-evolucao-e-perspectivas>. Acesso em 9 de junho de 2017.

BARROS, Lucas Ayres & SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da & FAMÁ, Rubens (2005). “Does capital structure matter? Revisiting Modigliani and Miller’s empirical work using Latin American and North American data”. *In: Latin American Business Review*. v. 5, n. 3, pp. 43-64, 2005.

BAXTER, Nevins (1967). “Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital”. *In: Journal of Finance*. v. 22, n. 3, pp. 395-403, 1967.

BEDICKS, Heloisa Belotti (2009). **Governança Corporativa e Dispersão de Capital: Múltiplos Casos no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2009, 202 pp. ISBN 9788598838847 (broch.).

BOOTH, Laurence & AIVAZIAN, Varouj & DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & MAKSIMOVIC, Vojislav (2001). “Capital Structures in Developing Countries”. *In: Journal of Finance*. v. 56, n. 1, pp. 87-130, 2001.

BRADLEY, Michael & JARELL, Gregg A. & KIM, Han (1984). “On the existence of an Optimal Capital Structure: The Theory and Evidence”. *In: Journal of Finance*. v. 39, pp. 857-880, 1984.

BRANDÃO, Isac de Freitas & CRISÓSTOMO, Vicente Lima (2015). “Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira”. *In: Revista Brasileira de Finanças (Online)*. Rio de Janeiro. v. 13, n. 3, jul., pp. 438-469, 2015. Disponível em: https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKewjh_oyfwKXUAhVDD5AKHTdEBR8QFgguMAA&url=http%3A%2F%2Fbibliotecadigital.fgv.br%2Ffojs%2Findex.php%2Frbfn%2Farticle%2Fdownload%2F45739%2F56150&usg=AFQjCNERJPHvOwiKc-2DldGifjdOW_h2kg. Acesso em 4 de junho de 2017.

BRAU, James (2010). “Why do firms go public?” Working paper. Brigham Young University. Forthcoming. *In: Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford University Press, 44 pp.

BRAU, James C. & FAWCETT, Stanley E. (2006). “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”. *In: The Journal of Finance*. v. LXI, n. 1, fev., 2006.

BRITO, Giovani Antonio Silva & CORRAR, Luiz J. & BATISTELLA, Flávio Donizete (2007). “Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que Atuam no Brasil”. *In: Revista Contabilidade & Finanças*. v. 18, n. 43, pp. 9-19, abr., 2007. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772007000100002&script=sci_arttext. Acesso em 15 de maio de 2015.

CAIXE, Daniel Ferreira & KRAUTER, Elizabeth (2013). “A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil”. *In: Revista Contabilidade e Finanças*. São Paulo: USP. v. 24, n. 62, mai./jun./jul./ago., pp. 142-153, 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v24n62/05.pdf>. Acesso em 4 de junho de 2017.

CAMPOS, Taiane Las Casas (2006). “Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil”. *In: Revista de Administração da Universidade de São Paulo*. v. 41, n. 4, out./nov./dez., pp. 369-380, 2006.

CASAGRANDE NETO, Humberto & SOUZA, Lucy A. & ROSSI, Maria Cecília (2010). **Abertura do Capital de Empresas no Brasil: um Enfoque Prático**. 4. ed. rev. atual. São Paulo: Atlas, 2010, 138 pp. ISBN 9788522460625 (broch.).

CHISHOLM, Andrew (2002). **An Introduction to Capital Markets: Products, Strategies, Participants**. Chichester: John Wiley and Sons, 2002, 448 pp. (Wiley Finance Series). ISBN 0471498661 (enc.).

CINTRA, Marcos Antonio M. & SILVA FILHO, Edison Benedito da (Org.) (2013). **Financiamento das Corporações: Perspectivas do desenvolvimento Brasileiro. Livro 3**. Brasília: IPEA, 2013, 231 pp. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2414/1/Livro_%20Financiamento%20das%20Corpora%C3%A7%C3%B5es%20perspectivas%20do%20desenvolvimento%20brasileiro.pdf. Acesso em 8 de maio de 2014.

CORREIA, Laise Ferraz & AMARAL, Hudson Fernandes (2011). “Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil”. *In: Revista Contabilidade e Finanças*. São Paulo: USP. v. 22, n. 55, jan./fev./mar./abr., pp. 45-63, 2011.

COTEI, Carmen & FARHAT, Joseph & ABUGRI, Benjamin A. (2011) “Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter?”. *In: **Managerial Finance***. v. 37.8, pp. 715-735, 2011.

COUTINHO, Luciano (2017). “O porquê dos juros altos”. *Valor Econômico*, 10 de fevereiro de 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniaio/4864602/o-porque-dos-juros-altos>. Acesso em 9 de junho de 2017.

DE JONG, Abe & KABIR, Rezaul & NGUYEN, Thuy Thu (2007). “Capital Structure Around the World: The Roles of Firm- and Country-Specific Determinants”. **Erasmus University Working Paper**. Rotterdam, Países Baixos, 2007.

DEL GIGLIO, Alex (2008). **A Evolução do Mercado de Capitais e a Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras**. 69 pp. Dissertação (Mestrado) - Escola de Administração de Empresas do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 2008.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU (2013). **Rumo à Abertura de Capital: Percepções das Empresas Emergentes sobre os Entraves e Benefícios**. São Paulo: Deloitte Touche Tohmatsu, 2013.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & LEVINE, Ross (2005). “Law and Firms’ Access to Finance”. *In: **American Law and Economics Review***. v. 7 (1), Spring, pp. 211-52, 2005.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & MAKSIMOVIC, Vojislav (1998). “Law, Finance and Firm Growth”. *In: **Journal of Finance***. v. 53, n. 6, pp. 2107-2137, 1998.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & MAKSIMOVIC, Vojislav (1999). “Institutions, Financial Markets, and Firms Debt Maturity”. *In: **Journal of Financial Economics***. v. 54, pp. 295-336, 1999.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & MAKSIMOVIC, Vojislav (2000). “Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data”. *World Bank Working Paper*, 2432, 2000.

DONALDSON, Gordon (1961). “Corporate Debt Capacity”. *Division of Research Graduate. School of Business Administration. Harvard University, Boston*, 1961.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena & SAITO, Richard (2002). “Conselhos de Administração: Análise de sua Composição em um Conjunto de Companhias Abertas Brasileiras”. *In: **RAC: Revista de Administração Contemporânea***. Curitiba, v. 6, n. 2, mai./ago., pp. 09-27, 2002. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rac/v6n2/v6n2a03.pdf>. Acesso em 7 de junho de 2017.

EID JUNIOR, William (1996). “Custo e Estrutura de Capital: O Comportamento das Empresas Brasileiras”. *In: **RAE - Revista de Administração de Empresas***. São Paulo, v. 36, n. 4, pp. 51-63, 1996.

FAN, Joseph P. H. & TITMAN, Sheridan & TWITE, Garry (2012). “An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices”. *In: Journal of Financial and Quantitative Analysis*. v. 47, pp. 23-56, 2012.

FERRAN, Eilís & CHAN HO, Look (2014). **Company Law and Corporate Finance**. Londres: Oxford University Press, 2014.

FRAGA NETO, Armínio (2017). “ ‘O debate sobre os juros no Brasil’, por Arminio Fraga Neto”. *O Globo*, 10 de fevereiro de 2017. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/o-debate-sobre-os-juros-no-brasil-por-arminio-fraga-neto-20903057>. Acesso em 9 de junho de 2017.

FRANK, Murray Z. & GOYAL, Vidhan K (2007). “Trade-off and pecking order theories of debt”. *In: ECKBO, Espen B. (Ed.). Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. Amsterdam: Elsevier. v. 2. Cap. 12, pp. 135-202, 2007.

GLEN, Jack & PINTO, Brian (1994). “Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose”. Discussion Paper 22. Washington, DC: International Finance Corporation, 1994.

GORGA, Érica (2008). “Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries”. Cornell Law School Working Paper. Setembro, 2008. Disponível em: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=554072120067119100096072095080031098102019085079049016085027011127122001027096118018122122053012104056055090026068100120026092009086053083017027085076094114087119062017052093117075068103006001090013026114125016010003026093116026092098113111074012078&EXT=pdf>. Acesso em 17 de junho de 2017.

GRAHAM, John R. & HARVEY, Campbell R. (2001). “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 60, pp. 187-243, 2001. Disponível em: http://ac.els-cdn.com/S0304405X01000447/1-s2.0-S0304405X01000447-main.pdf?_tid=a8d078c8-db6e-11e5-8bf0-00000aab0f01&acdnat=1456370583_4a51d760e_8eb6db62c936742bfabf01b. Acesso em 26 de fevereiro de 2016.

HALE, Galina (2007). “Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrower”. *In: RES: Economic Journal - Royal Economic Society*. v. 117, jan., pp. 196-215, 2007. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0297.2007.02007.x/abstract>. Acesso em 8 de maio de 2014. Acesso restrito.

HOLMSTRÖM, Bengt & TIROLE, Jean (1993). “Market Liquidity and Performance Monitoring”. *In: The Journal of Political Economy*. v. 101, n. 4., ago., pp. 678-709, 1993.

JAGGI, Bikki & LOW, Pek Yee (2000). “Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures”. *In: The International Journal of Accounting*. v. 35, issue 4, pp. 495-519, 2000.

JENSEN, Michael C. (1986). “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *In: American Economic Review*. v. 76, n. 2, maio, pp. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C. & MECKLING, William (1976). “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and capital structure”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 3, pp. 305-360, 1976.

KORAJCZYK, Robert A. & LEVY, Amnon (2002). “Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 68, n. 1, pp. 75-109, 2002.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio (1998). “Capital markets and legal institutions”. *In: BURKI, Shadid & PERRY, Guillermo (Coord.). Beyond the Washington consensus: institutions matter*. Washington, D.C.: World Bank, 1998.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei (2008). “The Economic Consequences of Legal Origins”. *In: Journal of Economic Literature*. v. 46 (2), pp. 285-332, 2008.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei (2013). “Law and Finance After a Decade of Research”. *In: CONSTANTINIDES, George M. & HARRIS, Milton & STULZ, Rene M. (Ed.). Handbook of the Economics of Finance*. v. 2, Part A, Chapter 6, pp. 425-491, 2013.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert (1997). “Legal Determinants of External Finance”. *In: The Journal of Finance*. v. 52 (3), julho, pp. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert (1998). “Law and Finance”. *In: Journal of Political Economy*. v. 106 (6), pp. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert (2000a). “Investor protection and corporate governance”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 58, pp. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael & LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert (2000b). “Agency Problems and Dividend Policies around the World”. *In: Journal of Finance*. v. 55 (1), pp. 1-33, 2000.

LARA RESENDE, André (2017). “Teoria, prática e bom senso”. *Valor Econômico*, 27 de janeiro de 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/cultura/4849060/teoria-pratica-e-bom-senso>. Acesso em 10 de março de 2017.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara (2008). “Estrutura de Capitais Comparada: Brasil e Mercados Emergentes”. *In: RAE: Revista de Administração de Empresas*. São Paulo: FGV. v. 48, n. 4, pp. 67-78, out./dez., 2008.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara & GOMES, Gabriel (2000). “Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores”. *In: LEAL,*

R. P. C. & COSTA JR. N. C. A. & LEMGRUBER, E. F. (Org.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2000.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara & SAITO, Richard (2003). “Finanças Corporativas no Brasil”. *In: RAE: Revista de Administração de Empresas*. São Paulo: FGV (eletrônica). v. 2, n. 2, jun./dez., 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/raeel/v2n2/v2n2a05>. Acesso em 1 de junho de 2017.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara & CARVALHAL DA SILVA, André Luiz & VALADARES, Silvia Mourthé (2002). “Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto”. *In: RAC: Revista de Administração Contemporânea*. Curitiba. v. 6, n. 1, jan./abr., pp. 07-18, 2002. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552002000100002. Acesso em 1 de junho de 2017.

LISBOA, Marcos & PESSOA, Samuel (2017). “Nada de novo no debate monetário no Brasil”. *Valor Econômico*, 20 de janeiro de 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/cultura/4842254/nada-de-novo-no-debate-monetario-no-brasil>. Acesso em 9 de junho de 2017.

LOWRY, Michelle & SCHWERT, William (2002). “IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?”. *In: Journal of Finance*. v. 67, n. 3, pp. 1171-1198, 2002.

LUCEY, Brian M. & ZHANG, QiYu (2011). “Financial Integration and Emerging Markets Capital Structure”. *In: Journal of Banking & Finance*. v. 35, n. 5, 5.2011, pp. 1228-1238, 2011.

MAJLUF, Nicholas & MYERS, Stewart (1984). “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *In: Journal of Financial Economics*. v. 13, pp. 187-221. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w1396.pdf>. Acesso em 30 de abril de 2016.

MILLER, Merton H. (1977). “Debt and taxes”. *In: Journal of Finance*. v. 32, n. 2, maio, 1977.

MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”. *In: American Economic Review*. v. 48, n. 3, pp. 262-297, 1958. Disponível em: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>. Acesso em 31 de maio de 2014.

MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton (1963). “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction”. *In: American Economic Review*. v. 53, n. 3, pp. 433-443, 1963. Disponível em: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1963.pdf>. Acesso em 31 de maio de 2014.

MOODY’S (2009). “Moody’s assigns Aaa.br to Telemar’s proposed debentures; upgrades Brasil Telecom to Baa2”. Divulgado em 9 de dezembro de 2009. S/l; 4 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-assigns-Aaabr-to-Telemars-proposed-debentures-upgrades-Brasil-Telecom--PR_191671. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2010). "Moody's Assigns Baa2 Rating to Telemar Norte Leste Senior Unsecured Euro Bonds". Divulgado em 9 de dezembro de 2010. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-Assigns-Baa2-Rating-to-Telemar-Norte-Leste-Senior-Unsecured--PR_210278. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2011a). "Moody's atribui rating Baa2 a BRL 1,0 bilhão em títulos com vencimento em 5 anos da Brasil Telecom". Divulgado em 8 de setembro de 2011. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-atribui-rating-Baa2-a-BRL-10-bilho-em-ttulos--PR_225714. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2011b). "Moody's atribui ratings Baa2/Aaa.br para emissão de BRL 2,35 bilhões debêntures seniores sem garantia de ativos reais com vencimento em 7 anos da Brasil Telecom". Divulgado em 23 de dezembro de 2011. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-atribui-ratings-Baa2Aaabr-para-emisso-de-BRL-235-bilhes--PR_234376. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2012a). "Moody's atribui rating Baa2 para emissão de USD 1,0 bilhão em notas seniores sem garantia de ativos reais com vencimento em 10 anos da Brasil Telecom". Divulgado em 6 de fevereiro de 2012. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-atribui-rating-Baa2-para-emisso-de-USD-10-bilh-o--PR_236856. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2012b). "Moody's atribui ratings Baa2/Aaa.br para emissão de BRL 2,0 bilhões em debentures seniores sem garantia de ativos reais da Brasil Telecom". Divulgado em 14 de fevereiro de 2012. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-atribui-ratings-Baa2Aaabr-para-emisso-de-BRL-20-bilhes--PR_237775. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2012c). "Moody's afirma todos os ratings Baa2/Aaa.br da Telemar Norte Leste e da Brasil Telecom". Divulgado em 27 de fevereiro de 2012. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-afirma-todos-os-ratings-Baa2Aaabr-da-Telemar-Norte-Leste--PR_238734. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2012d). "Moody's coloca ratings da Oi S.A. em revisão para possível rebaixamento". Divulgado em 16 de agosto de 2012. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-coloca-ratings-da-Oi-SA-em-reviso-para-possvel--PR_252860. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2012e). "Moody's rebaixa os ratings da Oi para Baa3/Aa1.br; perspectiva negativa". Divulgado em 31 de outubro de 2012. S/l; 3 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-rebaixa-os-ratings-da-Oi-para-Baa3Aa1br-perspectiva-negativa--PR_258827. Acesso em 20 de março de 2017. Acesso Restrito.

MOODY'S (2013a). "Moody's: Resultados do 1T da Oi estão em linha com as expectativas". Divulgado em 2 de maio de 2013. S/l; 1 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-Resultados-do-1T-da-Oi-esto-em-linha-com--PR_272341. Acesso em 9 de agosto de 2014. Acesso Restrito.

MOODY'S (2013b). "Credit Opinion: Oi S.A.". Divulgado em 7 de outubro de 2013. S/l; 1 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Oi-SA-Credit-Opinion--COP_600053026. Acesso em 9 de agosto de 2014. Acesso Restrito.

MOODY'S (2013c). "Rating Action: Moody's affirms Oi's Baa3/Aa1.br rating with a negative outlook following announced merger with Portugal Telecom". Divulgado em 2 de outubro de 2013. S/l; 1 pp. Disponível em: https://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-Ois-Baa3Aa1br-rating-with-a-negative-outlook-following--PR_283488. Acesso em 26 de março de 2017. Acesso Restrito.

MUNHOZ, Eduardo Secchi (2009). "Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas diluído e concentrado". In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, pp. 119-155, 2009.

MUNHOZ, Eduardo Secchi (2010). "Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário". In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, pp. 285-324, 2010.

MUNHOZ, Eduardo Secchi (2015). "Financiamento e Investimento na Recuperação Judicial". In: CEREZETTI, Sheila C. Neder & MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). **Dez Anos da Lei nº 11.101/2005**. São Paulo: Almedina, pp. 264-290, 2015.

MYERS, Stewart (1984). "The Capital Structure Puzzle". In: **Journal of Finance**. v. 39, julho, pp. 575-592, 1984.

MYERS, Stewart C. (2001). "Capital Structure". In: **Journal of Economic Perspectives**. v. 15, issue 2, pp. 81-102, 2001.

NAHAS, Fernando (2014). "Estruturas de Capital e Alternativas de Financiamento: Um Paralelo entre Oferta de Ações e Emissão de Dívidas". 2014. 70pp. Trabalho de Conclusão de Curso (*Master in Financial Economics / CEAFE*) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas (FGV/EESP). São Paulo, 2014. Orientador: Prof. Guido Marcelo Borma Chagas.

NAKANO, Yoshiaki (2017). "Aritmética monetarista desagradável". *Valor Econômico*, 02 de fevereiro de 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniaio/4855902/aritmetica-monetarista-desagradavel>. Acesso em 9 de junho de 2017.

NOVAES, Ana (2000). "Privatização do setor de telecomunicações no Brasil". In: PINHEIRO, Armando Castelar & FUKASAKU, Kiichiro (Org). **A Privatização no Brasil: o Caso dos Serviços de Utilidade Pública**. Rio de Janeiro: BNDES-OCDE, fev., 2000, 34 pp. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/ocde/ocde05.pdf. Acesso em 20 de março de 2017.

PAGANO, Marco & ROËL, Ailsa (1998). "The Choice Of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public". In: **The Quartely Journal of**

Economics. v. 113. pp. 187-225, 1998. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/24091603_The_Choice_Of_Stock_Ownership_Structure_Agency_Costs_Monitoring_And_The_Decision_To_Go_Public. Acesso em 17 de junho de 2017.

PAGANO, Marco & PANETTA, Fabio & ZINGALES, Luigi (1998). “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”. In: **Journal of Finance**. v. 53, n. 1, pp. 27-64, 1998.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro & FAMÁ, Rubens (2002). “Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras”. In: **Revista de Administração**. São Paulo. v. 37, n. 3, pp. 33-46, jul./set, 2002.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro & FAMÁ, Rubens (2003). “Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas”. In: **RAC: Revista de Administração Contemporânea**. v. 7, n. 1, pp. 9-35, 2003.

PITTA, André Grünspun (2017). “Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: as alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias”. 493 pp. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FDUSP). São Paulo, 2017.

PROCIANOY, Jairo laser & SCHNORRENBERGER, Adalberto (2004). “A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras”. In: **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro. v. 58, n. 1, jan./mar., 2004.

PSILLAKI, Maria & DASKALAKIS, Nikolaos (2008). “Are the determinants of capital structure country or firm specific?”. In: **Small Business Economics**. v. 33, n. 3, pp. 319-333, 2008.

RAJAN, Raghuram Govind & SERVAES, Henri (2003). “The effect of market conditions on initial public offerings”. In: **Venture capital contracting and the valuation of high-technology firms**. Oxford University Press, 2003. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=26D797C2F6B742CFB281F747535021E4?doi=10.1.1.197.6183&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em 26 de fevereiro de 2016.

RITTER, Jay R. (1991). “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”. In: **Journal of Finance**. v. 46, Issue 1, mar., pp. 3-27, 1991.

RITTER, Jay R. (2011) “Equilibrium in the IPO Market”. In: **Annual Review of Financial Economics**. v. 3, pp. 347-374, 2011.

RUDGE, Luiz Fernando & CAVALCANTE, Francisco & MISUMI, Jorge Yoshio (2009). **Mercado de Capitais: o que é, como funciona**. 7. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, 395 pp. ISBN 9788535226188 (broch.).

SALAMA, Bruno (2017). “Os juros bancários e o cachorro que corre atrás do rabo”. Mercado Popular: Economia Livre & Justiça Social, 13 de fevereiro de 2017. Disponível em: <http://mercadopopular.org/2017/02/decisoes-judiciais-e-juros-bancarios/>. Acesso em 6 de abril de 2017.

SCHIEHL, Eduardo & SANTOS, Igor Oliveira dos (2004). "Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies". *In: Revista de Administração*. São Paulo. v. 39, n. 4, pp. 373-384, out./nov/dez., 2004. Disponível em:

<https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjBy7mtra3UAhWDnJAKHWEmBdcQFggwMAE&url=http%3A%2F%2F200.232.30.99%2Fdownload.asp%3Ffile%3DV3904373ap384.pdf&usg=AFQjCNGElpjT1Bq-yZArWcK8g2CRhwYCIg>. Acesso em 7 de junho de 2017.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da & BARROS, Lucas Ayres B. de C. & FAMÁ, Rubens (2008). "Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil". *In: RAE: Revista de Administração de Empresas [online]*. São Paulo. v. 48, n. 2, pp. 51-66, abr./jun., 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a05.pdf>. Acesso em 7 de junho de 2017.

SPAMANN, Holger (2008). "Law and Finance' revisited". **Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper n. 12**, 2/2008. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Spamann_12.pdf. Acesso em 7 de maio de 2016.

STANDARD & POOR'S (2014). "Perspectiva dos ratings da Klabin alterada para negativa refletindo aumento na alavancagem; Ratings 'BBB-' e 'brAAA' ". S/l; Acesso Restrito, 4 pp.

SZTAJN, Rachel (2014). "Ronald H. Coase e a importância de perguntar". *In: Revista de direito empresarial: ReDE*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 2, n. 1, pp. 201-209, jan./fev., 2014.

TITMAN, Sheridan & WESSELS, Roberto (1988). "The determinants of capital structure choice". *In: Journal of Finance*. v. 43, n. 1, mar., pp. 1-19, 1988.

YEUNG, Luciana Luk Tai & AZEVEDO, Paulo Furquim de (2015). "Nem Robin Hood, nem King John: testando o viés anti-credor e anti-devedor dos magistrados brasileiros". *In: Economic Analysis of Law Review*. v. 6, pp. 1-21, 2015. Disponível em: <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/view/3666/4161>. Acesso em 4 de dezembro de 2017.

ZINGALES, Luigi (1995). "Insider Ownership and the Decision to Go Public". *In: The Review of Economic Studies*. v. 62, n. 3, pp. 425-448, 1995.