

## Finanças Aplicadas ao Direito

---

*Coordenador*

Diego Barreto

*Autores*

Diego Barreto

Gustavo Grebler

Marco Aurélio Affonseca

Maurício Bergamaschi

Nair Veras Saldanha Janson

Rafael Coloneze Pinho

Roberto Amatuzzi

Valter Faria

# DADOS DE COPYRIGHT

## Sobre a obra:

A presente obra é disponibilizada pela equipe [X Livros](#) e seus diversos parceiros, com o objetivo de disponibilizar conteúdo para uso parcial em pesquisas e estudos acadêmicos, bem como o simples teste da qualidade da obra, com o fim exclusivo de compra futura.

É expressamente proibida e totalmente repudiável a venda, aluguel, ou quaisquer uso comercial do presente conteúdo

## Sobre nós:

O [X Livros](#) e seus parceiros disponibilizam conteúdo de domínio público e propriedade intelectual de forma totalmente gratuita, por acreditar que o conhecimento e a educação devem ser acessíveis e livres a toda e qualquer pessoa. Você pode encontrar mais obras em nosso site: [xlivros.com](http://xlivros.com) ou em qualquer um dos sites parceiros apresentados neste link.

***Quando o mundo estiver unido na busca do conhecimento, e não lutando por dinheiro e poder, então nossa sociedade enfim evoluirá a um novo nível.***

série **GVlaw**

Diego Barreto  
*Coordenador*

## DIREITO, GESTÃO E PRÁTICA

### Finanças Aplicadas ao Direito

Diego Barreto  
Gustavo Grebler  
Marco Aurélio Affonseca  
Maurício Bergamaschi  
Nair Veras Saldanha Janson  
Rafael Coloneze Pinho  
Roberto AmatuZZi  
Valter Faria

2011





Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César — São Paulo — SP  
CEP 05413-909 – PABX: (11) 3613 3000 – SACJUR: 0800 055 7688 – De 2ª a 6ª, das 8:30  
às 19:30

E-mail [saraivajur@editorasaraiva.com.br](mailto:saraivajur@editorasaraiva.com.br)

Acesse [www.saraivajur.com.br](http://www.saraivajur.com.br)

## **FILIAIS**

### **AMAZONAS/RONDÔNIA/RORAIMA/ACRE**

Rua Costa Azevedo, 56 – Centro – Fone: (92) 3633-4227 – Fax: (92) 3633-4782 – Manaus

### **BAHIA/SERGIPE**

Rua Agripino Dórea, 23 – Brotas – Fone: (71) 3381-5854 / 3381-5895 – Fax: (71) 3381-0959 – Salvador

### **BAURU (SÃO PAULO)**

Rua Monsenhor Claro, 2-55/2-57 – Centro – Fone: (14) 3234-5643 – Fax: (14) 3234-7401 – Bauru

### **CEARÁ/PIAUI/MARANHÃO**

Av. Filomeno Gomes, 670 – Jacarecanga – Fone: (85) 3238-2323 / 3238-1384 – Fax: (85) 3238-1331 –  
Fortaleza

### **DISTRITO FEDERAL**

SIA/SUL Trecho 2 Lote 850 — Setor de Indústria e Abastecimento – Fone: (61) 3344-2920 / 3344-2951 – Fax:  
(61) 3344-1709 — Brasília

### **GOIÁS/TOCANTINS**

Av. Independência, 5330 – Setor Aeroporto – Fone: (62) 3225-2882 / 3212-2806 – Fax: (62) 3224-3016 –  
Goiânia

### **MATO GROSSO DO SUL/MATO GROSSO**

Rua 14 de Julho, 3148 – Centro – Fone: (67) 3382-3682 – Fax: (67) 3382-0112 – Campo Grande

### **MINAS GERAIS**

Rua Além Paraíba, 449 – Lagoinha – Fone: (31) 3429-8300 – Fax: (31) 3429-8310 – Belo Horizonte

### **PARÁ/AMAPÁ**

Travessa Apinagés, 186 – Batista Campos – Fone: (91) 3222-9034 / 3224-9038 – Fax: (91) 3241-0499 –  
Belém

### **PARANÁ/SANTA CATARINA**

Rua Conselheiro Laurindo, 2895 – Prado Velho – Fone/Fax: (41) 3332-4894 – Curitiba

**PERNAMBUCO/PARAÍBA/R. G. DO NORTE/ALAGOAS**

Rua Corredor do Bispo, 185 – Boa Vista – Fone: (81) 3421-4246 – Fax: (81) 3421-4510 – Recife

**RIBEIRÃO PRETO (SÃO PAULO)**

Av. Francisco Junqueira, 1255 – Centro – Fone: (16) 3610-5843 – Fax: (16) 3610-8284 – Ribeirão Preto

**RIO DE JANEIRO/ESPÍRITO SANTO**

Rua Visconde de Santa Isabel, 113 a 119 – Vila Isabel – Fone: (21) 2577-9494 – Fax: (21) 2577-8867 / 2577-9565 – Rio de Janeiro

**RIO GRANDE DO SUL**

Av. A. J. Renner, 231 – Farrapos – Fone/Fax: (51) 3371-4001 / 3371-1467 / 3371-1567 – Porto Alegre

**SÃO PAULO**

Av. Antártica, 92 – Barra Funda – Fone: PABX (11) 3616-3666 – São Paulo

ISBN 978-85-02-13164-4

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Direito, gestão e prática: Finanças aplicadas ao direito / coordenação Diego Barreto – São Paulo: Saraiva, 2011. — (Série GVlaw)

Vários autores.

Bibliografia.

1. Direito financeiro – Brasil 2. Finanças – Brasil 3. Instituições financeiras – Brasil 4. Mercado de capitais - Brasil 5. Valores imobiliários – Brasil I. Barreto, Diego. II. Série. 10-07153 CDU-34:336.76(81)

Índice para catálogo sistemático:

1. Brasil: Mercado de capitais: Direito financeiro 34:336.76(81)
2. Brasil: Mercado de financeiro: Direito financeiro 34:336.76(81)

**Diretor editorial** Antonio Luiz de Toledo Pinto  
**Diretor de produção editorial** Luiz Roberto Curia  
**Gerente de produção editorial** Lígia Alves  
**Editora** Manuella Santos  
**Assistente editorial** Aline Darcy Flor de Souza  
**Assistente de produção editorial** Clarissa Boraschi Maria Coura  
**Arte, diagramação e revisão** Know-how editorial  
**Serviços editoriais** Carla Cristina Marques / Vinicius Azevedo Vieira  
**Produção gráfica** Marli Rampim  
**Produção eletrônica** Ro Comunicação

**Data de fechamento da edição: 27-12-2010**

**Dúvidas?**

Acesse [www.saraivajur.com.br](http://www.saraivajur.com.br)

Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida por qualquer meio ou forma sem a prévia autorização da Editora Saraiva.

A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na Lei n. 9.610/98 e punido pelo artigo 184 do Código Penal.

Aos alunos do GV*law*.

# APRESENTAÇÃO

A FGV é formada por diferentes centros de ensino e pesquisa com um único objetivo: ampliar as fronteiras do conhecimento, produzir e transmitir ideias, dados e informações, de modo a contribuir para o desenvolvimento socioeconômico do país e sua inserção no cenário internacional.

Fundada em 2002, a Escola de Direito de São Paulo privilegiou um projeto diferenciado dos currículos tradicionais das faculdades de direito, com o intuito de ampliar as habilidades dos alunos para além da técnica jurídica. Trata-se de uma necessidade contemporânea para atuar em um mundo globalizado, que exige novos serviços e a interface de diversas disciplinas na resolução de problemas complexos.

Para tanto, a Escola de Direito de São Paulo optou pela dedicação do professor e do aluno em tempo integral, pela grade curricular interdisciplinar, pelas novas metodologias de ensino e pela ênfase em pesquisa e publicação. Essas são as propostas básicas indispensáveis à formação de um profissional e de uma ciência jurídica à altura das demandas contemporâneas.

No âmbito do programa de pós-graduação *lato sensu*, o *GVlaw*, programa de especialização em direito da Escola de Direito de São Paulo, tem por finalidade estender a metodologia e a proposta inovadoras da graduação para os profissionais já atuantes no mercado. Com pouco tempo de existência, a unidade já se impõe no cenário jurídico nacional através de duas dezenas de cursos de especialização, corporativos e de educação continuada. Com a presente “Série *GVlaw*”, o programa espera difundir seu magistério, conhecimento e suas conquistas.

Todos os livros da série são escritos por professores do *GVlaw*, profissionais de reconhecida competência acadêmica e prática, o que torna possível atender às demandas do mercado, tendo como suporte sólida fundamentação teórica.

O *GVlaw* espera, com essa iniciativa, oferecer a estudantes, advogados e demais profissionais interessados insumos que, agregados às suas práticas, possam contribuir para sua especialização, atualização e reflexão crítica.



*Leandro Silveira Pereira*  
Diretor Executivo do GVlaw

## PREFÁCIO

A globalização e o crescimento econômico brasileiro na última década inseriram definitivamente os profissionais brasileiros em uma esfera de sofisticação nas relações financeiras e legais. A estabilidade político-econômica, a internacionalização das empresas brasileiras e o amadurecimento do arcabouço legal foram os principais propulsores de uma “releitura” dos currículos brasileiros, pois passaram a demandar conhecimentos que extrapolavam as tradicionais grades curriculares das universidades brasileiras. Em função disso, cursos foram reestruturados e seus professores passaram a realizar um intercâmbio de conteúdo entre os tradicionais cursos de graduação e pós-graduação a fim de alcançar um novo patamar acadêmico.

Neste contexto, a *GVlaw* passou a desenvolver cursos pioneiros no Brasil, visando a contextualização dos alunos à nova realidade curricular brasileira. A existência deste novo conceito escancarou uma nova deficiência do mercado brasileiro referente à literatura acadêmica, pois pouco existia no Brasil publicações capazes de discutir, analisar e fundir mundos, antes distintos, mas agora íntimos. O livro *Finanças aplicadas ao direito* é uma coletânea de artigos escritos por oito profissionais com três graduações diferentes e especializações ainda mais distintas. Propõe-se reexaminar a visão do profissional de finanças e do advogado quanto aos temas que andavam em paralelo e agora caminham na mesma estrada.

A partir de suas experiências profissionais e acadêmicas, os oito autores discutem temas como: ofertas de valores mobiliários, conflitos de interesses no mercado de capitais, fusões e aquisições, avaliação de empresas, provisionamento e derivativos. Por fim, o livro finaliza sua coletânea de artigos com um tema atual nesta nova esfera em que o Brasil se insere, mas ainda pouco desenvolvido na rotina corporativa das empresas e escritórios brasileiros: comunicação, governança corporativa e o relacionamento com investidores.

A proposta foi bastante desafiadora por não existirem obras acadêmicas com uma estrutura semelhante a este trabalho. Com uma abordagem

inovadora, buscamos identificar a intersecção de conteúdos entre Finanças Corporativas e Direito inseridos em temas relevantes do mercado de capitais brasileiro e estratégia de empresas. Os conceitos foram conjugados de forma a ampliar a visão do leitor a partir de questões relacionadas com a prática jurídica, identificadas pela reconhecida experiência dos autores. Esperamos com isso enriquecer a literatura brasileira e contribuir com a formação dos estudantes, profissionais e demais interessados no tema.

Dedico este livro aos autores por suas inéditas contribuições para a academia brasileira e ao pesquisador da *GVlaw*, Handemba Mutana, que teve papel fundamental neste trabalho em função de sua capacidade técnica e intelectual. Finalmente, dedico aos meus pais amados, Reginaldo Barreto e Ana Maria Carneiro Barreto, que abdicaram de muitos de seus sonhos por seus filhos.

*Diego Barreto*  
Coordenador e Autor

# SUMÁRIO

*Apresentação*

*Prefácio*

## *1 OFERTA DE VALORES MOBILIÁRIOS: O LIMITE ENTRE A VISÃO FINANCEIRA E A RESPONSABILIDADE LEGAL*

*Nair Veras Saldanha Janson*

*1.1 Introdução*

*1.2 Tendências, otimismo, confiança*

*1.3 Aspectos mitigantes*

*1.4 Fatores de risco, os melhores amigos da companhia*

*1.5 Projeções*

*1.6 Conclusão*

*Referências*

## *2 FUSÕES E AQUISIÇÕES: ADAPTAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO AOS CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS*

*Roberto Amatuzzi*

*2.1 Introdução*

*2.2 Valor*

*2.3 O crescimento para maximizar o VPL da empresa*

*2.4 Aquisições como estratégia de crescimento*

*2.5 Estudo de caso*

*2.5.1 Caso LPS Brasil – Consultoria de Imóveis S.A.: crescimento através de aquisições e estruturas de maximização de valor*

*2.5.2 Estrutura das aquisições*

*2.5.2.1 Pagamento via earn out*

*2.5.2.2 Put e Call*

*2.5.2.3 Drag along e tag along*

[2.5.2.4 Direito de preferência](#)

[2.5.2.5 Garantias de pagamentos futuros](#)

[2.5.2.6 Não concorrência](#)

[2.6 Conclusão](#)

[Referências](#)

### [3 A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES NA INSTRUÇÃO N. 361: O PAPEL DO ADVOGADO PARA UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO INFORMADA](#)

[Gustavo Grebler](#)

[3.1 Introdução](#)

[3.2 As metodologias adotadas na Instrução n. 361/2002](#)

[3.2.1 A metodologia de fluxos de caixa descontado](#)

[3.2.1.1 Os fluxos de caixa](#)

[3.2.1.2 O custo de capital](#)

[3.2.1.3 A taxa livre de risco](#)

[3.2.1.4 O prêmio de risco de mercado](#)

[3.2.1.5 O beta das ações](#)

[3.2.1.6 Apontamentos jurisprudenciais sobre o beta em Delaware](#)

[3.2.1.7 O WACC](#)

[3.2.1.8 Valor da companhia no horizonte \(valor terminal\)](#)

[3.2.1.9 Apontamentos jurisprudenciais sobre o valor terminal em Delaware](#)

[3.2.1.10 Apontamentos jurisprudenciais sobre o DCF em Delaware](#)

[3.2.1.11 Prêmio de controle](#)

[3.2.1.12 Apontamentos jurisprudenciais sobre o prêmio de controle em Delaware](#)

[3.2.2 A metodologia de comparação por múltiplos de mercado](#)

[3.2.2.1 Companhias comparáveis \(Company Guidelines\)](#)

[3.2.2.2 Múltiplos usuais](#)

[3.2.2.2.1 P/L ou P/E \(Preço/Lucro\)](#)

[3.2.2.2.2 EV/EBITDA ou VC/LAJIDA \(Lucro Operacional antes de Juros, Impostos, Depreciação e](#)

Amortização)

3.2.2.2.3 P/PL (Preço da Ação/ Patrimônio Líquido)

3.2.2.2.4 P/RB (Preço/Receita Bruta ou Faturamento)

3.2.2.3 Apontamentos jurisprudenciais sobre a metodologia de comparação por múltiplos de mercado

3.3 Conclusão

Referências

## 4 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: O PAPEL DO ADVOGADO NA CLASSIFICAÇÃO DAS PROVISÕES

Diego Barreto / Maurício Bergamaschi

4.1 Introdução

4.2 Avaliação de empresas

4.2.1 Desvendando lendas

4.2.2 Métodos de avaliação

4.2.2.1 Avaliação pelo fluxo de caixa descontado

4.2.2.1.1 Fluxo de caixa

4.2.2.1.2 Valor presente

4.2.2.1.3 Taxa de desconto

4.2.2.2 Avaliação relativa

4.3 O papel do advogado na avaliação de empresas

4.4 Provisões e contingências

4.4.1 Contingência

4.4.2 Contingência versus provisões

4.4.3 Classificações e consequência das contingências

4.4.3.1 Provável – mensurável com suficiente segurança

4.4.3.2 Provável – não mensurável com suficiente segurança

4.4.3.3 Possível

4.4.3.4 Remota

4.4.4 Exemplo prático na classificação contábil de contingências

4.5 O processo de classificação contábil de contingências

4.6 Conclusão

Referências

## 5 ASPECTOS JURÍDICOS DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS: RISCO E RESPONSABILIDADE

Marco Aurélio Affonseca

5.1 Introdução

5.2 A história dos contratos de derivativos

5.3 Definição de contrato de derivativo

5.3.1 Contrato a termo

5.3.2 Contrato futuro

5.3.3 Contrato de opções

5.3.4 Contrato de swap

5.4 Derivativos de crédito (Credit Default Swaps)

5.5 Classificação jurídica dos contratos de derivativos

5.6 Participantes dos mercados de derivativos

5.7 Considerações acerca da crise cambial e lições oriundas de perdas e litígio com derivativos

5.8 Derivativos e o seu papel econômico

5.9 Conclusão

Referências

## 6 CONFLITOS DE INTERESSE NO MERCADO DE CAPITAIS

Diego Barreto / Rafael Pinho

6.1 Introdução

6.2 Mercado de capitais

6.3 Os participantes do mercado de capitais

6.3.1 Bancos de investimento

6.3.2 Corretora

6.3.3 Fundo de investimento

6.4 Informação: maior ativo do mercado de capitais

6.5 Legislação: o tratamento da informação

6.5.1 Lei n. 6.385/76

6.5.2 Resoluções CMN n. 2.451/97 e n. 2.486/98

6.5.3 Resolução CMN n. 2.554/98

6.5.4 Instrução CVM n. 358/2002

6.5.5 Instrução CVM n. 306/99

6.5.6 Instrução CVM n. 483/2010

[6.5.7 Instrução CVM n. 400/2003](#)

[6.5.8 Instrução CVM n. 361/2002](#)

[6.5.9 Códigos de autorregulação ANBIMA](#)

[6.6 Relações no mercado de capitais: potenciais conflitos de interesse](#)

[6.6.1 Relações de interdependência do sell side e buy side](#)

[6.6.2 Relações analista-empresa](#)

[6.6.3 Relações banco de investimento-empresa](#)

[6.7 Relações de confiança e conflitos de interesse](#)

[Referências](#)

## [7 COMUNICAÇÃO E RELAÇÕES COM INVESTIDORES](#)

[Valter Faria](#)

[7.1 Uma breve introdução](#)

[7.2 Relações com Investidores \(RI\)](#)

[7.2.1 Definição](#)

[7.2.2 Evolução](#)

[7.2.3 A dinâmica do mercado](#)

[7.3 O papel da comunicação corporativa nas relações com investidores](#)

[7.3.1 Importância crescente dos ativos intangíveis](#)

[7.3.2 O papel da comunicação corporativa nos programas de RI](#)

[7.4 É preciso respeitar as particularidades de cada empresa](#)

[7.4.1 Cultura organizacional](#)

[7.4.2 Ambiente de colaboração ou de conflito](#)

[7.5 Características da equipe de RI](#)

[7.5.1 Principais obrigações de uma companhia aberta no Brasil](#)

[7.5.2 Principais obrigações de uma companhia aberta no exterior](#)

[7.5.3 Principais habilidades e responsabilidades de uma equipe de RI](#)

[7.5.4 Grupos de atividades e organograma de uma equipe de RI](#)

[7.5.5 Os recursos aplicados determinam os resultados](#)

[7.6 O que os investidores esperam de uma empresa aberta?](#)

[7.7 Reputação corporativa: uma questão de benefício versus risco](#)

[7.8 Conclusão](#)

[Referências](#)



# 1 OFERTA DE VALORES MOBILIÁRIOS: O LIMITE ENTRE A VISÃO FINANCEIRA E A RESPONSABILIDADE LEGAL

*Nair Veras Saldanha Janson*

*Professora do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica (PUCSP); graduada em Direito pela PUCSP; trabalhou no Corporate Department do escritório Simpson, Thacher & Bartlett LLP (New York, USA); atualmente é advogada sênior da área de mercado de capitais do escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados; vice-presidente da Comissão Jurídica da Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA; membro da Comissão Jurídica do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC.*

## **1.1** Introdução

O presente artigo discute o limite entre a visão financeira e a responsabilidade legal em ofertas de valores mobiliários, ou seja, as fronteiras entre os interesses das partes envolvidas em uma emissão de valores mobiliários (a companhia, seu corpo gerencial, bancos envolvidos na oferta e acionistas vendedores) e os limites estratégicos e legais que balizam esses entes interessados na persecução de seus objetivos.

As partes envolvidas no preparo e lançamento de uma oferta de valores mobiliários buscam agir de maneira a maximizar as chances de sucesso da captação de recursos, seja para a companhia emissora (oferta primária), seja para acionistas (oferta secundária).

Tendo em vista o interesse em atrair investidores interessados em adquirir valores mobiliários de emissão da companhia, os entes envolvidos e interessados na oferta de papéis ao mercado procuram maximizar a visibilidade e a atratividade da oportunidade de investimento e, em

consequência, da companhia. Ou seja, de forma sintética, o processo de captação de recursos por meio de uma oferta pública de valores mobiliários envolve chamar a atenção e atrair potenciais investidores que se disponham a investir seus recursos naquela oferta. Essa é a visão financeira.

Em contraponto à visão financeira, apresenta-se a necessidade de se limitar essa mesma atratividade, haja vista os riscos envolvidos. Como qualquer oportunidade de investimento, ofertas de valores mobiliários apresentam riscos intrínsecos: o investidor pode ganhar – mas também pode perder o investimento realizado. A decisão de investimento deve ser balizada e fundamentada na maior e mais acurada quantidade de informações disponíveis, para que o investidor não cometa erros em suas decisões de investimento decorrentes de omissão de informações relevantes disponíveis à época da oferta ou de informações equivocadas – e para que o investidor não seja induzido (pelo mercado, por terceiros ou pela sua própria análise de riscos *vs.* benefícios) a desconsiderar ou minimizar a possibilidade de perda de capital investido.

Para isso, cabe às partes envolvidas em uma oferta pública de valores mobiliários e, acima de tudo, compete às companhias informar de forma clara, completa e inequívoca ao mercado e aos potenciais investidores sobre os riscos envolvidos em suas ofertas. E cabe às companhias, ainda mais, *equilibrar* os aspectos atrativos da oferta (como estimativas de crescimento, de participação no mercado etc.) com os aspectos que podem eventualmente desestimular o investimento (como os riscos de perda de valor, a quantidade de endividamento, as incertezas econômicas etc.). Essa é a responsabilidade legal.

Há que se buscar, sempre, o equilíbrio entre a atratividade da oferta e os alertas aos riscos dessa mesma oferta. Não há equilíbrio – e nem justiça – em uma hipotética oferta que apenas chame a atenção de investidores aos aspectos interessantes e potencialmente lucrativos de uma dada companhia, mitigando ou deixando de lado os riscos aos quais os investidores se expõem. Em contraponto, não há sentido em uma oferta que apenas informe aos potenciais investidores sobre os riscos envolvidos, deixando de lado as informações positivas que os levariam a cogitar o investimento naqueles papéis – afinal, isso também não retrataria de forma fidedigna a realidade da companhia.

O equilíbrio entre a visão financeira e a responsabilidade legal das partes envolvidas em uma oferta pública de valores mobiliários e, notadamente, das companhias é um dos fatores que conferem credibilidade à oferta, ao mesmo tempo em que evita possíveis problemas e contestações de acionistas inadvertidamente “seduzidos” pelas informações constantes do prospecto e demais documentos de *marketing* da emissão.

Nesse sentido, cabe observar que a recém-editada Instrução CVM n. 482, de 05 de abril de 2010, em vigor a partir de 1º de agosto de 2010, expandiu a responsabilidade legal em uma oferta pública de valores mobiliários prevista no art. 56 da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003, para a emissora, a ofertante e a instituição líder, a fim alcançar diretamente os administradores dessas entidades. (CVM, 2003, arts. 56-A, 56-B e 56-C).

Para tanto, abordaremos aspectos de divulgação de informações ao público, utilização de mitigantes de risco, construção de seções de fatores de risco em prospectos e utilização de projeções em prospectos. Abarcaremos, também, as tendências – ou propensões – que o público manifesta em relação a investimentos, como forma de compreender e antever a reação de potenciais investidores durante a análise de prospectos, e assim evitar a divulgação inadequada de informações que possa gerar decisões de investimento equivocadas, minimizando as implicações legais às quais os emissores de valores mobiliários e demais entes envolvidos em uma oferta pública de valores mobiliários podem estar sujeitos.

## **1.2 Tendências, otimismo, confiança**

Teoricamente, todas as decisões de investimento derivam da análise criteriosa das informações e números contidos em prospectos de ofertas de valores mobiliários, da análise do histórico de desempenho da empresa emissora e da conjectura presente e projetada no mercado em que a emissora atua. Dessa forma, sempre que alguém opta por investir suas reservas em determinado lote de papel, acredita-se que essa decisão foi motivada por elementos puramente racionais e críticos, bem como levada a cabo após um cuidadoso balanço dos benefícios e dos riscos envolvidos.

Todavia, há tendências e orientações cognitivas e emocionais que afetam as pessoas (JARROW *et al.*, *apud* LANGEVOORT, 1997, p. 146), desde a sensação de satisfação no emprego (TAYLOR; BROWN, 1998, p. 193-197) (é geralmente declarada maior por sujeitos de pesquisa, quando em comparação com a média de satisfação de outras pessoas exercendo funções equivalentes) até a sensação de habilidade para o gerenciamento de informações, eventos e riscos (as pessoas tendem a crer que essas atividades são melhor desempenhadas por elas do que pelos outros). (SHILLER, 2000, p. 142).

Essa confiança de que as qualidades, ações e habilidades de um sujeito podem trazer desfechos favoráveis, mesmo quando estão envolvidos eventos fora do controle e da esfera de influência desse indivíduo, pode adicionar um componente de otimismo à análise de informações contidas em um prospecto de oferta de valores mobiliários e, portanto, influenciar o investidor no seu processo decisório.

Na mesma medida, mas na ponta oposta, executivos de companhias ofertantes podem manifestar confiança excessiva na companhia (em resultados, situações e desempenho projetados) e no mercado em geral – e assim divulgar dados que não são inverídicos, mas que podem não estar ancorados em análises isentas de interesse (tanto prático quanto emocional). Essa visão “dourada” pode se infiltrar nas informações publicadas pela companhia, e assim induzir uma perspectiva equivocada ao investidor, por exemplo, na descrição dos fatores de risco da companhia emissora, afinal, *“se executivos têm uma tendência para subestimar ou racionalizar riscos potenciais, então a linguagem acautelatória sobre fatores de risco pode não ser tão concreta quanto seria em outros casos, dando lugar a exposições sobre fatores de risco enfraquecidas, estandardizadas”*<sup>1</sup>. (RIPKEN, 2005, p. 960, tradução da autora).

Além disso, em maior ou menor grau, tanto investidores quanto gestores podem estar sujeitos a tendências de confirmação: essa é uma tendência que pessoas manifestam para confirmar suas hipóteses e suas visões. Essa tendência envolve buscar, tratar com condescendência e ser irrazoavelmente impressionável por informações que confirmem as impressões iniciais e preferências (de um sujeito). (BELSKY; GILOVICH, 1999, p. 130).

Nesse cenário, gestores podem tender a creditar resultados positivos à excelência do corpo executivo e às estratégias da companhia, enquanto resultados negativos tendem a ser explicados por interferências externas. “Evidências sugerem que essa propensão aparece regularmente nos relatórios anuais que companhias enviam a seus acionistas.” (RIPKEN, 2005, p. 959, tradução da autora)<sup>2</sup>.

No extremo, companhias podem se dedicar a estratégias com as quais se comprometeram anteriormente – e a resistir a alterações, mesmo quando confrontados com dados que apontem para direções mais adequadas.

Por sua vez, investidores tendem a interpretar investimentos de sucesso como confirmação de suas habilidades – e a interpretar investimentos equivocados como uma “rodada de má sorte” ou como culpa de alguma outra pessoa. (LATIN, 1994, p. 172).

A tendência de confirmação pode, não raro, fazer com que investidores busquem em um prospecto informações que confirmem a sua visão sobre aquela oportunidade de investimento – e a desconsiderar qualquer informação que contradiga sua visão original (o que seria uma confirmação de que errou em seu julgamento).

Pior ainda, essa necessidade de confirmação pode fazer com que o investidor, ao invés de reconhecer o erro e readequar suas expectativas, invista ainda mais, sempre buscando confirmar o acerto de seu julgamento inicial e a sua “habilidade” de investidor. Nesse sentido, estudos demonstram que “investidores estão mais propensos a investir em um negócio incerto quando eles, previamente, já alocaram fundos a esse negócio”<sup>3</sup>. (LANGEVOORT, 1995, p. 857, tradução da autora).

Há, em grande medida, um componente de confiança entre o investidor e a companhia emissora.

O investidor confia que as informações contidas em um prospecto serão claras e isentas a ponto de guiar sua decisão de investimento de maneira racional e crítica. A companhia emissora confia que qualquer classe de investidores vá analisar racionalmente todas as informações publicadas em seu prospecto de oferta e somente após essa análise criteriosa decida por investir – ou não – em seus papéis.

A “análise criteriosa” a que nos referimos é aquela proclamada desde (e por) Adam Smith<sup>4</sup>: pessoas perseguem de maneira racional seus interesses

econômicos. Mas levar em conta apenas o aspecto do interesse econômico:

(...) deixa de levar em consideração a extensão com que as pessoas também são guiadas por motivações não econômicas. E falha em levar em conta a extensão com que eles sejam irracionais ou equivocados. Ignora o “espírito animal”. (...) Decisões não são, como dita a teoria econômica racional, o resultado de uma média balanceada de benefícios quantitativos multiplicados por probabilidades quantitativas. (AKERLOF; SHILLER, 2009, p. 3, tradução da autora<sup>5</sup>).

À parte as limitações e tendências que todos manifestamos, em maior ou menor grau, nem a análise de informações disponibilizadas em um prospecto de oferta pública de valores mobiliários e nem a disponibilização em si das informações pelas companhias são intrinsecamente isentas de equívocos.

O que se procura fazer com as informações acima é chamar a atenção para o fato de que a sequência *captação de informações/disponibilização de informações relevantes em prospecto/análise racional e crítica das informações/decisão fundamentada de investimento* não é absolutamente cartesiana. Obviamente, o valor de qualquer companhia, assim como de suas ações, é largamente dependente de eventos futuros, da mesma maneira que qualquer decisão de investimento é calcada em probabilidades e incertezas – e a decisão de investimento em qualquer companhia é, não raro, baseada na expectativa desse desempenho futuro (e não somente na análise do presente ou do passado da companhia).

A visão financeira deve, sem sombra de dúvida, existir – inclusive no momento de informar potenciais investidores sobre os prós e contras que devem ser levados em consideração na oportunidade de investimento em determinada companhia emissora –, mas a construção de prospectos que levem em consideração as limitações e tendências dos investidores é mandatória, inclusive para salvaguardar a proteção da companhia contra argumentos de omissão ou utilização inadequada de dados, informações e projeções.

## 1.3 Aspectos mitigantes

O art. 9º, inciso III, do Código ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários define (de maneira extremamente prática) elementos mitigantes de fatores de risco em prospectos como “qualquer forma de amenizar, tornar brando ou justificar o risco”. (ANBIMA, 2009, art. 9º).

Art. 9º Nas Ofertas Públicas em que atuem na qualidade de Coordenadores, as Instituições Participantes deverão, na forma deste Código, zelar pela elaboração de prospecto que contenha informações apresentadas de forma suficiente, clara e precisa para que o investidor tome a decisão de investimento com as informações necessárias disponíveis.

(...)

III. fatores de risco: descrição, sem mitigação, de todos e quaisquer fatos que considere relevantes, assim entendidos aqueles que sejam capazes de afetar sua própria decisão de investimento; para efeito deste inciso, entende-se por “mitigação” qualquer forma de amenizar, tornar brando ou justificar o risco.

Essa amenização de riscos não deve acontecer em parte alguma do prospecto, mas o auge da proteção contra aspectos mitigantes tem de ocorrer nas referências a fatores de risco, estejam eles descritos na seção “Fatores de Risco” de um prospecto, ou não.

Tendo em vista que alguns dos elementos mais importantes do prospecto de oferta de valores mobiliários são os fatores de risco, não há razão para que os riscos elencados sejam diminuídos – ou tentativamente justificados, afinal o cerne dos fatores de risco é exatamente (e por mais óbvio que essa afirmação soe) *chamar a atenção* para riscos.

Atenuar os riscos do investimento pode ser tentador para muitas companhias, mas essa prática encorajaria investidores a assumirem que os riscos envolvidos sejam *menores* do que o são na realidade.

Ao mesmo tempo, há que se considerar que pode existir, como em muitos casos, uma *propensão* do potencial investidor em procurar nas

informações de uma oferta dados que *justifiquem* ou *encorajem* o investimento: um fator de risco mitigado ou justificado dificilmente apresentaria importância suficiente, para esse hipotético investidor, a fim de afastá-lo da oportunidade de investimento, afinal, se ele já estiver propenso a investir na oferta, uma “minimização” do risco por parte daquela companhia *confiável* pode ser tudo o que ele precisa para se decidir pelo investimento.

Em certas ocasiões (extremamente específicas), alguns riscos “poderiam” ser mitigados através de dados, estudos e elementos que relativizem o alerta apresentado a potenciais investidores, por exemplo, chamando a atenção para o fato de que resultados negativos em exercícios fiscais passados (de uma dada companhia) foram devidos a circunstâncias de mercado que já não existem, mas ainda assim esses elementos mitigantes continuariam na seara da *probabilidade*.

E o simples fato de essa probabilidade constar em um prospecto pode ser suficiente para encorajar um potencial investidor. Além disso,

(...) companhias não devem avisar acionistas e potenciais investidores, com uma mão, sobre os riscos que eles encaram e, com a outra mão, tentar justificar todo ou parte desses riscos. Isso diminui enormemente, se não destrói, o valor do alerta que os fatores de riscos se prestam a tratar e, portanto, diminui enormemente a proteção legal concedida às companhias através da inclusão dos fatores de risco. (ROBBINS; ROTHENBERG, 2005, p. 3, tradução da autora)<sup>6</sup>.

Portanto, como se verifica, a inclusão de mitigantes não apenas anula os alertas sobre risco (o que pode induzir acionistas e potenciais investidores a entender que os riscos apresentados são *relativos, menores ou inexistentes*) mas também pode anular a proteção que a seção Fatores de Risco oferece à *companhia emissora*.

Se, por um lado, uma companhia pretendesse mitigar os riscos apresentados ao público – e assim, potencialmente, tornar-se mais atrativa a investidores – ela estaria, em última análise, comprometendo sua atratividade (ou mesmo sua sobrevivência) pós-oferta, afinal ela manteria



uma porta aberta a reclamações e litígios caso um dos riscos elencados (e mitigados) se materializasse.

Além dos fatores de risco, devemos tratar também sobre mitigantes em MD&A. Na seção do prospecto intitulada Análises e Discussões da Administração sobre a Situação Financeira e os Resultados Operacionais (comumente referida como MD&A, de *Management's Discussion & Analysis*), a administração da companhia emissora discorre sobre a performance da empresa para que o potencial investidor consiga entender como o ambiente de negócios, os fatores internos e externos e os objetivos e decisões estratégicas da administração influenciaram o desempenho recente da companhia.

No MD&A, a administração analisa e interpreta as demonstrações financeiras no contexto em que essas informações estão inseridas; assim, o investidor consegue avaliar a atual situação financeira da companhia sem interferências – desde que não haja, também neste caso, mitigantes de mau desempenho e nem omissões de informações relevantes à análise e compreensão, pelo investidor, das variações ocorridas.

A administração pode, nas análises que ocorrem no MD&A, ficar tentada a mitigar resultados pobres ou decisões equivocadas através de justificativas que atenuem a responsabilização dos condutores e da companhia pelo não atendimento das expectativas do mercado e dos acionistas em períodos recentes.

Como em outras ocasiões, esse expediente pode ser motivado pelo desejo de melhorar a aparência de atratividade da empresa para acionistas e potenciais investidores. Da mesma forma que os fatores de risco podem ser “minados” por mitigantes, o MD&A também pode ser corroído por considerações dessa natureza.

Não devem existir mitigantes nem omissão de informações relevantes em local algum do prospecto. Nos Fatores de Risco e no MD&A, essa prática é particularmente sensível, dada a natureza das informações constantes dessas seções e a relevância das mesmas. Por exemplo, é inaceitável que ocorram omissões de informações relevantes ou que sejam inseridos aspectos mitigantes em uma descrição das ações judiciais e processos administrativos de uma dada companhia emissora; ou, ainda

nessa seara, a omissão da gravidade e do impacto potencial de certos pleitos, no momento de descrevê-los.

Custos legais, acordos de ressarcimento, perda de credibilidade, estragos à imagem da companhia, perda de competitividade, desmoronamento do nível de governança corporativa e outros fantasmas passariam a fazer parte da realidade da empresa. A “melhora” na atratividade da empresa, via esse expediente de inclusão de mitigantes, é uma estratégia suicida – ou, no mínimo, equivocada.

## **1.4 Fatores de risco, os melhores amigos da companhia**

Os Fatores de Risco se prestam a alertar investidores e potenciais investidores sobre riscos envolvidos na aquisição de papéis de uma determinada companhia – em outras palavras, a seção do prospecto que contém os Fatores de Risco alerta ao público sobre todos os aspectos críticos que devem ser considerados no processo de decisão de investimento.

Segundo a Instrução CVM n. 400/2003, Anexo III, item 4.1, alterada pela Instrução CVM n. 482, na seção Fatores de Risco a companhia deverá:

Expor, em ordem de relevância, os fatores de risco relacionados com a oferta e com o valor mobiliário que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta. (CVM, 2003, Anexo III, item 4.1).

Sua redação deve incluir:

- (i) fatores internos da companhia (por exemplo, a possibilidade de que a companhia não consiga reter colaboradores ultraespecializados que desempenhem funções estratégicas);

- (ii) fatores da indústria (por exemplo, a possibilidade de que, em um setor altamente regulado, mudanças na regulamentação do setor possam alterar substancialmente o desempenho daquela indústria específica);
- (iii) fatores macroeconômicos (por exemplo, a possibilidade de que a política cambial do governo federal seja alterada e que essa alteração impacte significativamente nos negócios da companhia); e
- (iv) fatores inerentes à oferta (por exemplo, em uma oferta pública inicial de ações, a possibilidade de que o mercado não se desenvolva para aquelas ações).

Os Fatores de Risco devem, portanto, refletir da forma mais clara e direta todas as possibilidades de que “algo dê errado”.

Não havia, na regulamentação brasileira, uma listagem extensa e abrangente sobre o que deve ou não constar como um fator de risco. Essa situação mudou apenas com o advento da Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009, em vigor a partir de 1º de janeiro de 2010, que exige maior especificidade nos dados e nas explanações sobre os riscos contidos em ofertas de valores mobiliários. Não obstante o maior controle normativo, deve-se sempre abarcar o máximo possível de informações relativas àquela companhia emitente (os Fatores de Risco devem ser feitos sob medida para cada oferta, refletindo a situação corrente de cada companhia).

A título de comparação, a legislação norte-americana prevê que, na seção que contenha os fatores de risco,

(...) ocorra uma discussão dos fatores mais significativos que tornem a oferta especulativa ou arriscada. Essa discussão deve ser concisa e organizada logicamente. Não apresente riscos que possam ser aplicados a qualquer emissor ou oferta. Explique como o risco afeta o emissor ou os valores mobiliários em oferta. Discorra sobre cada fator de risco sob uma rubrica que adequadamente descreva o risco. A discussão dos fatores de risco deve seguir imediatamente o sumário da oferta. Se não for incluído um sumário, a seção de fatores de risco deve seguir imediatamente após a capa. (...) Fatores de risco podem incluir, entre outros, os seguintes:

1. ausência de histórico operativo;
2. falta de lucratividade em períodos recentes;

3. posição financeira;
4. negócios ou negócios propostos;
5. inexistência de mercado para suas ações ordinárias ou papéis convertíveis em ações ordinárias. (SEC, Regulation S-K, 503(c), 1933, tradução da autora)<sup>7</sup>.

Além dessas orientações, há no preâmbulo da Regra em questão a determinação “o registrante deve fornecer essas informações em inglês acessível”. (SEC, Rule 421(d) of Regulation C 1933). Essa orientação é no sentido de que as informações constantes do prospecto, como um todo, e em documentos relacionados sejam escritas em linguagem simplificada. Essa determinação, que é especialmente importante em qualquer aspecto atinente aos fatores de risco (ROBBINS; ROTHENBERG, 2005, p. 4), orienta que os princípios básicos de linguagem acessível sejam seguidos, através da não utilização de:

1. frases longas;
2. voz passiva;
3. verbos auxiliares;
4. palavras supérfluas;
5. jargões legal e financeiro;
6. termos de definição numerosos;
7. palavras abstratas;
8. detalhes desnecessários; e
9. aparência ou desenho ilegíveis. (SEC, 1998, p. 17, tradução da autora)<sup>8</sup>.

É interessante verificar que além da disponibilização das informações sobre fatores de risco há, no caso norte-americano, uma grande preocupação com a compreensão dessas informações pelo público. Não há regulamentação brasileira aplicável com detalhamento equivalente.

A construção de uma seção de Fatores de Risco é uma tarefa complexa, em geral, dada a miríade de possibilidades e cenários que se apresentam, além da dificuldade de mensuração de riscos pertinentes a cada um dos

fatores considerados (os maiores riscos, ou os com maior probabilidade de ocorrer, devem ser elencados no início; esse sistema de “riscos decrescentes” chama a atenção dos leitores no início da seção, e impede que fatores críticos sejam inseridos em meio a outros, menos prováveis e de menor relevância).

Há também que se considerar na construção da seção Fatores de Risco que riscos estandardizados, de qualquer maneira generalizados (*boilerplate*), não devem ser inseridos, pois não refletem adequadamente a realidade de cada operação.

Certamente, alguns riscos são comuns a muitas companhias e, conseqüentemente, estão presentes em muitas ofertas de valores mobiliários, mas mesmo esses riscos comuns devem ser adequados à realidade de cada oferta. Por exemplo, a vasta maioria das companhias emissoras enfrenta riscos associados à potencial perda de mercado para competidores – então essas companhias devem listar tal situação como um fator de risco, adaptando-o para a realidade de cada uma. Fatores de risco muito amplos, como “A companhia pode enfrentar dificuldades para obter financiamento suficiente para suas operações”, não trazem informação suficiente sobre os riscos específicos – e o grau de exposição a esses riscos – enfrentados por uma companhia específica.

Outro exemplo interessante sobre a *personalização* de fatores de risco vem da experiência norte-americana no caso *In re BankAmerica Corp. Securities Litigation*: o juízo encarregado entendeu que:

(...) os alertas estandardizados da companhia acerca dos riscos gerais sobre volatilidade no mercado foram insuficientes para alertar investidores sobre a existência de um relacionamento financeiro relevante entre a companhia e um fundo de hedge altamente alavancado que estava sofrendo perdas devido às suas práticas arriscadas de operação. (RIPKEN, 2005, p. 944, tradução da autora)<sup>9</sup>.

O diferencial reside na aplicação desse risco generalizado à situação daquela empresa específica *versus* a realidade do mercado em que atua. Em outras palavras, a empresa deve especificar o grau de exposição a um determinado risco, e não apenas alertar para esse risco. Assim, o investidor

tem mais ferramentas para aferir o quanto um determinado risco é – ou não – relevante.

Ademais, qualquer alteração posterior na situação de companhias emissoras no que tange aos fatores de risco deve ser amplamente noticiada, posto que um eventual incremento na exposição de uma companhia a qualquer risco pode interferir “na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários”. (CVM, 2002, art. 2º, II).

Tendo em vista que uma eventual alteração no *risco do negócio* pode interferir na decisão de investimento, essa modificação de *status* deve ser veiculada através da publicação de Fato Relevante, definido pelo art. 2º da Instrução CVM n. 358/2002:

Art. 2. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados (...).

Sobre essa questão da relevância das informações, o CODIM – Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado – chama a atenção para o fato de que a lista elencada pela CVM no parágrafo único do art. 2º da Instrução CVM n. 358/2002 é ilustrativa, e não exaustiva de todas as possibilidades, e

(...) é por essa razão que os administradores das companhias abertas devem fazer profunda reflexão quanto ao ato ou fato ocorrido e não se ater apenas à lista

exemplificativa constante da Instrução da CVM ao avaliarem a necessidade de divulgação. (CODIM, 2008).

Em uma oferta de valores mobiliários as companhias devem, por definição, atrair investidores. Chamar a atenção para fatores que, em tese, poderiam afastar esses potenciais investidores pode parecer um contrassenso à primeira vista – mas não é.

Na verdade, quanto mais clara for a especificação dos riscos envolvidos no investimento, menor será a probabilidade de que a companhia venha a enfrentar um eventual litígio com investidores sobre aspectos de risco não abordados claramente no momento da oferta. Aliás, é exatamente por isso que muitos consideram os fatores de risco como a “forma mais barata de seguro”. (ROBBINS; ROTHENBERG, 2005, p. 4, tradução da autora)<sup>10</sup>. Ao mesmo tempo, quanto mais claros os riscos do investimento, menor será a possibilidade de um investidor “desatento” ter suas expectativas frustradas. Por isso, ao menos neste caso, “mais é melhor”.

Há que ser considerada, ainda, a existência dos aspectos psicológicos referidos anteriormente: o potencial investidor, ao analisar um prospecto de oferta, está muitas vezes *propenso* a procurar informações que confirmem sua opinião inicial de que a oportunidade apresentada por aquela determinada oferta sob análise supera os riscos envolvidos. Essa propensão, se aliada a fatores de risco ausentes ou superficialmente descritos, pode ter consequências negativas para esse potencial investidor.

Essas propensões não afligem apenas investidores comuns: investidores sofisticados e profissionais do mercado financeiro podem demonstrar da mesma maneira as referidas propensões cognitivas e emocionais tratadas anteriormente neste artigo. Há evidências de que tendências de confiança e otimismo exacerbados podem ser mais comuns entre investidores profissionais do que entre investidores individuais comuns. (JACOBS, 1999, p. 87).

No caso dos Fatores de Risco, o limite entre a visão financeira (atratividade da companhia para seus potenciais investidores) e a responsabilidade legal dos entes que preparam a oferta – a companhia, bancos, auditores, consultores jurídicos – é ditado pelo equilíbrio entre a

*necessidade* de se fechar as portas para eventuais litígios envolvendo riscos não previstos ou abrandados e o *dever* de informar potenciais investidores sobre os riscos aos quais estes estarão expostos.

Tais riscos, se não apresentados de forma explícita e adequada ao caso concreto (de qualquer emissor considerado) podem não suscitar a necessária análise de *oportunidade X risco* inerente às operações com valores mobiliários, tanto em investidores tarimbados quanto em neófitos. Estes últimos, aliás, são preocupação crescente no mercado acionário brasileiro, posto que a relevância dos pequenos investidores no Brasil tem aumentado firmemente em anos recentes.

Considerando que:

(...) diferentemente do ator econômico clássico que perfeitamente “pode processar a informação disponível sobre diferentes linhas de ação e que pode avaliar resultados possíveis na ordem de sua utilidade esperada”, indivíduos humanos demonstram uma impressionante falta de aptidão para compreender causalidade e probabilidades. (ELLICKSON, 1989 *apud* HANSON; KYSAR, 1999, p. 65, tradução da autora)<sup>11</sup>.

Fatores de risco estandardizados, ausentes ou de qualquer maneira mitigados podem levar investidores à tomada de decisões mais arriscadas do que eles originalmente gostariam ou fariam.

## **1.5** Projeções

Em um prospecto, deve sempre haver um equilíbrio entre oportunidades e riscos, que pode ser verificado nas diferenças de propósito encontradas em certas partes do documento de oferta: por exemplo, no sumário de negócios da companhia, é nítida a presença de elementos de *marketing*, de esforço de venda (dos papéis ofertados) – vide a profusão de frases como “Somos líderes em (...)”, “Nossa companhia é pioneira no desenvolvimento de (...)” e variações sobre o tema, enquanto seções como MD&A (com seus dados analíticos) e Fatores de Risco (declarações acautelatórias) contêm



informações que podem alertar sobre eventuais turbulências presentes ou futuras.

Ou seja, há uma dualidade uniforme de sinais verdes (atração de investidores) e bandeiras vermelhas (alertas aos investidores) nos documentos relativos a ofertas. Mas uma certa classe de informações pode causar desvios nesse equilíbrio, se não forem tomados os cuidados devidos: essas informações são as projeções.

Cada vez mais empresas optam por inserir projeções em seus documentos de oferta, e isso não é uma má notícia: historicamente as projeções contidas em um prospecto são extremamente desejadas por investidores (e por analistas de investimento).

São as projeções em geral (de participação no mercado, de crescimento, de rentabilidade, de pagamento de dividendos etc.) que apontam para onde a companhia acredita que vai, e como ela estará ao chegar lá.

A forma como essas projeções são apresentadas, contudo, merece especial cuidado: o sistema brasileiro concorda com a inclusão de projeções, desde que as projeções sejam:

- I – incluídas no formulário de referência;
- II – identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho;
- III – razoáveis; e
- IV – acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados. (CVM, 2009, art. 20, § 1º).

Dessa forma, essas projeções *podem* figurar em um prospecto, devendo ser indicadas as informações solicitadas no formulário de referência, quais sejam: objeto da projeção; período projetado e o prazo de validade da projeção; premissas da projeção, com a indicação de quais podem ser influenciadas pela administração do emissor e quais escapam ao seu controle; e valores dos indicadores que são objeto da previsão. (CVM, 2009, Anexo 24, item 11.1). Todavia, nem sempre dados estratégicos são (ou podem ser) utilizados na confecção de projeções, e, portanto, em alguns

casos, certas projeções não podem ser utilizadas, ou mesmo inseridas, em um prospecto.

Em qualquer hipótese, o uso de projeções,

(...) deve ser revestido de significativa prudência, de modo a não gerar expectativas indevidas dos investidores, bem como responsabilização junto a órgãos reguladores. Sua utilização por parte das empresas é opcional, mas uma vez utilizado, estas deverão sempre assegurar a observância de equidade, consistência e frequência. (CODIM, 2008).

A inclusão dessas projeções deve, obviamente, ser acompanhada por um sistema de segurança similar aos Fatores de Risco, que chamasse a atenção dos investidores para o caráter “incerto” daquelas previsões, de maneira semelhante ao que ocorre no cenário norte-americano, no qual a *Securities and Exchange Commission* (SEC) permite a inclusão de projeções desde que essas sejam devidamente acompanhadas de alertas sobre a subjetividade dos dados, sobre os riscos e sobre o caráter hipotético daquelas informações.

Nesse sentido, uma barragem de decisões judiciais norte-americanas criou a regra conhecida como “*Bespeaks Caution Doctrine*”, que garante que projeções, previsões e expectativas em um prospecto de oferta não conduzem potenciais investidores a decisões equivocadas de investimento desde que essas projeções contenham advertências específicas sobre cada um dos riscos gerados por essas previsões. (DEFEO; PARACUELLOS; HOWARD, 2006, p. 1)<sup>12</sup>.

Nesse cenário, qualquer projeção, previsão ou opinião que seja contrabalançada por uma advertência explícita protege a companhia suficientemente contra litígios. Um exemplo representativo dessa proteção na experiência norte-americana é o caso *In re Donald Trump Casino Securities Litigation – Taj Mahal Litigation* (7F. 3d357 UNITED STATES COURT OF APPEALS, Third Circuit, 1993), no qual um grupo de investidores atacou o texto do prospecto de oferta.

Naquele caso, o principal litígio envolvia uma projeção contida no MD&A do prospecto, que informava que “(...) o Grupo acredita que os fundos gerados pela operação do Taj Mahal serão suficientes para cobrir

todas as parcelas de sua dívida (principal e juros) (...)”. (CHOPER; COFFEE; GILSON, 2000, p. 384, tradução da autora)<sup>13</sup>.

Os investidores no empreendimento Taj Mahal Casino entenderam que essa declaração os conduziu a equívoco, por acreditarem que os declarantes (os ofertantes) não tinham nem uma genuína nem uma razoável crença na sua veracidade, além de alegarem que certas informações adicionais foram omitidas – inclusive a informação de que aquele cassino deveria render aproximadamente 1,3 milhão de dólares ao dia, em média, nas operações de jogo, apenas para não apresentar prejuízos. Ou seja, essa era a lucratividade mínima necessária a essa operação para que aquela informação do prospecto se tornasse verdadeira.

O juízo responsável pela análise do caso entendeu que havia uma quantidade suficientemente numerosa de avisos e declarações acautelatórias, incluindo, entre outros: o risco da intensa competição na indústria dos cassinos, o risco representado pela ausência de histórico operacional que pudesse servir de base para a avaliação do empreendimento, o risco representado pelo tamanho do empreendimento etc.

Portanto, o juízo manifestou entendimento favorável à companhia emissora, com suporte “no que se tornaria conhecido como a doutrina ‘*bespeaks caution*’ (que “expressamente requer cautela”, em tradução livre), sob a qual a inclusão de declarações acautelatórias suficientes em um documento de oferta torna omissões ou declarações equivocadas não acionáveis”. (CHOPER; COFFEE; GILSON, 2000, p. 383, tradução da autora)<sup>14</sup>.

Isso significa que, na presença inequívoca de informações e declarações acautelatórias, eventuais reclamações posteriores de acionistas não encontrarão amparo legal, mesmo que essas informações e declarações acautelatórias façam alusão a informações e dados não “verificáveis” (subjetivos) e que se mostrem inverídicos posteriormente.

Contudo, essas informações e declarações acautelatórias devem ser absolutamente claras e específicas; caso contrário, a companhia não contará com essa proteção: em contraste com o processo judicial acima, vejamos agora o litígio *In re Amylin Pharmaceuticals, Inc. Securities Litigation*<sup>15</sup>.

Nesse caso, a companhia fez projeções sobre a provável aprovação (segundo o ponto de vista da companhia) de um de seus medicamentos pela FDA<sup>16</sup>, juntamente com o alerta (linguagem acautelatória) no sentido de que a FDA poderia não aprovar a nova droga sem testes adicionais. O juízo encarregado do caso entendeu que a linguagem acautelatória não foi suficiente porque “meramente alertando investidores que a FDA pode não aprovar a droga diz aos investidores algo que eles já sabiam antes”. (ROSEN, 2003, p. 1002, tradução da autora)<sup>17</sup>. Ou seja, nesse caso, não houve alerta suficiente sobre o risco (e nem uma quantificação desse risco), e, portanto, a declaração da companhia sobre a possível aprovação da droga não foi considerada como passível de proteção.

Esse tipo de proteção não encontra similar na regulamentação brasileira. Na realidade, o que se verifica no Brasil é que projeções são feitas sempre com base em informações, técnicas e metodologias verificáveis, revisadas periodicamente, com ampla divulgação ao mercado por meio da publicação de fatos relevantes sempre que algum dado projetado sofra qualquer espécie de modificação. A linguagem acautelatória frequentemente acompanha as previsões, mas não há amparo legal similar ao existente na prática norte-americana na eventualidade de a projeção se frustrar. Prevalece no mercado de capitais brasileiro preferência pelo *disclosure* levando em consideração o passado (mais sólido que uma especulação sobre o futuro) e o histórico operacional de uma companhia, evitando assim o embasamento de decisões nas projeções, tendo em vista a incerteza quanto à suficiência e completez da linguagem acautelatória, a ausência de previsão regulamentar expressa isentando a companhia de riscos associados a projeções que não se materializem quando estes estiverem acompanhados de linguagem acautelatória apropriada e a necessidade de constante atualização das projeções.

Em determinados casos, projeções são inescapáveis, como, dentre outros, em uma oferta pública inicial de ações de uma empresa *startup* (uma nova empresa sem histórico operacional) ou uma empresa já estabelecida, mas que tenha mudado o foco da sua operação logo antes do IPO: neste caso, há determinação normativa para que a empresa providencie um estudo da viabilidade do negócio, como condição para o prosseguimento da oferta<sup>18</sup>.

Estudos de viabilidade têm, intrinsecamente, características de projeção de dados – afinal o entendimento da *viabilidade* do negócio se baseará, nesse caso, no desempenho futuro daquela companhia<sup>19</sup>. No Brasil, essa característica não causa qualquer alteração significativa no processo da oferta, inclusive quanto ao público-alvo dos esforços de venda, ao menos por disposição regulamentar (o ofertante, a fim de reduzir os riscos associados a essa oferta, pode optar por eliminar a oferta de varejo ou majorar substancialmente o valor do lote mínimo a ser adquirido, de forma a dirigir a oferta a investidores institucionais ou de maior porte, supostamente mais experientes). Todavia, no caso de uma oferta global de ações (na qual esforços de colocação ocorrem simultaneamente no Brasil e no exterior), a presença de um estudo de viabilidade pode gerar modificações sensíveis na condução da oferta que somente pode ser dirigida a determinada categoria de investidores qualificados, considerada mais experiente, e a um número limitado desses investidores.

Tanto no Brasil quanto no exterior há, em maior ou menor medida, preocupações quanto ao conteúdo de projeções, e essas preocupações – ou cuidados com os investidores ou potenciais investidores – apesar de manifestarem-se de formas distintas conforme cada caso se apresenta, estão sempre presentes. No Brasil, os órgãos reguladores exigiam essa linguagem acautelatória, mas somente passou a haver regra formal a esse respeito com a Instrução CVM n. 480, que em seu art. 20, § 1º, incisos II a IV, estabelece que, caso o emissor decida divulgar projeções e estimativas, as mesmas devem, além de ser razoáveis (inc. III) e vir acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologias adotados (inc. IV), ser identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho (inc. II).

Entendemos que a inclusão de projeções em prospectos e documentos associados pode ser extremamente útil para todas as partes envolvidas em uma oferta de valores mobiliários, mas ao mesmo tempo acreditamos que *em qualquer hipótese* projeções devem ser sempre acompanhadas de alertas claros, inequívocos e diretamente relacionados a cada projeção, sempre alertando sobre a natureza razoavelmente incerta das projeções. Dessa forma, as projeções, se forem utilizadas, devem ser extremamente conservadoras do ponto de vista acautelatório e devem endereçar de forma

clara e aplicada ao caso concreto da companhia os riscos de não concretização das projeções.

Finalmente, no preparo e divulgação de projeções, a linguagem acautelatória aplicada deveria ser construída de forma a reconhecer – e a contrabalançar – as tendências cognitivas e motivacionais que investidores em geral tendem a manifestar quando confrontados com uma decisão de investimento.

Dessa maneira, independentemente da metodologia de preparo de projeções ou do cuidado com a auditoria de informações e cálculos utilizados na sua elaboração, qualquer investidor (especialmente aquele investidor menos “sofisticado”) terá o auxílio de alertas efetivos em situações em que informações projetadas possam alterar o equilíbrio entre a visão financeira da companhia (atração de investidores) e a responsabilidade legal (dever de alertar sobre riscos) que esta enfrenta.

## **1.6 Conclusão**

Em última instância, a visão financeira de qualquer empresa que opte por emitir valores mobiliários tende a fazer o possível para que a oferta transcorra sem percalços e obtenha sucesso. Para que isso ocorra, todo o processo de preparação da oferta (e de manutenção de informações atualizadas posteriormente) é necessariamente voltado a um objetivo: tornar a oportunidade de investimento atraente para investidores.

Da mesma maneira, os investidores optam por investir ou não em uma determinada companhia motivados pela visão financeira da oportunidade, tendo em vista o retorno do investimento.

A responsabilidade legal das emissoras, por seu turno, obriga que todo o procedimento da oferta seja pautado por normas de proteção aos investidores. Essas estruturas de proteção se prestam tanto a proteger potenciais investidores contra decisões de investimento hipoteticamente baseadas em informações equivocadas (intencionalmente ou não) ou omissões quanto para proteger as próprias emissoras contra investidores descontentes (além de órgãos regulatórios e da justiça em geral).

O equilíbrio entre a necessidade de atração de investidores – e os métodos utilizados nesse expediente – e o dever de cientificar os potenciais investidores sobre os riscos envolvidos na oferta é, efetivamente, o limite entre a visão financeira e a responsabilidade legal de uma companhia emissora.

Esse equilíbrio é supervisionado por controles regulatórios, mas a responsabilidade pela sua manutenção permanece com as companhias. Por isso, cabe às companhias informar aos investidores sobre todos os aspectos envolvidos em uma oferta – sejam esses aspectos positivos ou dignos de cautela – com a máxima riqueza de detalhes e, sempre que possível, levando em consideração as tendências cognitivas e emocionais que esses investidores costumam apresentar.

Ao banir mitigantes de risco, ao inserir projeções cuidadosamente construídas e ao cuidar para que a redação de fatores de risco seja a mais completa, inequívoca e clara possível, uma emissora está desenvolvendo um trabalho não apenas de atração de investidores mas também de crescimento e de sobrevivência a longo prazo.

## REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. **Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism**. New Jersey: Princeton University Press, 2009.

ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários**. Out. 2009. Disponível em: <[http://www.anbid.com.br/regulacao\\_downloads/regulacao/ofertas\\_publicas/codigo\\_oferta.pdf](http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/ofertas_publicas/codigo_oferta.pdf)>. Acesso em: 13 abr. 2010.

BELSKY, Gary; GILOVICH, Thomas. **Why Smart People Make Big Money Mistakes – And How To Correct Them**. New York: Rockefeller Center, 1999.

CHOPER, Jesse H.; COFFEE, John C.; GILSON, Ronald J. **Cases and Materials on Corporations**. New York: Aspen Law & Business, 2000.

CODIM (Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado). **Pronunciamento de Orientação n. 4, de 17 de abril de 2008**.

Disponível em: <[http://www.codim.org.br/CODIM.asp?pg=http://www.codim.org.br/orientacoes\\_e.htm](http://www.codim.org.br/CODIM.asp?pg=http://www.codim.org.br/orientacoes_e.htm)>. Acesso em: 13 abr. 2010.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). **Instrução n. 482 de 25 de abril de 2010**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução n. 480 de 07 de dezembro de 2009**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução n. 400 de 29 de dezembro de 2003**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução n. 358 de 03 de janeiro de 2002**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

DEFEO, Morris; PARACUELLOS, Amanda; HOWARD, Kelly. **When a Company's Forward-looking Statements Find no Safe Harbor: Bespeaks Caution Doctrine Provides Alternative Protection**. Crowell & Moring LLP. 2006. Disponível em: <[http://www.crowell.com/documents/DOCASSOCFKTYPE\\_ARTICLE\\_404.pdf](http://www.crowell.com/documents/DOCASSOCFKTYPE_ARTICLE_404.pdf)>. Acesso em: 2 out. 2009.

HANSON, Jon D.; KYSAR, Douglas A. Taking Behaviorism Seriously: The Problem of Market Manipulation. New York: New York Law Review, 1999. *In*: ELLICKSON, Robert C. **Symposium On Post-Chicago Law And Economics: Bringing Culture and Human Frailty to Rational Actors: A Critique of Classical Law and Economics**. Chicago: Chicago-Kent Law Review, 1989.

JACOBS, Bruce I. **Capital Ideas and Market Realities: Option Replication, Investor Behavior, and Stock Market Crashes**. Oregon: Blackwell, 1999.

JARROW, R. *et al.* Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective. *In*: LANGEVOORT, Donald C. **Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market**



Investors (and Cause Other Social Harms). *In*: Pennsylvania: University of Pennsylvania Law Review, 1997.

LANGEVOORT, Donald C. **Ego, Human Behavior, and Law**. Virginia: Virginia Law Review, 1995.

LATIN, Howard. “**Good Warnings**”, **Bad Products, and Cognitive Limitations**. California: UCLA Law Review, 1994.

RIPKEN, Susanna Kim. **Predictions, Projections, and Precautions: Conveying Cautionary Warming in Corporate Forward-Looking Statements**. University of Illinois Law Review, vol. 2005, n. 4, 2005. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=924432>>. Acesso em: 2 out. 2009.

ROBBINS, Robert B.; ROTHENBERG, Philip L. Securities Disclosure, Writing Effective Risk Factor Disclosure in Offering Documents and Exchange Act Reports. **Insight** – The Corporate & Securities Law Advisor. May 2005. Disponível em: <<http://www.pillsburylaw.com/siteFiles/Publications/77EA643CE089DDA568EFF79F0A35F681.pdf>>. Acesso em: 2 out. 2009.

ROSEN, Richard A. **The Statutory Safe Harbor for Forward-Looking Statements: A Scorecard in the Courts from January 2002 Through April 2003**. *In*: Analysis & Perspective, v. 35, n. 24, p. 1000-1006, abr. 2003.

SEC (Securities Exchange Commission). **A Plain English Handbook** – How to create clear SEC disclosure documents. Aug. 98. Disponível em: <<http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>>. Acesso em: 2 out. 2009.

\_\_\_\_\_. Standard Instructions for Filing Forms under the Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, and Energy Policy and Conservation Act of 1975, **Regulation S-K**. Disponível em: <[http://www.content.lawyerlinks.com/default.htm#http://content.lawyerlinks.com/sec/S\\_K/\\_sk\\_index.htm](http://www.content.lawyerlinks.com/default.htm#http://content.lawyerlinks.com/sec/S_K/_sk_index.htm)>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933. **Rule 421: Presentation of Information in Prospectuses**. Disponível em: <<http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRls/rule421.html>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. Office of Investor Education and Assistance – U.S. Securities and Exchange Commission. **A Plain English Handbook** – How to create clear

SEC disclosure documents. Aug. 1998. Disponível em: <<http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

SHILLER, Robert J. **Irrational Exuberance**. New Jersey: Princeton University Press, 2000.

SMITH, Adam. **An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. London: Edwin Cannan, 1776.

TAYLOR, Shelley; BROWN, Johnathan. **Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health**. Pennsylvania: University of Pennsylvania Law Review, 1998.

UNITED STATES COURT APPEALS. Third Circuit. **Donald J. Trump Casino securities litigation v. Taj Mahal litigation**, n. 92-5350, 1993.

Disponível em: <<http://www.bulk.resource.org/courts.gov/c/F3/7/7.F3d.357.92-5350.html>>.

Acesso em: 22 out. 2009.

UNITED STATES DISTRICT COURT. **Amylin Pharmaceuticals, Inc. Securities Litigation**. 2001. Disponível em:

<<http://www.whafh.com/modules/case/index.php?action=view&id=58>>.

Acesso em: 20 abr. 2010.

*1 (...) if managers have a tendency to underestimate or rationalize potential risks, then cautionary language about risk factors may not be as substantive as would otherwise be the case, leading to boilerplate risk disclosures. (RIPKEN, 2005, p. 960).*

*2 Evidence suggests that the bias appears regularly in annual reports corporations send to their shareholders. (RIPKEN, 2005, p. 959).*

*3 Investors seem more willing to invest in a faltering venture when they have previously committed funds to it. (LANGEVOORT, 1995, p. 857).*

*4 O economista e filósofo escocês Adam Smith (1723-1790) é considerado um dos mais importantes teóricos do liberalismo econômico. Em sua obra mais conhecida, “Uma Investigação Sobre a Natureza e a Causa da Riqueza das Nações”, procura demonstrar que a riqueza das nações resulta da atuação de indivíduos que, movidos apenas pelo seu próprio interesse (*self-interest*), promovem o crescimento econômico desses mesmos indivíduos e do mercado como um todo. (SMITH, 1776, p. 18).*

5 (...) fails to take into account the extent to which people are also guided by noneconomic motivations. And it fails to take into account the extent to which they are irrational or misguided. It ignores the “animal spirits”. (...) They are not, as rational economic theory would dictate, “the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities”. (AKERLOF; SHILLER, 2009, p. 3).

6 Companies should not on the one hand warn potential investors or current shareholder about a potential risk they face and then on the other hand try to explain away all or part of such risk. This greatly diminishes, if not completely erodes, the value of the warning that the risk factor is meant to convey and therefore greatly decreases the legal protection afforded to companies by including the risk factor. (ROBBINS; ROTHENBERG, 2005, p. 3).

7 (...) a discussion of the most significant factors that make the offering speculative or risky. This discussion must be concise and organized logically. Do not present risks that could apply to any issuer or any offering. Explain how the risk affects the issuer or the securities being offered. Set forth each risk factor under a subcaption that adequately describes the risk. The risk factor discussion must immediately follow the summary section. If you do not include a summary section, the risk factor section must immediately follow the cover page of the prospectus or the pricing information section that immediately follows the cover page. (...)The risk factors may include, among other things, the following:

1. Your lack of an operating history;
2. Your lack of profitable operations in recent periods;
3. Your financial position;
4. Your business or proposed business; or
5. The lack of a market for your common equity securities or securities convertible into or exercisable for common equity securities. (SEC, Regulation S-K, 503(c), 1933).

8 Long sentences; Passive voice; Weak verbs; Superfluous words; Legal and financial jargon; Numerous defined terms; Abstract words; Unnecessary details; Unreadable design and layout. (SEC, 1998, p. 17).

9 (...) a Corporation boilerplate warnings about the risk of general market volatility were insufficient to alert investors to the existence of a large financial relationship between the company and a highly leveraged hedge fund that was experiencing losses due to its risky trading practices. (RIPKEN, 2005, p. 944).

10 (...) cheapest form of insurance.

11 Unlike the classical economic actor who “can perfectly process available information about alternative courses of action, and can rank possible outcomes in order of expected utility,” human individuals display a startling ineptitude for comprehending causality and probability. (ELLICKSON, 1989 apud HANSON; KYSAR, 1999, p. 65).

12 De interesse verificar que paralelamente à “*Bespeak Caution Doctrine*” existe a legislação de “*Safe Harbor*” (“Porto Seguro”, em tradução livre), modelada a partir daquela (que foi criada por precedentes judiciais). Ambas têm o mesmo escopo de

proteção, mas a “*Safe Harbor*” tem requerimentos mais completos e exigentes, enquanto a “*Bespeak Caution Doctrine*” é mais permissiva, sobretudo quanto à informação ao público sobre aspectos da oferta que requeiram cautela dos investidores. Por exemplo, declarações e projeções feitas de maneira informal – até mesmo em reuniões com analistas de investimento – teoricamente estão protegidas pela “*Bespeaks Caution Doctrine*” se o declarante/representante da companhia informar (ainda que oralmente) que aqueles dados podem variar, ou se o mesmo entregar algum documento contendo esse tipo de declaração acautelatória, que poderia ser, em tese, algo tão simples quanto um comunicado à imprensa.

[13](#) (...) *Partnership believes that funds generetad from the operation of Taj Mahal will be sufficient to cover all its debt service (...)*. (CHOPER; COFFEE; GILSON, 2000, p. 384).

[14](#) (...) *relying on what has come to be know as the “bespeaks caution” doctrine, under which inclusion of sufficient cautionary statement in a disclosure document renders misrepresentations and omissions nonactionable. (...)*. (CHOPER; COFFEE; GILSON, 2000, p. 383).

[15](#) 2002 United States District Court. LEXIS 19481 (S. D. Cal. Oct. 9, 2002). Originalmente o caso foi denominado Lefari v. Amylin Pharmaceuticals, Inc. *et al* [01-CV-1482 K (JAH)], e posteriormente consolidado pela Corte encarregada como In re Amylin Pharmaceuticals, Inc. Securities Litigation [Master File No. CV-01-1455 LAB (WMc)].

[16](#) *US Food and Drug Administration*.

[17](#) *Merely warning investors that FDA may not approve the drug tells them something they already know*. (ROSEN, 2003, p. 1002).

[18](#) Instrução CVM n. 400, art. 32, alterada pela Instrução CVM n. 482: “O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando:

I – a oferta tenha por objeto a constituição da emissora;

II – a emissora esteja em fase pré-operacional; ou

III – os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora”. (CVM, 2003, art. 32).

[19](#) “Instrução 400 da CVM, Anexo III, item 3.7 e subitens: ‘ESTUDO DE VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA’:

1. Obrigatório nos casos indicados no art. 32 desta Instrução e facultativo nas demais hipóteses; e

2. Deverá contemplar:

1. análise da demanda para as principais linhas de produto e/ou serviço da emissora, que represente uma percentagem substancial de seu volume global de receitas;

2. suprimento de matérias-primas; e

3. retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para a sua elaboração.” (CVM, 2003, Anexo III).

# 2 FUSÕES E AQUISIÇÕES: ADAPTAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO AOS CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS

*Roberto Amatuzzi*

*Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; MBA pela The Wharton School (University of Pennsylvania); graduado em Administração Pública pela Fundação Getulio Vargas (FGV-SP); executivo com passagem pela Credicard, Banco Pactual Goldman Sachs; foi diretor-geral da Credigy, Atlântica Residencial e diretor financeiro e de relações com investidores da Lopes Consultoria de Imóveis; atualmente é sócio-consultor da Excelia Gestão e Negócios.*

## **2.1** Introdução

O tema “Direito e Finanças” compreende a aplicação da teoria e métodos das Finanças Corporativas a um arcabouço legal. Essa aplicação gera um inter-relacionamento entre estratégias de crescimento de empresas e as formações contratuais para atender os objetivos financeiros dos agentes envolvidos.

Dessa forma, é de suma importância entender o porquê e como as empresas crescem para compreender a construção das estruturas contratuais que levam ao tão almejado crescimento. Um dos caminhos que viabilizou o crescimento se dá por meio da estratégia de Fusões e Aquisições, as quais buscam gerar valor aos sócios de uma empresa a uma velocidade maior, se comparada ao crescimento orgânico.

Este artigo propõe a discussão dos conceitos de Finanças Corporativas que estão por trás da essencial criação de valor para as empresas e, posteriormente, uma discussão de possíveis estruturas utilizadas em contratos de compra e venda de empresas. Em função da extensão do tema, este artigo transcorrerá por meio de um estudo de caso, objetivando

demonstrar a associação de um mercado e de uma empresa com possíveis contratos de compra e venda de empresas.

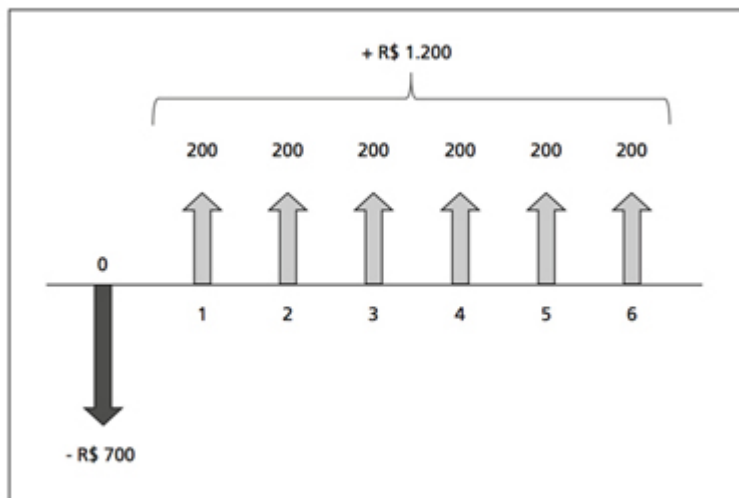
## 2.2 Valor

A primeira discussão é sobre o próprio conceito de “Valor”. Qual é o valor de uma empresa? Quanto se deve ou se pode pagar por ela? O valor de uma empresa é uma métrica de longo prazo que é mutável em função de fatores exógenos e endógenos a ela própria. Além disso, o valor torna-se preço ao se analisar quanto alguém pagaria por essa empresa nas condições vigentes de mercado. Esse preço pode variar em função da empresa compradora e das potenciais sinergias que elas, se incorporadas às atividades da compradora, podem trazer. Copeland, Koller e Murrin (2006, p. 16) sustentam que a criação de valor é a mais significativa medida de desempenho de uma equipe de administração.

Jaffe, Ross e Westerfield (2007, p. 659) classificam as sinergias em quatro categorias básicas, quais sejam: aumento de receita, redução de custos, redução de impostos e diminuição do custo de capital. Para se entender valor, precisa-se rever um dos conceitos mais importantes em toda a área de finanças de empresas, qual seja, a relação entre R\$ 1 agora e R\$ 1 no futuro, denominada “valor do dinheiro no tempo”. (JAFJE; ROSS; WESTERFIELD, 2007, p. 73).

Consideremos o exemplo ilustrado no Gráfico 1 abaixo:

**Gráfico 1** – Ilustração do valor do dinheiro no tempo



Uma empresa está considerando investir R\$ 700 mil em um projeto que pode gerar R\$ 200 mil de caixa por ano pelos próximos 6 anos. Esse seria um bom projeto?

A resposta deve levar em consideração o conceito do “valor do dinheiro no tempo”. Se fizéssemos uma simples soma dos valores nominais, chegaríamos à rápida conclusão de que o projeto é financeiramente bom, pois o total de R\$ 1,2 milhão de entradas (R\$ 200 mil por ano vezes seis anos) é maior que a saída de R\$ 700 mil. Entretanto, a saída de R\$ 700 mil ocorre imediatamente e com certeza, ao passo que as entradas de R\$ 200 mil ocorrem em períodos futuros e são incertas, pois são apenas estimativas. Para sabermos se o projeto cria valor para a empresa, precisamos calcular o seu Valor Presente Líquido (VPL).

O VPL de um projeto é a somatória dos valores de entradas e saídas de caixa, todos trazidos a valor presente a uma *taxa de desconto* que reflete o risco intrínseco àquele projeto. Ao trazermos os fluxos de caixa a valor presente, lida-se com o fato de que os fluxos futuros, além de serem distribuídos no tempo, ocorrem com um grau de incerteza. Esse indicador é apresentado em números absolutos. Jaffe, Ross e Westerfield (2007, p. 75) enunciam: “(...) o VPL é o valor presente dos fluxos futuros de caixa menos o valor presente do custo do investimento”.

Assim, todos os fluxos podem ser tratados como se ocorressem no momento zero. Para que o projeto seja vantajoso para a empresa, é preciso



que ele tenha um Valor Presente Líquido igual ou, preferencialmente, maior do que zero.

O Valor Presente de um fluxo futuro no tempo é dado pela fórmula:

$$VP = \frac{FC_n}{(1+i)^n} \quad ; \text{ onde:}$$

$VP$  = Valor Presente

$FC_n$  = Fluxo de Caixa no período  $n$

$i$  = Taxa de desconto que reflete o risco intrínseco do projeto

Voltando ao nosso exemplo, temos um projeto com vários fluxos de caixa. Para calcular seu VPL, temos que aplicar a fórmula referida para cada um dos fluxos. A Tabela 1 mostra esse cálculo utilizando diferentes taxas de desconto. Note que o projeto é vantajoso apenas se tivermos uma taxa de desconto menor ou igual a 18%, ou seja, se exigirmos um retorno para o investimento de R\$ 700 mil maior do que 18% por período, esse projeto deixa de ser interessante.

Uma questão que surge neste exercício é como se determina a taxa de desconto adequada a ser utilizada no cálculo do Valor Presente Líquido. Dois conceitos são importantes no entendimento da taxa de desconto: *risco* e *custo de oportunidade do capital*. Segundo Damodaran (2007, p. 19): “Nas avaliações pelo fluxo de caixa descontado, as taxas de desconto devem refletir o grau de risco dos fluxos de caixa”.

### **Tabela 1** – Análise do VPL com taxas diferentes

Análise de fluxos idênticos, com taxas de desconto variando

<b>n</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>i</b>
<b>FC</b>	<b>-700</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>10%</b>
<b><math>(1 + i)^n</math></b>	1,00	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	1,77	VPL
<b>VP</b>	-700	182	165	150	137	124	113	171

<b>n</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>i</b>
<b>FC</b>	<b>-700</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>15%</b>
<b><math>(1 + i)^n</math></b>	1,00	1,15	1,32	1,52	1,75	2,01	2,31	VPL
<b>VP</b>	-700	174	151	132	114	99	86	57

<b>n</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>i</b>
<b>FC</b>	<b>-700</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>18%</b>
<b><math>(1 + i)^n</math></b>	1,00	1,18	1,39	1,64	1,94	2,29	2,70	VPL
<b>VP</b>	-700	169	144	122	103	87	74	0

<b>n</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>i</b>
<b>FC</b>	<b>-700</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>20%</b>
<b><math>(1 + i)^n</math></b>	1,00	1,20	1,44	1,73	2,07	2,49	2,99	VPL
<b>VP</b>	-700	167	139	116	96	80	67	-35

Risco em Finanças refere-se à probabilidade de se obter um retorno de investimento que seja diferente do previsto, incluindo não só os resultados negativos mas também os positivos. As escolhas que investidores têm de fazer advêm da oportunidade e do maior risco que surge em decorrência do perigo. Damodaran (2007, p. 19) indica:

(...) para a maioria de nós, o risco refere-se à probabilidade de, nos jogos do acaso na vida, obtermos resultados que não nos agradam.

(...)

No contexto da avaliação, a definição de risco é diferente e também mais ampla. O risco, do nosso ponto de vista, refere-se à probabilidade de obtermos um retorno de investimento que seja diferente do previsto. Assim, o risco inclui não só os maus resultados (aqueles inferiores ao previsto), mas também os bons resultados (aqueles superiores ao previsto). De fato, podemos nos referir ao primeiro como *downside risk* e ao segundo como *upside risk*; porém, consideramos ambos ao medir o risco.

*Custo de Oportunidade* de algo é o valor que deve ser sacrificado para consegui-lo. Bens e ativos têm custo de oportunidade porque são escassos. Custos de oportunidade fazem com que as pessoas tenham que fazer escolhas. De acordo com Souza (2003, p. 126), “Custo de oportunidade é o sacrifício que uma empresa faz em decorrência da aplicação de recursos financeiros numa alternativa e não em outra”.

Em Finanças, o capital a ser investido num determinado projeto, como aqueles R\$ 700 mil de nosso exemplo, tem um custo de oportunidade, ou seja, o quanto esse capital renderia de retorno num investimento de risco equivalente.

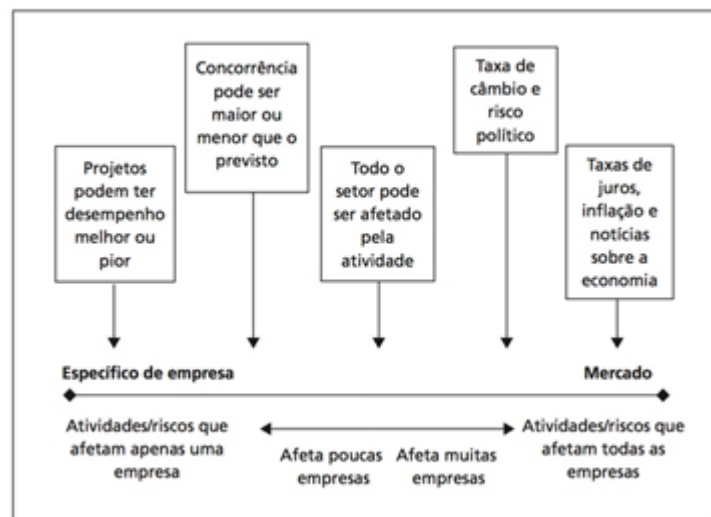
O custo básico de capital é a taxa de juros de mercado livre de risco. Sobre essa taxa, agrega-se um prêmio que reflete o risco intrínseco do projeto como se ele fosse parte de um portfólio de projetos, conforme Souza (2003, p. 146).

O Quadro 1 mostra exemplos de riscos específicos de cada empresa e riscos de mercado. Ambos são fatores de determinação da taxa de desconto do projeto ou da empresa, sendo que o risco específico do projeto ou

empresa poderia ser diversificado e eliminado se o investidor ou acionista tiver uma carteira de investimentos diferenciados, não concentrando seus investimentos em poucos ativos.

### Quadro 1 – Desdobramento do risco

Riscos específicos e riscos de mercado que impactam a taxa de desconto de uma empresa ou projeto



Fonte: DAMODARAN, 2007, p. 21.

A relação risco *versus* retorno é ilustrada no Quadro 2, que mostra como os investimentos de maior retorno esperado apresentam também maior risco, medido pelo desvio padrão na série histórica de retornos observados. Ações de empresas menores são aquelas que apresentam a maior expectativa de retorno, de 17,7%. Porém, também são aquelas que apresentam a maior probabilidade de desvios, para mais ou para menos, em relação a esse retorno (medido pelo desvio padrão de 33,9%). Desvio

padrão é uma métrica que quantifica a dispersão de eventos sob uma distribuição normal, sendo a média das diferenças entre o valor de cada evento e o centro. Segundo Bruni (2008, p. 67), “(...) em Finanças, o conceito de risco é, muitas vezes, representado pelo desvio padrão dos retornos passados”.

O desvio padrão mede a dispersão em torno do retorno esperado. É considerado o indicador estatístico mais comum do risco de um ativo. Geralmente, quanto maior é o desvio padrão, maior será o risco. Por meio do desvio padrão observa-se a variabilidade dos resultados com relação ao retorno esperado. (SOUZA, 2003, p. 161).

### Quadro 2 – Análise de risco sob a ótica da estatística

Riscos específicos e riscos de mercado que compõem a taxa de desconto de uma empresa ou projeto

Série (%)	Média aritmética (retorno)	Prêmio por risco (em relação às letras do tesouro dos EUA)	Desvio padrão (risco)	Distribuição
Ações de empresas maiores	13,0	9,2	20,3	
Ações de empresas menores	17,7	13,9	33,9	
Obrigações a longo prazo emitidas por empresas	6,1	2,3	8,7	
Obrigações governamentais a longo prazo	5,6	1,8	9,2	
Obrigações governamentais a médio prazo	5,4	1,6	5,7	
Letras do tesouro dos EUA	3,8	-	3,2	
Inflação	3,2	-	4,5	

Fonte: JAFFE; ROSS; WESTERFIELD, 2007, p. 200.

Note-se que as Letras do Tesouro Americano apresentam o menor desvio histórico (3,2%) em torno do retorno esperado (3,8%). Conforme indicado anteriormente, o desvio padrão é sinônimo de risco em Finanças e, portanto, as Letras do Tesouro Americano são frequentemente classificadas como “livres de risco”. Segundo Jaffe, Ross e Westerfield (2007, p. 197):

Como o governo tem o poder de aumentar os impostos para pagar suas dívidas – um truque que todos nós gostaríamos de fazer –, estas dívidas são livres de risco de inadimplência. Portanto, diremos que a rentabilidade desses títulos é o retorno livre de risco a curto prazo (no máximo um ano).

## **2.3 O crescimento para maximizar o VPL da empresa**

Podemos pensar numa empresa como um conjunto de projetos, cada um com seu respectivo VPL. O objetivo contínuo dos gestores é maximizar a somatória dos VPLs que compõem a empresa, maximizando assim seu valor. Quanto maior é o crescimento dos fluxos de entrada de caixa da empresa em relação aos fluxos de saída, tanto maior será o valor da empresa. Além disso, o rápido crescimento ainda acelera a maximização do valor, pois, conforme visto nas Figuras 1 e 2, quanto mais próximos do tempo atual são os fluxos de caixa, maior também serão seus valores presentes.

O desafio das empresas, portanto, é manter um forte ritmo de crescimento com projetos de VPL positivo (gerando valor). Muitas vezes, somente o crescimento orgânico dentro do negócio principal da empresa não é suficiente para maximizar o valor. Assim, empresas podem lançar mão de uma estratégia de expansão para espaços adjacentes de mercado.

Allen e Zook (2003, p. 4) identificaram seis estratégias vencedoras de crescimento por meio de expansão a mercados adjacentes:

(i) *Expansão ao longo da cadeia de valor.* É considerado um dos movimentos mais difíceis. *De Beers* expandiu seus negócios de diamantes do atacado para o varejo.

(ii) *Lançamento de novos produtos ou serviços.* A *IBM* entrou no mercado global de serviços de consultoria, que passou a representar 50% de sua receita e lucro antes dos tributos.

(iii) *Utilização de novos canais de distribuição.* *EAS*, empresa líder em suplementos esportivos, que fez pequenos ajustes na fórmula, embalagem e patrocínio de celebridades de sua barra de proteína *Myoplex*, e moveu-se de uma posição de atuar no nicho específico de distribuição em lojas especializadas de nutrição esportiva para tornar-se líder em sua categoria vendendo para o *Wal-Mart*.

(iv) *Expansão geográfica.* *Vodafone* expandiu sua atuação exclusiva no Reino Unido para toda a Europa, Estados Unidos e Japão.

(v) *Abordar novos segmentos de consumidores, frequentemente modificando um produto ou tecnologia de sucesso comprovado.* *Charles Schwab* expandiu seus serviços de consultoria financeira para corretoras de baixo custo para clientes possuidores de grande patrimônio.

(vi) *Mover-se para um novo espaço com um novo negócio elaborado a partir de uma forte competência.* Este é considerado o movimento mais difícil de expansão para mercados adjacentes. *American Airlines*, que criou o sistema de reservas *Sabre*, também se expandiu para um novo espaço através da agência de viagens online *Travelocity*<sup>1</sup>. (tradução dos autores).

Dessa forma, observa-se que existem inúmeros caminhos de crescimento para as empresas, envolvendo riscos e, logo, retornos muito diferentes. Assim, o maior desafio das empresas é crescer criando valor, ou seja, por meio de projetos de VPL positivo.

## 2.4 Aquisições como estratégia de crescimento

A magnitude e a quantidade das operações de Fusões e Aquisições em todo o mundo crescem a cada ano. Entretanto, seguidos estudos realizados ano após ano mostram que a maioria das aquisições acaba por não trazer valor ao acionista. Ao contrário, essa maioria de casos acaba por vir a apresentar uma queda substancial no preço da ação da empresa adquirente. (HORN *et al.*, 2007).

Ao comprar uma outra empresa, está-se fazendo um investimento, e os princípios básicos de ganho de valor, conforme descrevemos no início deste capítulo, devem ser considerados. Uma aquisição somente fará sentido se o VPL que agregar for positivo, ou seja, o preço pago é o fluxo de saída de caixa, e o fluxo de entrada de caixa incremental que essa empresa trará ao longo do tempo futuro deve ser considerado no cálculo do VPL da operação, exatamente como vimos anteriormente. O desafio é, portanto, assegurar que o fluxo de caixa futuro, que é estimado e portanto incerto, venha realmente a se materializar, efetivamente trazendo VPL positivo para o investidor ou acionista. Em geral, só fará sentido uma empresa adquirir a outra se as duas empresas valerem mais juntas do que em separado. Ou seja, devem haver sinergias se as empresas operarem conjuntamente.

Brealey e Myers (1991, p. 821-822) enunciam as principais sinergias de custos objetivadas numa aquisição: (i) *economias de escala*, que podem resultar na redução do custo unitário de produção à medida que o volume de produção aumenta, sendo que uma maneira de se atingir esse objetivo é diluir os custos fixos por meio do aumento do volume da produção; (ii) *economias por meio da integração vertical*, que podem ser atingidas quando uma empresa compra um de seus fornecedores ou clientes; (iii) *combinação de recursos complementares*, ou seja, a empresa adquirida pode fornecer as matérias-primas, recursos ou competências necessárias para que a empresa compradora cubra uma deficiência operacional; e (iv) *utilização de benefícios fiscais* não utilizados pelo fato de a empresa adquirida não gerar lucro do qual poderiam ser obtidos tais benefícios.

Sinergias de receitas são muito difíceis de estimar, pois envolvem variáveis externas fora do controle dos gestores. É difícil prever, por exemplo, se os clientes da empresa resultante de uma fusão ou aquisição não ficarão relutantes em concentrar parte relevante de seus suprimentos num único fornecedor. Ainda assim, uma aquisição pode trazer tais sinergias. Por exemplo, o eficiente canal de distribuição da empresa compradora pode servir para alavancar vendas de um bom produto da empresa adquirida.

O desafio de se realizar uma aquisição que traga valor adicional, ou VPL positivo, para os acionistas, estará sempre presente nas operações de Fusões e Aquisições. Existem algumas estruturas de aquisição, refletidas



nos documentos jurídicos de formalização da transação, que podem mitigar o risco de não geração ou perda de valor. Examinaremos algumas dessas estruturas.

## **2.5 Estudo de caso**

As possibilidades de se estruturar um contrato de compra e venda de empresa são infinitas, uma vez que são inúmeras as estratégias de crescimento e arcabouços legais. A delimitação dessas possibilidades é crucial para o estudo das Finanças Corporativas e seus reflexos em contratos de compra e venda. Para fins deste capítulo, iremos estruturar um caso de crescimento e seus contratos, evidenciando as relações contratuais construídas em função da estratégia de crescimento.

O estudo de caso escolhido foi o de uma companhia de intermediação e consultoria imobiliária brasileira que durante 2007 e 2008 colocou em prática uma estratégia de crescimento via aquisições de empresas como uma forma de acelerar seu crescimento. O motivo da escolha foi em função do alto nível de transparência utilizado pela companhia, que permitiu uma vasta pesquisa em seus materiais públicos, bem como a peculiaridade do setor e modelo de aquisições.

Todas as informações a respeito do modelo de aquisições, bem como seu posicionamento estratégico, foram extraídas de seus fatos relevantes e demonstrações financeiras arquivadas na Comissão de Valores Mobiliários entre 2007 e 2008.

### **2.5.1 Caso LPS Brasil – Consultoria de Imóveis S.A.: crescimento através de aquisições e estruturas de maximização de valor**

Em dezembro de 2006, a LPS – Consultoria de Imóveis S.A. (Lopes) abriu seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo, aderindo ao Novo Mercado, por meio de uma oferta de ações 100% secundária, tornando-se a primeira empresa brasileira de intermediação imobiliária a abrir seu capital. Como “oferta secundária de ações” é sinônimo de venda de participação acionária de atuais sócios no mercado, os recursos obtidos com a venda das

ações destinam-se aos acionistas vendedores, e não para o caixa da companhia, como ocorre em uma oferta primária.

Até junho de 2006, a Lopes atuava somente no estado de São Paulo, com foco na região metropolitana da cidade de São Paulo, onde estava presente havia 70 anos. Com o evento de seu IPO (do inglês *Initial Public Offer*, que significa abertura de capital por meio de emissão de ações), a Lopes acelerou seu processo de crescimento orgânico em São Paulo e iniciou uma agressiva expansão geográfica, fortemente focada em aquisições. Por meio da expansão geográfica, buscava-se o rápido crescimento de seu fluxo de caixa, a diversificação de seus negócios, minimizando a concentração no mercado paulista e consolidando posição no setor imobiliário.

Em seu prospecto do IPO, a companhia indicava como uma de suas estratégias para crescer e gerar valor aos acionistas (LOPES, 2006, p. 21):

*Expansão geográfica.* A Lopes pretende estender suas atividades para outras regiões do Brasil cujos mercados imobiliários apresentem potencial de crescimento e cuja rentabilidade corresponda às expectativas estratégicas e financeiras da Lopes. A Lopes pretende implementar tal expansão diretamente através de montagem de escritório próprio ou por meio da aquisição de empresas que já atuem no mercado local de intermediação imobiliária. Esta estratégia é consistente com a expectativa de que as grandes empresas incorporadoras com as quais a Lopes mantém relacionamento irão expandir sua atuação geográfica. A Lopes acredita que o crescimento geográfico de suas operações poderá: (i) contribuir para o contínuo ganho de escala de operações, uma vez que pode se utilizar de suas estruturas e ferramentas já existentes, tais como os sistemas operacionais de venda e os profissionais altamente qualificados com os quais já trabalha, proporcionando maior eficiência de vendas a clientes-incorporadores; (ii) reduzir os riscos operacionais, uma vez que a Lopes fica menos exposta às volatilidades específicas de uma determinada região; e (iii) intensificar seu relacionamento com empresas incorporadoras sediadas em São Paulo e Rio de Janeiro que também atuem ou pretendam atuar em tais regiões.

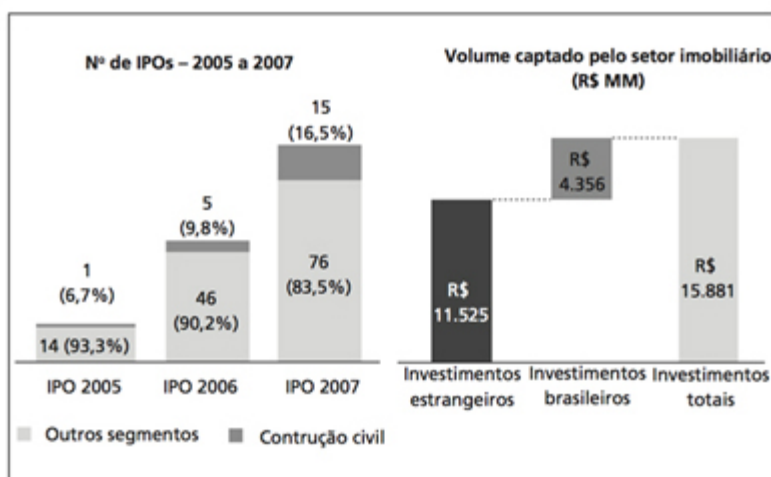
Ao examinar a alternativa de expansão por aquisições, a Lopes deparou-se com o grande desafio de como assegurar a materialização dos fluxos de caixa futuros das empresas a serem adquiridas, ou pelo menos maximizar

sua probabilidade de ocorrência, dada a natureza do negócio de intermediação imobiliária.

Duas eram as preocupações principais:

- (i) *Prestação de Serviços Sustentada por Pessoas*: o negócio da Lopes é fortemente baseado no desempenho de uma equipe de corretores que devem conhecer muito bem o mercado de imóveis da região em que atuam e os clientes potenciais que podem comprá-los. Se a Lopes simplesmente adquirisse empresas pagando a seus donos o valor integral em dinheiro ou mesmo em ações da Lopes, como garantiria que a equipe de vendas continuaria lá? A própria permanência do empresário local era essencial, pois dele vinha a liderança dessa equipe e o profundo conhecimento das novas regiões geográficas onde a Lopes queria atuar.
- (ii) *Ausência de Histórico do Mercado*: o mercado de lançamentos imobiliários, área principal de atuação da Lopes, estava passando por um *boom* sem precedentes. Cerca de vinte incorporadoras haviam aberto seu capital em bolsa, trazendo mais de R\$ 16 bilhões para o setor (Gráfico 2). Ademais, estavam expandindo seus negócios pelo Brasil, levando boa parte desse capital a mercados onde antes nunca haviam investido. A falta de um histórico de vendas relevantes e o ineditismo do fluxo de capital a esses mercados faziam com que as estimativas de fluxo de caixa futuro tornassem-se ainda mais difíceis de realizar. (LOPES, 2006).

**Gráfico 2 – O mercado imobiliário e o de capitais**



**Fonte:** BOVESPA.

**Fonte:** Link Corretora.

Ou seja, conforme discutimos na seção inicial, a Lopes tinha grande dificuldade de calcular o *Valor Presente Líquido* de cada aquisição. Dessa realidade financeira, a administração da companhia e seus advogados criaram estruturas jurídicas capazes de permitir à Lopes capturar o potencial fluxo de caixa da empresa adquirida.

## 2.5.2 Estrutura das aquisições

Definidas as empresas-alvo e analisadas as principais características do setor (prestação de serviços sustentada por pessoas e ausência de histórico de mercado), uma estratégia de aquisições foi definida e refletida em diversas estruturas corporativas, inclusive nas duas principais ferramentas jurídicas em uma estratégia de crescimento via aquisições: o contrato de compra e venda e o acordo de sócios.

Abaixo foram elencadas as principais estruturas identificadas no plano de expansão via aquisições da Lopes, bem como apontadas possíveis formatações de alguns elementos destes instrumentos.

### 2.5.2.1 Pagamento via *earn out*

O mecanismo conhecido como *earn out* é a estrutura que permite que o preço de uma empresa, ou parte dele, seja calculado em momento futuro, em função do atingimento de metas de desempenho.

O mecanismo do *earn out* é comumente utilizado na composição de preços de empresas cuja incerteza relativa aos fluxos de caixa futuros é particularmente maior. Ao se valorizar uma empresa de distribuição de energia elétrica, por exemplo, é razoável assumir que a previsão de resultados e fluxos de caixa futuros possui uma relativa dose de segurança. Por característica, concessionárias de serviço público possuem baixa volatilidade de resultados, pois suas receitas são pouco dependentes de conjuntura econômica, preços (que são regulamentos pelo agente concedente), custos etc. Basta imaginarmos que mesmo em uma situação de crise ou de aumento de preços não reduziremos substancialmente o consumo de energia elétrica em nossos lares. Assim, atribuir um valor, ou

preço, a uma empresa concessionária de energia elétrica baseado no VPL dos fluxos de caixa futuros é uma tarefa relativamente mais simples.

Ao contrário dessa situação, algumas empresas, como as de prestação de serviços, apresentam alta volatilidade de resultados e dependem substancialmente do desempenho das pessoas que as conduzem. Esse era o caso enfrentado pela Lopes em suas aquisições.

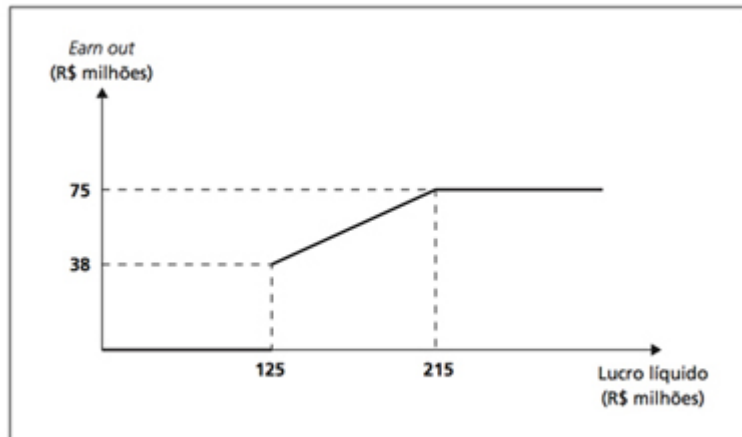
No caso da Lopes, dada a grande incerteza em relação aos fluxos de caixa futuros, conforme descrito anteriormente, estabeleceu-se metas de lucro líquido acumulado ao longo dos 3 anos seguintes à data do fechamento da aquisição. Mais da metade do preço a ser pago estava diretamente relacionado a essa meta, ou seja, quanto mais lucro fosse gerado nos 3 anos, maior seria o valor a ser pago.

O Gráfico 3 ilustra uma fórmula hipotética de cálculo de *earn out* utilizada nas aquisições da Lopes, onde o preço a ser pago está relacionado ao lucro acumulado no prazo de 3 anos imediatamente seguintes à data do fechamento da aquisição.

Note que, se o lucro líquido acumulado no período for menor do que R\$ 125 milhões, não haverá pagamento de *earn out*. Se o lucro líquido for igual a R\$ 125 milhões, o valor do *earn out* será de R\$ 38 milhões. Se o lucro líquido for entre R\$ 125 milhões e R\$ 215 milhões, o valor do *earn out* será diretamente proporcional, como em uma regra de três, até atingir o seu valor máximo de R\$ 75 milhões. É comum que se defina um limite superior, ou *cap*, no valor do *earn out*, visando a evitar que eventos extraordinários imprevisíveis possam distorcer o valor a ser pago, agregando uma dose de incerteza indesejável quanto à magnitude do valor a ser pago em momento futuro.

**Gráfico 3** – Modelo hipotético de *earn out* das aquisições da Lopes

Exemplo de *earn out* como função de lucro líquido acumulado



O principal cuidado a ser tomado na utilização do mecanismo do *earn out* refere-se à medida de desempenho adotada para cálculo do valor a ser pago. É preciso que o contrato que rege o mecanismo defina com muita clareza as regras de cálculo da medida de desempenho e como ela se associa ao valor a ser pago. Essa medida não deve dar margens a diferentes interpretações e dúvidas em relação ao seu valor.

No caso da Lopes, foi utilizada uma medida relativamente simples, qual seja, o lucro líquido contábil acumulado no período de 3 anos. A utilização do lucro líquido, medida contábil padrão, possível de ser verificada por empresa de auditoria independente, elimina o risco de interpretações variadas e a possibilidade de contestação e litígio no momento do pagamento do *earn out*.

Uma limitação à utilização desse mecanismo refere-se ao fato de que o sócio ou acionista vendedor da empresa pode não concordar em ter seu pagamento total ou parcial condicionado a desempenho futuro, quando ele não mais terá o controle e/ou a gestão da empresa. Assim, o mecanismo do *earn out* poderia ser mais utilizado quando o acionista ou sócio vendedor permanece na gestão do negócio durante o período de cálculo de *earn out*.

Outra limitação desse mecanismo é a de que ele elimina a incerteza quanto aos resultados futuros apenas por um período de tempo, 3 anos no caso da Lopes e em geral não mais do que 5 anos. Uma maneira complementar de se alinhar o interesse do vendedor ao bom desempenho futuro da empresa é mantê-lo como sócio ou acionista minoritário da empresa. Com exceção de uma, em todas as demais aquisições realizadas

pela Lopes, os vendedores permaneceram como minoritários, com participações variando entre 25% e 49%. Assim, permaneciam também interessados no bom desempenho do negócio, de onde eles continuariam retirando os dividendos correspondentes às suas participações.

Entretanto, era preciso um mecanismo para que em momento futuro as partes pudessem se assegurar de que não ficariam reféns uma da outra numa relação de sociedade que eventualmente pudesse não ser mais produtiva e harmoniosa. Dessa forma foi preciso um mecanismo que assegurasse uma eventual dissolução da sociedade por vontade de quaisquer das partes, sem que houvesse prejuízo para ambas. Adotou-se então uma estrutura de *Put/Call*, discutida a seguir.

### 2.5.2.2 *Put e Call*

Os termos *Put* e *Call* são utilizados mundialmente, inclusive no Brasil, para se definir uma opção de venda (*put*) ou uma opção de compra (*call*). Uma opção dá ao seu detentor o direito, porém não a obrigação, de executar uma transação de venda (*put*) ou compra (*call*), a um preço previamente estabelecido em contrato, em relação a uma contraparte, numa determinada data ou durante um determinado período.

Opções de compra e venda são utilizadas na estruturação de transações de aquisição para assegurar que os sócios remanescentes no negócio possam dissolver a sociedade, de acordo com regras preestabelecidas, mesmo que não haja consenso sobre os termos da dissolução. Na realidade, o contrato de opção de compra/venda prevê termos previamente acordados entre as partes que devem reger a eventual dissolução da sociedade caso não haja novo entendimento entre as partes sobre os termos da dissolução.

Nas aquisições realizadas pela Lopes, o sócio vendedor de cada empresa adquirida permaneceu como minoritário na sociedade. Os contratos de compra e venda continham uma estrutura de *Put/Call* para lidar com essa participação minoritária. Passado o período de medição do lucro líquido para efeito de cálculo do *earn out*, a Lopes passava a ter uma opção de compra (*call*) da participação do sócio minoritário, ao mesmo tempo em que este passava a ter uma opção de venda (*put*) de sua participação remanescente para a Lopes.

Opções de compra e venda prevêm um preço de exercício preestabelecido. No caso da Lopes, utilizou-se uma metodologia bastante

comum para se definir o preço de exercício das opções, ou seja, o preço que deveria ser pago ao sócio minoritário, tanto na *call* como na *put*. O preço a ser pago pela participação remanescente do sócio minoritário seria calculado como um múltiplo predefinido do lucro líquido contábil apurado no período de 12 meses imediatamente anteriores ao exercício da opção. Em geral, nesses casos, o preço de exercício da opção de compra (*call*) é maior do que o da opção de venda (*put*). Ou seja, o referido múltiplo é maior para a opção de compra do que para a opção de venda. No caso da Lopes, os múltiplos em relação ao lucro líquido no caso da opção de compra eram em média 7x, enquanto para a opção de venda eram de 3x.

### **Quadro 3 – Cláusulas de “*put/call*”**

Exemplo hipotético de enunciado em que o “Cessionário” é o comprador de participação majoritária na empresa do “Cedente”, referida aqui como “Sociedade”

1.0 Após 48 meses, o cedente terá o direito de ceder para o Cessionário e este estará obrigado a adquirir a totalidade das quotas de titularidade de cedente remanescente no capital social da Sociedade ( <i>Put</i> ).
1.1 Em contrapartida, o Cessionário também terá o direito de adquirir e o cedente estará obrigado a ceder a totalidade das quotas de titularidade do cedente remanescente no capital social da Sociedade ( <i>Call</i> ).

#### **2.5.2.3 Drag along e tag along**

O *drag along* e o *tag along* também são muito utilizados em sociedades onde existem um ou mais sócios minoritários.

O *drag along* dá o direito ao sócio que decidir vender sua participação societária a um terceiro exigir que um ou mais sócios também o façam, nas mesmas condições. De acordo com Chemla, Habib e Ljungqvist (2004, p.



27)<sup>2</sup>, caso o acionista venda sua participação a um investidor externo, o direito de *drag along* concede àquele investidor externo comprar as ações de todos os outros acionistas pelo mesmo preço e nas mesmas condições oferecidas ao primeiro acionista. O direito de *drag along* pode ser visto como uma opção de compra condicional concedida ao investidor externo.

Em geral, o sócio ou acionista majoritário é quem possui direito de *drag along* em relação aos minoritários, pois, se ele desejar vender a empresa, poderá fazê-lo obrigando os demais a acompanhá-lo, de modo que o comprador possa adquirir 100% do capital.

Já o *tag along* é uma proteção ao minoritário, que terá o direito de vender sua participação conjuntamente com o sócio majoritário, nas mesmas condições, caso aquele o faça. O racional por trás do *tag along* é que o minoritário deve ter o direito de decidir se quer permanecer ou não na sociedade que terá um novo sócio majoritário. Se decidir por não permanecer, deve ter o direito de venda nas mesmas condições que o sócio majoritário, e não em condições menos favoráveis pelo fato de ele ser minoritário na sociedade. Por exemplo, o comprador da participação majoritária poderia aceitar pagar um prêmio de controle ao sócio majoritário e oferecer um preço menor ao sócio minoritário. O mecanismo de *tag along* inibe essa situação.

De acordo com Chemla, Habib e Ljungqvist (2004, p. 27)<sup>3</sup>, direitos de *tag along*, ou contratos de venda conjunta (*co-sale agreements*), aplicam-se na situação em que um determinado acionista decide vender sua participação a um investidor externo. Nesse caso, o *tag along* concede aos outros acionistas o direito de requerer que o investidor externo compre também suas respectivas participações pelo mesmo preço e mesmas condições oferecidas ao primeiro acionista vendedor. Direitos de *tag along* podem ser vistos como opções de venda condicionais concedidas a todos os acionistas.

#### **Quadro 4** – Cláusulas de Tag Along e Drag Along

Exemplos hipotéticos constante em acordo de sócios



### *Tag Along*

1.0 Caso o sócio majoritário deseje vender suas quotas na Sociedade para qualquer terceiro, o sócio minoritário terá direito de exigir que tal venda inclua as suas quotas (*Tag Along*), hipótese em que a venda ao potencial comprador incluirá tanto as quotas do sócio majoritário quanto as quotas do sócio minoritário.

1.1 O sócio majoritário deverá encaminhar a oferta de compra do terceiro ao sócio minoritário em até 10 (dez) dias de seu recebimento, indicando todas as condições comerciais e financeiras da compra em potencial.

1.2 O sócio minoritário terá 10 (dez) dias para exercer seu direito de *Tag Along*, caso contrário, o sócio majoritário estará livre para alienar suas quotas para o terceiro nas condições referidas na oferta por um prazo de até 90 (noventa) dias.

1.3 Caso o sócio minoritário permaneça na sociedade, as partes comprometem-se a fazer com que os novos sócios assinem o presente Acordo de Sócios.

### *Drag Along*

2.0 Se o sócio majoritário receber proposta de compra de 100% das quotas da Sociedade, o sócio minoritário terá a obrigação de vendê-las ao proponente nas mesmas condições fixadas para o sócio majoritário (*Drag Along*), desde que seja respeitado o valor mínimo pactuado na opção de compra (*Call*).

2.1 O sócio majoritário deverá encaminhar a Oferta de Compra ao sócio minoritário em até 10 (dez) dias de seu recebimento, indicando todas as condições comerciais e financeiras da compra em potencial.

2.2 O sócio minoritário terá 10 (dez) dias para exercer seu direito de

2.2 O sócio minoritário terá 10 (dez) dias para exercer seu direito de venda (*Put*), conforme definido no Contrato de Cessão de Quotas, caso contrário, o sócio majoritário estará livre para alienar conjuntamente suas quotas e as do sócio minoritário para o terceiro nas condições referidas no art. 2.º. 2.º.4 **Direito de preferência** (noventa) dias.

3.0 O exercício da Opção de *Tag Along* e/ou *Drag Along* será incondicional e irrevogável e todos os custos e despesas incorridos na preparação e realização da venda, inclusive honorários advocatícios e de outros profissionais, serão rateados pelos Sócios proporcionalmente ao número de ações efetivamente vendidas por eles. O direito de preferência prevê que o sócio que queira vender sua participação deverá notificar o sócio que detém o direito de preferência, dando um

prazo, em geral de 30 dias, para se manifestar sobre se quer ou não adquirir a participação do sócio vendedor nas mesmas condições sendo oferecidas pelo terceiro. O sócio vendedor deverá ter uma oferta firme, de comprador identificado, com condições de preço e prazo de pagamento bem definidas, para que o sócio que possui o direito de preferência possa analisar e decidir se quer exercê-lo.

De acordo com Chemla, Habib e Ljungqvist (2004, p. 26)<sup>4</sup>, o direito de preferência prevê que o acionista que ofereceu vender suas ações a um investidor externo a determinado preço deve oferecer suas ações, ao mesmo preço, aos outros acionistas. Se os outros acionistas recusarem tal oferta, o primeiro acionista fica então livre para vender suas ações ao investidor externo.

A cláusula que define o direito de preferência pode exigir que o sócio que exercê-lo deverá provar condições financeiras para realizar o negócio, de modo que o vendedor não perca uma chance de venda a um terceiro e posteriormente não possa concluir o negócio por falta de condições de pagamento daquele que exerceu o direito de preferência. Essa prova ou garantia de capacidade de pagamento pode ser uma fiança bancária.

#### **Quadro 5 – Cláusula de direito de preferência**

Exemplo hipotético de situação em que existem também o *drag along/tag along* e o mecanismo de *put/call*

1.0 A parte que desejar alienar sua participação a terceiros deverá dar preferência ao outro sócio, para que, no prazo de 30 (trinta) dias, adquira as quotas em igualdade de condições com terceiros. Para tanto, a parte ofertante deverá apresentar proposta firme de aquisição de terceiro, acompanhada de laudo de avaliação elaborado por empresa idônea de reputação (banco de investimento, por exemplo).

1.1 O pagamento do preço deverá ser em dinheiro e, se a prazo, deverá ter garantia bancária. Caso a parte ofertada não exerça o direito de preferência, a parte ofertante estará livre para realizar a venda (exceto se houver exercício de *Put* e *Call* ou *Tag Along* e *Drag Along*), no prazo de 30 (trinta) dias seguintes; e findo o qual, nova notificação de direito de preferência deverá ser realizada.

#### 2.5.2.5 Garantias de pagamentos futuros

O mecanismo de *earn out* pressupõe um pagamento futuro, cujo valor exato nem sequer está determinado. Como em qualquer situação de existência de pagamento futuro, é comum e razoável que o vendedor exija garantias a esse pagamento. Em situações em que a empresa adquirida, ou a própria adquirente, possui ativos tangíveis, como máquinas, equipamentos e imóveis, por exemplo, torna-se relativamente mais simples de se constituir uma garantia, que pode ser um ou mais desses ativos.

Quando o pagamento futuro é devido em prazo relativamente curto, um ou dois anos, é comum a utilização de fiança bancária, ou seja, o promitente pagador compra de um banco uma fiança para que este garanta seu pagamento em caso de inadimplemento. Das garantias de pagamento que podem ser utilizadas em aquisições de empresas, a fiança bancária é considerada a mais forte, ou seja, a mais desejável pelos vendedores. Entretanto, fianças bancárias são precificadas de acordo com seu prazo de validade, ou prazo de cobertura. Em geral, paga-se um percentual do valor

garantido para cada ano de vigência da fiança. Sendo assim, se o pagamento tiver que ser realizado num prazo mais longo, 3 anos ou mais, é provável que o custo da fiança para cobrir o prazo integral inviabilize o negócio. Ademais, uma fiança bancária nada mais é do que um crédito concedido ao seu comprador, o afiançado, e seu preço será fortemente afetado pelas características creditícias dele. Empresas prestadoras de serviço, que não possuem ativos tangíveis e cujos fluxos de caixa futuros são sujeitos a altas volatilidades, têm de pagar um preço relativamente alto para comprar uma fiança bancária garantidora de pagamentos futuros.

Como alternativa à utilização de fiança bancária ou garantia de ativos, pode-se utilizar o penhor de quotas ou ações, ou seja, as próprias quotas ou ações adquiridas são dadas como garantia de pagamento, de tal forma que, caso haja o inadimplemento, aquelas quotas ou ações retornam à propriedade do sócio ou acionista vendedor. A grande limitação desse mecanismo, que causa rejeição por parte do vendedor à sua utilização, é que uma vez que o vendedor não tem mais o controle sobre a empresa que vendeu, ele perde também o controle sobre o valor das quotas ou ações que alienou. Ou seja, ao alienar o controle, e portanto a gestão, da empresa, o vendedor não tem mais a certeza de que suas quotas ou ações, ora alienadas, terão o mesmo valor caso as receba de volta por inadimplemento. Em uma empresa prestadora de serviços, que não possui ativos tangíveis relevantes, essa situação torna-se ainda mais grave, pois é ainda mais fácil que o adquirente destrua completamente o valor da empresa por má gestão, destruindo também o valor das quotas ou ações adquiridas e dadas como garantia contra eventual inadimplemento.

Apesar de todas as dificuldades de se constituir garantias numa empresa de serviços, a Lopes, por sua reputação e pelo fato de ser companhia de capital aberto que teria muito a perder em caso de seu inadimplemento, foi bem-sucedida em negociar o penhor de quotas como garantia de suas aquisições.

### **Quadro 6 – Cláusula de garantia**

Exemplo hipotético por meio de penhor de quotas

1.0 Como garantia para o pagamento das parcelas previstas e do valor mínimo previsto para as quotas, totalizando o valor de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), na Data de Fechamento, será estabelecido penhor de 75% (setenta e cinco por cento) das quotas que o Cessionário deterá na Sociedade, na forma do Contrato de Penhor de Quotas.

1.1 O Cessionário compromete-se a complementar a garantia de forma a manter durante a vigência do presente contrato o percentual de 75% (setenta e cinco por cento) das quotas em penhor em favor do Cedente. O Cessionário poderá, a qualquer tempo, substituir a garantia por uma garantia bancária relativa ao saldo a pagar ao Cedente.

#### ***2.5.2.6 Não concorrência***

Uma das coisas que se pode buscar ao se adquirir uma empresa é contar com sua equipe de gestão. Conforme discutido anteriormente, a Lopes, como prestadora de serviços, realiza uma atividade fundamentalmente baseada no desempenho das pessoas. De nada vale a empresa em si se não for pelos seus líderes, equipes de vendas e relacionamentos comerciais com incorporadores para quem ela realiza a atividade de intermediação de vendas. Portanto, nas aquisições da Lopes, era fundamental manter a liderança e as pessoas-chave nas empresas adquiridas, realizando seu trabalho e mantendo a geração de valor. A estrutura das aquisições foi concebida com este objetivo, com a manutenção do empreendedor como sócio minoritário e o mecanismo de *earn out*. Entretanto, findo o período do *earn out*, o sócio minoritário poderia sair da sociedade, sendo que para isso já havia até a estrutura de *put/call* prevista em contrato.

Para remediar uma possível situação em que o empreendedor adquirido pudesse oferecer concorrência à Lopes, foi elaborada uma cláusula de não concorrência, prevendo que, enquanto o sócio vendedor detivesse participação societária minoritária na sociedade, não poderia desenvolver,

em território nacional brasileiro, nenhum tipo de atividade, direta ou indiretamente, que fosse concorrente ou relacionada às atividades da sociedade. O prazo de vigência final desta obrigação era, em geral, de sete anos após o empreendedor deixar de ser sócio ou administrador da sociedade, o que ocorresse por último.

## 2.6 Conclusão

A intenção deste artigo não é criar um guia de ferramentas em um processo de crescimento via aquisições. Isso demandaria anos de estudo e culminaria na criação de um manual que, entretanto, devido à dinâmica do mercado de Fusões e Aquisições, inevitavelmente estaria desatualizado em instantes.

O propósito deste artigo é permitir que os profissionais de Direito e de Finanças percebam a forte relação entre os dois campos, desenhando uma conclusão que evidencie uma relação lógica entre os instrumentos legais e financeiros que viabilizam o crescimento de uma empresa.

Especificamente para os profissionais do Direito, resta clara a importância em se entender o porquê e como as empresas crescem para se desenhar as estruturas contratuais pertinentes.

No caso em questão, identificamos em um estudo de caso que o mercado de atuação de uma empresa, bem como suas próprias características, é determinante para a escolha das ferramentas contratuais pertinentes para o atingimento dos objetivos financeiros traçados pela administração de uma empresa.

## REFERÊNCIAS

- ALLEN, James; ZOOK, Chris. **Growth Outside the Core**. Boston: Harvard Business Review, 2003.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Principles of Corporate Finance**. 4. ed. McGraw-Hill Companies, 1991.



BRUNI, Adriano Leal. **Estatística aplicada à gestão empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

CHEMLA, Gilles; HABIB, Michel; LJUNGQVIST, Alexander P. **An Analysis of Shareholder Agreements**. London: Ricafe, 2004.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson, 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

HORN, John; LOVALLO, Dan; VIGUERIE, Patrick; UHLANER, Robert. **Making Smart Acquisitions**. Boston: Harvard Business Review, 2007.

JAFFE, Jeffrey; ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES (LPS Brasil – Consultoria de Imóveis). **Prospecto definitivo de distribuição pública de ações ordinárias de 14 de dezembro de 2006**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

SOUZA, Acilon Batista. **Projetos de investimento de capital**. São Paulo: Atlas, 2003.

*1 Expand along the value chain. This is one of the most difficult adjacency moves. De Beers extended its diamond business from wholesaling into retailing. Grow new products and services. IBM moved into global services, which now constitutes 50% of the company's revenue and pretax profits. Use new distribution channels. EAS, a leading sports supplement company, made minor changes in formulation, packaging, and celebrity sponsorship of its Myoplex sports bar and moved from a niche position in specialty nutrition stores to become the leader in its category, selling to Wal-Mart. Enter new geographies. Vodafone expanded from the UK to Europe, the United States, and Japan. Address new customer segments, often by modifying a proven product or technology. Charles Schwab expanded its advisory services for discount brokerage customers to target high-net-worth individuals. Move into the "white space" with a new business built around a strong capability. This is the rarest and most difficult adjacency move to pull off. American Airlines created the Sabre reservation system, a spin-off now worth more than the airline itself. Sabre, in turn, went on to create a new business adjacency of its own in the online travel agent Travelocity.*

2 *In case a shareholder sells his stake to an outside investor, drag along rights grant the investor the right to buy out the other shareholders' stakes at the same price and on the same terms as the first shareholder's stake. Drag-along rights can be viewed as conditional call options granted the outside investor.*

3 *Tag-along rights (or co-sale agreements): In case a shareholder sells his stake to an outside investor, tag-along rights grant the other shareholders the right to require the outside investor to buy these shareholders' stakes at the same price and on the same terms as the first shareholder's stake. Tag-along rights can be viewed as conditional put options granted all shareholders.*

4 *Right of first refusal: A shareholder offered to sell his shares to an outside investor at some price is required to offer his shares to the other shareholders at the same price. If the other shareholders decline, the first shareholder is free to sell his shares to the outside investor.*

# 3 A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES NA INSTRUÇÃO N. 361: O PAPEL DO ADVOGADO PARA UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO INFORMADA

*Gustavo Grebler*

*Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; Mestre (LLM) pela University of Pennsylvania Law School; pós-graduação em Economia e Direito de Empresas pela Fundação Getulio Vargas (FGV), além de extensão pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC em Avaliação de Empresas e Análise de Investimentos; graduado em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG); atuou como advogado internacional, em Nova York, no Greenberg Traurig LLP; atualmente é advogado da Planner Corretora de Valores Mobiliários; integra o International Securities Regulations Committee da International Law Association, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI.*

## **3.1 Introdução**

A oferta pública de ações (“OPA”) encontra-se principalmente regulada nos arts. 4º, 254-A e 257 a 263 da Lei n. 6.404/76 e regulamentada na Instrução CVM n. 361/2002 expedida pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em atualização no momento em que este artigo é redigido.

Sob o aspecto formal, o instituto corresponde ao processo pelo qual os acionistas de uma companhia aberta recebem proposta de compra e venda de suas ações, indistinta e impessoalmente disseminada no mercado, efetuada por terceiro não relacionado, por outro acionista ou, ainda, pela administração da própria companhia.

Sob o aspecto substancial, o instituto corresponde ao processo de avaliação mútua de ativos<sup>1</sup> destinado a possibilitar uma decisão informada pelas partes sobre a conveniência de transferi-los entre si. Nela, acionistas

receptores da oferta (“Ofertados”) contemplam transferir a propriedade sobre os fluxos de recebíveis futuros gerados pela Companhia cujas ações detém. De seu lado, o proponente da OPA (“Ofertante”) contempla transferir sua disponibilidade pecuniária imediata, ou mesmo outros valores mobiliários, que entende de valor correspondente. No curso deste processo, a determinação do valor constitui a questão fundamental.

Os advogados são os profissionais responsáveis por assegurar que o processo transcorra de forma válida, formal e substancialmente. O artigo presente preocupa-se exclusivamente com os aspectos substanciais. O objetivo é instruir e preparar profissionais do direito para o aconselhamento de clientes em substância e permitir que suas considerações contribuam para a consistência da operação contemplada. Se bem-sucedido, o artigo deverá proporcionar aos advogados informações sobre como mitigar o risco de contestação, ou contestação e invalidação da OPA e, desta forma, reduzir, na extensão possível, o desvio entre o resultado estimado por seu cliente e o resultado verificado após a conclusão da operação. O artigo funda-se na premissa de que juízo adequado exercido *ex ante* apresenta resultados melhores que correções de procedimentos *ex post*.

O autor esclarece que o artigo não se destina e não aborda discussões de natureza acadêmica sobre as metodologias aplicadas e não pretende esgotar o universo de metodologias disponíveis. Conforme dito, seu objetivo consiste em instruir e foi especificamente preparado em resposta à solicitação neste sentido. Assim, o artigo informa as metodologias usualmente adotadas pela comunidade financeira com o propósito de ensino e mencionadas na Instrução CVM n. 361/2002. A linguagem e teor aqui presentes refletem o propósito estabelecido, e os elementos, cuja complexidade comprometeriam este objetivo, foram propositadamente dispensados.

A Instrução CVM n. 361/2002 estabelece, no art. 8º, §§ 3º e 4º, que o laudo contendo a avaliação das ações da Companhia objeto de uma OPA deverá conter:

Art. 8º (...)

§ 3º O laudo de avaliação indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte:

I. preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;

II. valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;

III. valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela *regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente*;

IV. valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos anteriores;

V. declaração do avaliador:

a. quanto à quantidade de ações de emissão da companhia objeto de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária;

b. sobre o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que lhe pareça mais adequado à definição do preço justo, se for o caso;

c. de que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;

d. do custo do laudo de avaliação; e

VI. as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas.

§ 4º O laudo de avaliação poderá avaliar a companhia em uma faixa de valores mínimo e máximo, desde que a diferença entre tais preços não ultrapasse 10% (dez por cento).

O princípio emanado pela Instrução CVM n. 361/2002 consiste, na visão do autor, em nivelar as condições para a tomada de uma decisão refletida e informada sobre a troca de valor proposta por meio da OPA, assegurando aos Ofertados elementos mínimos para o exercício de seu juízo. Em essência, o referido princípio busca assegurar transparência ao juízo de valor desempenhado pela instituição avaliadora sobre as ações da Companhia objeto da OPA.

A transparência sobre o custo da avaliação, presente no art. 8º, § 3º, V, *d*, revela os incentivos existentes sobre os serviços prestados. O objetivo consiste em assegurar um valor de mercado para o serviço, visto que somente este se justifica. Honorários profissionais incompatíveis com os patamares praticados no mercado sugerem a existência de incentivos não alinhados com a elaboração do laudo de avaliação. As declarações relacionadas no art. 8º, § 3º, V, *a* e *c*, expõem eventual existência de incentivo que reduza a imparcialidade demandada em um processo de avaliação.

O intervalo de preço, denominado faixa de valores mínimo e máximo, previsto no art. 8º, § 4º, revela a impossibilidade de delimitação estreita, confiável, sobre o preço das ações, no estágio atual da técnica financeira moderna. Com a permissão de que o valor situe-se dentro de um intervalo, na Instrução CVM n. 361/2002 correspondente a 10%, o procedimento ganha em confiabilidade.

As demais informações destinam-se a revelar o valor fundamental dos ativos em relação aos quais os Ofertantes e Ofertados são chamados a exercer seu juízo crítico e a expor, de maneira itemizada, os elementos que formaram o preço objeto da oferta. O conhecimento sobre os elementos que formaram o preço ofertado permite que o juízo dos Ofertantes, bem como dos Ofertados, seja desempenhado de maneira informada, e o processo de barganha e a “precificação” dos ativos se verifique, tanto quanto possível, em observação de seu valor fundamental.

O artigo trata das duas metodologias citadas na Instrução CVM n. 361/2002, que constituem as metodologias frequentemente adotadas. O Capítulo I analisa a metodologia de avaliação por meio de fluxos de caixa descontados e chama a atenção para o papel do advogado neste procedimento. O Capítulo II analisa a metodologia de avaliação por meio da comparação com múltiplos do mercado e igualmente aponta ao advogado os elementos com que deva ter atenção. Como reforço da importância do papel do aconselhamento jurídico, de substância, no procedimento de OPA, o autor colacionou aspectos em que a avaliação sobre o valor das ações de Companhia foi submetida às Cortes de Delaware, cujas decisões somente têm a contribuir para o aprendizado dos profissionais em nosso mercado.

## **3.2 As metodologias adotadas na Instrução n. 361/2002**

O mercado analisa os fundamentos de longo prazo para a determinação do valor econômico das ações de uma Companhia. A principal metodologia de se aferir tal valor consiste em fluxos de caixa descontados, adotados em larga escala pelo mercado no processo de determinação do valor econômico das ações de uma Companhia em funcionamento. Sua larga utilização é retratada no reconhecimento pelas Cortes de Delaware, nos Estados Unidos da América, de que a metodologia constitui o principal mecanismo a ser utilizado.

A segunda metodologia para determinação de uma Companhia em funcionamento, mencionada na Instrução CVM n. 361/2002, consiste na avaliação por múltiplos de mercado. Seu mérito reside em fornecer referenciais sólidos, extraídos do mercado relevante em que a Companhia está situada.

A diversidade de metodologias possui o objetivo de contribuir para a redução do risco na estimativa. (BRUNER, 2004, p. 3). Elas percebem graus de risco de origem distinta e por esse motivo diversificam as premissas sobre as quais se edifica a determinação do valor econômico das ações. Apesar da impressão que se poderia ter, a disparidade de resultados apresentada pelas metodologias serve para reduzir o risco inerente às metodologias (por exemplo, o valor de liquidação da Companhia percebe valor em Companhias com abundância de ativos fixos em relação a seu valor econômico, como as Companhias farmacêuticas ou aeronáuticas, e percebe pouco valor em Companhias predominantemente dependentes de seu potencial de crescimento, como a maior parte das Companhias de informática).

A pesquisa foi feita a partir dos laudos de avaliações das OPAs ocorridas entre 1<sup>o</sup> de janeiro de 2005 e 1<sup>o</sup> de junho de 2010, obtidos na página da rede mundial de computadores da CVM. A amostra foi composta por 91 Companhias, sendo que 7 companhias foram desconsideradas, pois o laudo não estava disponível no *site*. Nesse sentido, o levantamento indicou que

companhias empregaram, em média, aproximadamente três métodos de avaliações para se chegar ao preço justo.

A ausência de restrição à diversidade de metodologias na Instrução n. 361/2002 contribui para que se atinja o objetivo de gerar uma ordem de grandeza confiável aos acionistas: diversidades de características das Companhias podem validamente justificar a utilização de metodologias diversas para que se chegue a um julgamento de valor.

### 3.2.1 A metodologia de fluxos de caixa descontado

A metodologia funda-se no pressuposto de que o valor econômico de qualquer ativo em funcionamento pode ser estabelecido pelo cálculo do valor presente nos benefícios gerados pelo ativo avaliado, subtraídos de taxa calculada, para refletir a percepção de risco associado pelo mercado aos referidos ativos. (BREALEY; MYERS, 2007).

Uma Companhia em funcionamento corresponde a conjunto de ativos tangíveis e intangíveis coordenados sob a forma dos projetos que detém, e conseqüentemente, a metodologia possui igual aplicabilidade a projetos isolados e a Companhias.

O advogado deve ter em mente três de seus componentes fundamentais:

- (i) os fluxos de caixa;
- (ii) o custo de oportunidade;
- (iii) a taxa de crescimento esperada para as atividades operacionais no futuro.

Os componentes e sua relevância para o operador jurídico encontram-se descritos ao longo deste artigo.

#### 3.2.1.1 *Os fluxos de caixa*

O princípio aqui observado consiste em mensurar os fluxos de caixa disponíveis aos acionistas da Companhia que sejam sustentáveis.

A OPA consiste em uma oferta de transferência mútua de ativos entre partes localizadas em extremidades opostas. Os Ofertados avaliam se desejam transferir aos Ofertantes o direito aos fluxos de caixa futuros a que a titularidade das ações lhes confere. Os Ofertantes propõem transferir aos Ofertados o valor que entendem refletir adequadamente o preço desses fluxos de caixa. Porque possui o condão de determinar o sucesso ou o



insucesso da operação, o valor dos fluxos de caixa assume importância fundamental.

Os fluxos monetários em uma Companhia percorrem um trajeto circular. Ingressam na Companhia sob a forma de investimento na atividade operacional, e a atividade operacional da Companhia gera novos fluxos destinados a remunerar o capital recebido. Na medida em que a Companhia for capaz de remunerar os fluxos recebidos em taxas superiores às que estes obteriam em oportunidades semelhantes, ela não terá escassez de financiamento.

A Companhia possui duas alternativas para financiar suas atividades operacionais: pode financiar-se por meio de investimento sob a forma de ações, hipótese em que a Companhia terá somente acionistas, ou financiar-se por meio da combinação entre o investimento sob a forma de ações e o investimento sob a forma de dívida. Nessa hipótese, a Companhia terá acionistas e credores.

A OPA constitui uma oferta de aquisição de ações da Companhia. Em uma Companhia financiada somente por ações, a oferta poderá envolver a universalidade dos investidores da Companhia. O Ofertante poderá dirigir a oferta aos detentores de determinada classe de ações e, ainda, o que é comum, à aquisição de determinado potencial desta classe. Neste caso, todos os fluxos de caixa disponíveis terão um único destino: responder pelo investimento em ações da Companhia. Ao calcular os fluxos de caixa totais disponíveis para a Companhia, o Ofertante obterá os fluxos de caixa totais disponíveis para os acionistas.

Em uma Companhia financiada pela combinação de ações e por dívida, a oferta será dirigida somente à parte dos investidores na Companhia, constituída pelos acionistas, sem abranger os credores. Em contraste com a hipótese anterior, os fluxos de caixa disponíveis terão dois destinos: responder pelo investimento feito em ações da Companhia e responder pela dívida contraída pela Companhia. Neste caso, o Ofertante deverá excluir os fluxos de caixa disponíveis que seriam destinados aos credores, porque não os receberá, de forma a determinar os fluxos de caixa que seriam destinados às ações da Companhia e que a OPA lhe dará direito a perceber.

Portanto, para que Ofertantes e Ofertados possam exercer um juízo informado sobre a adequação da OPA, a determinação do valor dos fluxos

de caixa possui papel central e os fluxos de caixa devem ser limitados ao valor que os acionistas teriam direito a perceber, visto que o Ofertante não terá direito, por meio da OPA, ao recebimento dos valores destinados a credores da Companhia.

Entre a geração de receita pela Companhia e a remuneração do investimento efetuado pelos acionistas e credores da Companhia, parte da receita gerada é utilizada com desembolsos destinados a manter a Companhia em busca da realização de seu objetivo social, que compreende os projetos em andamento e os projetos futuros contemplados. Ocorre que os fluxos de caixa gerados pela Companhia na consecução de seu objetivo social não são gerados de forma sustentável indefinidamente, porque estes se sujeitam ao desgaste e obsolescência dos ativos, e porque os fluxos de caixa disponíveis e previstos nas oportunidades de crescimento futuras demandam que a Companhia invista na aquisição dos novos ativos. Assim, a parte da receita destinada não está livre, mas comprometida com tal propósito.

Outra parcela da receita é redirecionada para o pagamento dos tributos incorridos no desempenho das atividades operacionais subjacentes aos referidos projetos.

Por fim, parte da receita é redirecionada ao pagamento dos credores da Companhia, que emprestaram fundos à Companhia para que os projetos fossem, parcial ou integralmente, colocados em andamento.

As parcelas da receita retidas pela Companhia para a manutenção e avanço das atividades operacionais não serão recebidas pelos acionistas e, portanto, não darão direito ao Ofertante ao recebimento de fluxos de caixa. Como não conferem direito ao Ofertante a fluxos de caixa, não há valor a ser atribuído às mesmas, e tais parcelas devem ser excluídas do cálculo.

O desgaste e obsolescência citados impactam os fluxos de caixa de forma adicional à demanda por investimento em manutenção, reposição e atualização dos ativos. Nas demonstrações financeiras da Companhia, esses ativos serão depreciados, para refletir a perda de valor usualmente associada à idade do ativo, pela obsolescência e pela redução do preço que o ativo teria, se vendido no mercado. O objetivo em depreciar tais ativos consiste em reduzir o valor dos tributos pagos pela Companhia (isto é, o tributo incide sobre uma base composta pelo valor dos ativos, e, assim, toda

redução no valor dos ativos resulta em redução no valor final dos tributos eventualmente devidos).

Entretanto, deve-se ter atenção com o fato de que os ativos adequadamente mantidos possuem a capacidade de gerar fluxos de caixa estimados idênticos aos fluxos de caixa já obtidos pela Companhia. Quando a receita utilizada como base para o cálculo dos fluxos de caixa for reduzida para fins de redução da tributação, isto é, na parcela correspondente à depreciação dos ativos, a receita deverá ser acrescida novamente dos valores correspondentes à tributação de forma a refletir os fluxos de caixa a que os provedores de capital, de fato, possuem direito. Caso contrário, a redução da receita ocasionaria uma diminuição irreal dos fluxos de caixa disponíveis aos provedores de capital da Companhia.

Uma vez concluído o procedimento acima, os fluxos restantes corresponderão aos fluxos de caixa livres, assim denominados porque correspondem aos fluxos de caixa disponíveis para pagamento do investimento feito pelos provedores de capital na Companhia (“FCL”).

O advogado observará, com frequência, a determinação do valor das ações feita por meio do cálculo dos fluxos de caixa livres para pagamento a todos os provedores de capital da Companhia. O advogado também observará, com frequência, a determinação do valor das ações feita por meio do cálculo dos fluxos de caixa livres somente para os acionistas da Companhia.

Os fluxos de caixa livres para os provedores de capital da Companhia são denominados fluxos de caixa livres da Companhia (FCLC). A denominação advém de sua correspondência aos fluxos de caixa que a Companhia detém para efetuar pagamento a todos os provedores de capital.

Os fluxos de caixa livres para os provedores de capital da Companhia sob a forma de ações são denominados fluxos de caixa livres disponíveis para os acionistas (FCLA). A denominação, nesse caso, advém da segregação do cálculo somente aos fluxos destinados à remuneração dos acionistas.

O critério adotado na escolha entre FCLA<sup>2</sup> ou FCLC consiste no grau de consistência que se pode conferir aos fluxos de caixa estimados. A consistência destes, por sua vez, constitui função das conclusões que as características da Companhia permitem que sejam obtidas.

As Companhias acentuadamente financiadas por meio de dívida justificam que a determinação de valor seja feita por meio de FCLC<sup>3</sup>. As Companhias acentuadamente financiadas por meio de dívida possuem uma parcela significativa destinada ao pagamento de juros. Em consequência, os fluxos de caixa livres da Companhia serão, de forma correspondente, reduzidos em uma parcela substancial e podem, por vezes, apresentar fluxos de caixa negativos no período. À parcela dos fluxos de caixa da Companhia utilizados para o pagamento dos credores da Companhia, corresponderá certa dificuldade para a estimativa dos fluxos de caixa disponíveis para os acionistas, pois demandarão a realização de juízos de valor sobre informações não objetivas em maior número. Por corolário, a estimativa apresentará maior possibilidade de desvio dos resultados verificados.

A determinação por meio do FCLA poderá ser preferível se a estrutura de capital da Companhia for estável, por ser mais direto e simples que o FCLC. (STOWE, 2007, p. 110). Na hipótese de cálculo embasado no FCLA, o pagamento de juros, após a tributação, será deduzido do cálculo.

Na hipótese de a Companhia vir a utilizar o FCLC, o valor da dívida será subtraído em momento posterior, em valores de mercado. Após subtração, o resultado corresponderá ao fluxo de caixa disponível para os acionistas da Companhia.

A Companhia poderá utilizar o valor dos dividendos ou o valor dos fluxos de caixa livres para estimar o valor das ações da Companhia. Alguns analistas, que defendem seu uso, entendem que os dividendos são menos voláteis que a receita e que tal estabilidade torna as projeções menos sensíveis a flutuações não relacionadas com o valor intrínseco das ações.

Em teoria, o cálculo efetuado por meio de dividendos e fluxos de caixa livres deveria apresentar o mesmo resultado. Entretanto, a determinação de valor por meio de dividendos deve observar que determinadas Companhias não pagam dividendos. Neste caso, a determinação de valor dependerá de juízo de valor subjetivo sobre quando a Companhia iniciará o pagamento de dividendos a seus acionistas. Aplicar o modelo de dividendos para Companhias que não os distribuem implica uma estimativa no momento inicial do pagamento de dividendos, bem como da magnitude dos dividendos futuros. Companhias que não pagam dividendos no horizonte previsível podem utilizar o modelo, mas a ausência de dados preexistentes

sobre o momento ou a magnitude do investimento fazem com que tal não seja recomendável.

Em geral, o modelo de dividendos não deve ser utilizado se a Companhia não paga dividendos (STOWE, 2007) ou se a política de dividendos não permite relação clara com o retorno gerado pela Companhia. Sob a perspectiva do acionista que optar por avaliar seu investimento, os fluxos de caixa que ele obterá corresponderão aos dividendos pagos sobre suas ações e o valor da ação no momento em que este puder negociá-la no mercado. Entretanto, os dividendos derivam de uma decisão de pagamento da administração e esta prefere administrar os dividendos, elevando-os gradualmente de forma a não ter de cortá-los futuramente. É comum que os dividendos sejam elevados vagarosamente ainda que a rentabilidade esteja se elevando rapidamente, bem como que os dividendos sejam mantidos, ainda que a rentabilidade esteja declinando. No intervalo em que o valor dos dividendos não corresponda aos resultados da Companhia, a venda das ações por valor determinado por este modelo não proporcionará o pagamento do valor integral a que a titularidade das ações dá direito.

### *3.2.1.2 O custo de capital*

O princípio consiste em mensurar o retorno que um investidor médio no mercado poderia obter por meio de investimentos em ações de Companhias com fundamentos semelhantes.

Toda decisão de investimento no mercado de ações deve ser governada por uma avaliação consistente sobre a possibilidade de os fundos desembolsados retornarem ao provedor de capital, acompanhado de prêmio que compense o risco associado ao desembolso e à transferência dos valores a terceiro.

Em um ambiente competitivo como o mercado acionário, o provedor de capital deve efetuar o investimento se, e somente se, a estimativa sobre os fluxos monetários a serem obtidos em contrapartida for igual aos fluxos monetários que o provedor de capital poderia obter em investimento alternativo de riscos comparáveis. Em uma decisão de investimento consistente, provedores de capital que possam obter mesma contrapartida monetária em investimento associado a riscos inferiores direcionarão seu capital a outro tomador.

Para que possa se financiar, a Companhia listada no mercado aberto deve preocupar-se em proporcionar ao investidor de suas ações o retorno que este poderia obter se optasse por efetuar o investimento em ações de Companhias sujeitas a riscos comparáveis, ou será preterida em face de suas concorrentes.

Portanto, a Companhia precisa oferecer ao investidor determinada contrapartida financeira para obter o capital necessário. Tal custo, demandado da Companhia para que esta obtenha o financiamento no mercado, consiste em seu custo de capital. A ordem de grandeza correspondente ao custo de capital corresponde, por sua vez, à taxa de retorno, isto é, à taxa que deverá retornar ao provedor de capital para que o financiamento seja feito.

Na metodologia de fluxos de caixa descontados, o provedor de capital depende de informações sobre a contrapartida oferecida por diversos tomadores no mercado, que lhe permitam determinar o retorno mais elevado para seu investimento. O provedor de capital deve obter a informação sobre os fluxos monetários oferecidos pelos tomadores de capital, o retorno que cada tomador lhe oferece e desempenhar o processo de desconto dos fluxos de caixa pelas taxas de retorno, que dá nome à metodologia, para que possa determinar o valor dos fluxos que cada tomador de capital oferece em uma mesma data.

Para o observador em seu primeiro contato, um conceito intuitivo (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2007, p. 107) parece adequado. O desconto de determinado valor consiste na operação inversa à capitalização de juros. Isto é, na capitalização, determinado valor é multiplicado por uma taxa de juros que compense o efeito do tempo sobre o desembolso inicial. Na operação de desconto, o produto obtido por meio da capitalização é dividido pela taxa de juros. Se a capitalização permite que se calcule o valor futuro de um ativo, a operação de desconto permite que se determine o valor presente deste mesmo ativo.

Em consequência, uma vez à vontade com os fluxos de caixa, o advogado deve voltar sua atenção à taxa de retorno oferecida pela Companhia objeto de uma OPA. Uma OPA bem-sucedida depende de uma oferta que deixe claro que o Ofertante ofereceu uma taxa de retorno que

expresse ou, como na maioria das ofertas, seja superior ao custo de capital da Companhia.

Conforme foi dito acima, o provedor de capital efetua a avaliação das taxas de retorno oferecidas pelos diversos tomadores no mercado aberto. Na metodologia de fluxos de caixa descontados, as taxas de retorno aplicáveis são compostas por (i) taxa livre de risco; (ii) taxa de retorno demandada para investimento no mercado acionário; e (iii) a taxa de retorno demandada pelo mercado para investimento específico em ações da Companhia. Esses componentes encontram-se explicados a seguir.

### *3.2.1.3 A taxa livre de risco*

O princípio a ser observado consiste em se considerar como risco a medida de desvio entre o resultado esperado e o resultado verificado. Na determinação do risco associado aos fluxos monetários que cada tomador oferece, o provedor interessa-se por determinar a possibilidade de os fluxos estimados virem a não se realizar. A todo risco deve corresponder uma taxa que compense ao investimento.

Portanto, o investimento livre de risco consiste no investimento em que a certeza de seu retorno, conforme esperado, é absoluta. E como não há investimento completamente livre de risco no mercado, a designação de taxa livre de risco é tecnicamente incorreta. Convencionou-se, contudo, atribuir aos títulos soberanos a designação de taxa livre de risco em razão do baixo risco associado, modernamente, aos títulos emitidos pelos Estados (“Taxa Livre de Risco”). Conforme anotado por Damodaran (1999), o Estado possui a arrecadação tributária como fonte infindável de arrecadação no horizonte previsível, e o poder de tributar aliado a normas institucionais confiáveis permitem que se atribua a títulos emitidos por Estados os patamares de risco mais baixos. O reduzido risco de inadimplência decorre da percepção do mercado sobre capacidade de um Estado imprimir moeda lastreada na arrecadação futura para quitar seus débitos.

A taxa de retorno denominada Taxa Livre de Risco corresponde à taxa que reflete o risco associado ao investimento efetuado em títulos soberanos e equipara-se ao percentual remunerado pelo governo para a venda de seus títulos.

### *3.2.1.4 O prêmio de risco de mercado*

Pela exposição feita até o momento, o advogado deve ter percebido que cada parcela de risco imposta aos investidores cria a necessidade de um pagamento adicional que reflita o risco associado a tal parcela.

Portanto, o risco associado ao investimento no mercado acionário consiste na parcela adicional de risco imposta aos investidores para que suportem a maior probabilidade de uma Companhia aberta descumprir sua obrigação de remunerar o provedor de capital comparativamente ao Estado. Foi dito, acima, que este pode recorrer ao poder de tributar para honrar seus compromissos, mesmo que se veja em dificuldades orçamentárias (de fato, há documentação farta de circunstâncias em que tal se verificou). Em contraste ao poder de tributar do Estado, a Companhia não conta com fonte adicional de recursos além de suas atividades operacionais ou do financiamento no mercado.

Assim, o provedor de capital demanda, corretamente, remuneração adicional que compense o deslocamento de seu capital, dos títulos emitidos por um Estado soberano, para títulos emitidos por uma Companhia negociada no mercado aberto. Isto é, a Companhia deverá oferecer um prêmio superior à Taxa Livre de Risco para investimento em dívida soberana (“Prêmio de Risco”).

Para os fins deste artigo, o Prêmio de Risco será calculado pela coleta de médias históricas. Nesta modalidade a média histórica do Prêmio de Risco pago para a compra de ações de Companhias abertas no mercado em que a Companhia alvo é negociada é comparada com a média histórica da taxa de retorno paga pelos títulos soberanos do mercado em que a Companhia é negociada. A sobretaxa paga pelas ações da Companhia é considerada a taxa correspondente ao Prêmio de Risco.

Como toda avaliação consistente pretende aferir o risco associado ao conjunto das Companhias em condições normais, os períodos selecionados devem expurgar oscilações extraordinárias em que o mercado não tenha funcionado de forma ordenada.

O advogado deve, portanto, atentar para que a premissa tenha sido seguida. A inobservância desta premissa acarretará prejuízos para ambos os Ofertantes e Ofertados e reduzirá as chances de sucesso da OPA, seja por meio de um preço excessivamente elevado, que dificulte os objetivos econômicos pretendidos pelo Ofertante, seja pela imposição de oferta em



montante baixo e divorciado do valor fundamental dos ativos, igualmente contribuindo para o insucesso da OPA.

A experiência recente, como a crise verificada no mercado mundial a partir de 2007, com seu ápice em 2008 e presente até a data em que este artigo foi redigido, demonstra que o mercado pode, momentaneamente, deixar de refletir os riscos associados às atividades operacionais das Companhias para refletir o estado de pânico e formação de preço ineficiente.

Adicionalmente, o mercado acionário brasileiro tem sofrido com intervenções estatais, que prejudicaram os fundamentos da economia nas décadas passadas. Como o Prêmio de Risco é baseado em registros históricos, ajustes são necessários para que seu impacto não contamine a incorporação do risco correto. Até o momento não há consenso sobre o período adequado, com especialistas arguindo em sentidos diversos<sup>4</sup>. O papel do advogado ganha relevância na determinação de que há premissas consistentes a embasar o Prêmio de Risco.

### *3.2.1.5 O beta das ações*

O último componente usualmente utilizado na metodologia de fluxos de caixa descontados é designado pela letra grega  $\beta$  e denomina-se o beta. Novamente, constitui uma derivação do princípio vigente no mercado de capitais, citado acima, que a cada parcela de risco associado a determinada ação deve corresponder a uma remuneração que a compense.

O advogado pode extrair da leitura do artigo até este ponto que o provedor de capital no mercado brasileiro possui a opção de investir em títulos soberanos, que apresentam os menores riscos de inadimplência, em virtude da vantagem proporcionada pelo poder de tributar. Caso uma Companhia pretendesse oferecer mesmo retorno para o investimento em seus títulos, os provedores de capital não teriam motivo para permanecer com um título que lhes oferece o retorno que poderiam obter em um título mais seguro.

Em segundo lugar, o provedor de capital possui a opção de investir em um portfólio de ações que apresentam maiores riscos do que os títulos soberanos e menores riscos que o investimento nas ações da Companhia, especificamente. O risco de inadimplência do portfólio das ações é inferior

ao risco associado à ação da Companhia porque o portfólio pode neutralizar resultados abaixo do esperado em determinadas ações com os resultados superiores por outra parcela das Companhias<sup>5</sup>. Caso a Companhia pretendesse oferecer mesmo retorno para o investimento em seus títulos, os provedores de capital igualmente não teriam motivo para permanecer com um título que lhes oferece o retorno que poderiam obter em um portfólio de títulos mais seguros.

O provedor de capital depende, por este motivo, de uma medida de risco que expresse o risco específico associado ao investimento das ações da Companhia, para que possa determinar o retorno que deve demandar.

O mecanismo desenvolvido para determinar o risco específico consistiu em uma comparação entre a Companhia e o mercado. Foi observado que, quando todas as Companhias moviam em um sentido, algumas Companhias apresentavam variações superiores e outras apresentavam variações inferiores que todo o conjunto. Como as Companhias compunham, elas próprias, o portfólio das Companhias medidas, a variação individual de cada consistiria em sua contribuição para a oscilação apresentada pelo conjunto. Isto é, se todas as Companhias em conjunto representam o risco médio associado ao mercado acionário, a variação de uma Companhia em particular representa o risco individual e específico de uma determinada ação. Desenvolveu-se o mecanismo correspondente à medida da variação individual da ação, cujo retorno se pretendia determinar. Para cada 1% de variação verificada para a média do mercado, deve-se registrar o percentual de variação específico da ação com ele comparada.

O provedor de capital deverá ser remunerado por uma taxa que compense o risco específico associado ao investimento específico em ações da Companhia. Esta é a função do beta, ou seja, de evidenciar o risco específico associado às ações da Companhia. Para os fins deste artigo, o beta pode ser definido como uma medida da relação entre o risco de se investir em uma ação e o risco de se investir em um portfólio que reflita o risco de mercado (A medida é obtida pela divisão do primeiro pelo segundo, que expressa, matematicamente, a afirmativa de que, para cada unidade de risco detectada no mercado, uma quantidade específica de unidades de risco pode ser detectada em relação ao investimento nas ações. O beta corresponde a tal variação).

Com o conhecimento do beta das ações da Companhia em que se pretende investir, o provedor de capital terá concluído o processo composto pela determinação: (i) do retorno que poderia obter em um investimento em títulos soberanos, ou a Taxa Livre de Risco; (ii) do retorno que poderia obter em um investimento que refletisse a média do mercado, ou o Prêmio de Risco; e (iii) do retorno que deverá demandar para efetuar um investimento específico na Companhia, ou seu beta.

No âmbito da OPA, o advogado deverá atentamente avaliar o beta informado por dois motivos. O primeiro consiste em seu dever de prestar serviços nos patamares mais elevados possíveis. A desatenção ao beta constante do laudo de avaliação apresentado pelo Ofertante resultará em oferta deficiente em substância, não correspondente à taxa de retorno demandada pelos riscos específicos da ação da Companhia, e tornará a OPA mais propensa ao insucesso do que o necessário. Por outro lado, a desatenção do advogado a serviço do Ofertado poderá levar à recusa ou aceitação da oferta em condições desfavoráveis e desalinhadas com uma decisão de investimento informada e inteligente.

Em segundo lugar, a exemplo da Taxa Livre de Risco e do Prêmio de Risco e em contraste com o alto grau de subjetividade dos FCL gerados pela Companhia, seu beta consiste em uma medida passível de aferição objetiva. Por força da Instrução CVM n. 361, o Ofertante deve embasar sua oferta em informações corretas, completas e precisas no laudo de avaliação. Se tais informações são passíveis de aferição objetiva, a verificação sobre seu enquadramento nos ditames legais também o será. Logo, o advogado deverá manter atenção redobrada em relação ao beta, no intuito de mitigar, tanto quanto possível, os riscos de contestação legal e possível responsabilidade, e de informar ao seu cliente se entender que correções são necessárias para que a informação alcance o grau exigido pela norma.

O beta pode apresentar variações artificiais se extraído de forma incorreta. A depender do momento de escolha das datas e horários em que foi extraído, a variação do beta poderá apresentar resultados não confiáveis.

O procedimento usual de determinação do beta assemelha-se ao procedimento utilizado para a determinação do Prêmio de Risco<sup>6</sup>, exposto no item anterior. Isto é, a variação histórica do beta é comparada com a variação histórica apresentada pela média do mercado. O procedimento

permite aferir que, para todo risco associado à média do mercado, a Companhia apresentou uma oscilação adicional. A oscilação adicional corresponde ao risco de que a Companhia sob avaliação venha a apresentar resultados diversos daqueles estimados. E se o provedor de capital, isto é, se o investidor pode determinar que sua estimativa contém, historicamente, uma margem de desvio, deve tomar medidas que contrabalancem esta margem.

O momento necessariamente deve refletir as características inerentes dos ativos, isto é, deve ser extraído de momentos em que as ações da Companhia tenham sido negociadas em montante suficiente e incorporem ativamente a interação entre os compradores e vendedores das ações, permitindo a formação adequada do preço da ação. Por exemplo, uma ação com baixa liquidez possui poucos compradores no mercado e, por isso, o preço não se forma com a mesma eficiência que o preço de uma ação que conta com alta liquidez. Frequentemente o vendedor destes títulos estará disposto a vender as ações com desconto no intuito de atrair compradores. Neste caso, a redução do intervalo poderá fazer com que uma série de medições sejam nulas ou insignificantes, porque foram escolhidos momentos em que a negociação não ocorreu ou não foi representativa.

Portanto, o advogado deve certificar-se de que as premissas suportam o intervalo de medição do beta. Intervalos demasiadamente curtos farão com que o beta das ações seja reduzido, não pelo mérito da Companhia, mas simplesmente porque não houve negociação suficiente das ações. A extração de um beta reduzido, ou mesmo de valor correspondente a zero, decorrerá da ausência de negociação em parte dos momentos em que o beta foi verificado. Betas constituem medidas do risco específico das ações conforme momentos de formação ativa de preços, em que a interação entre compradores e vendedores e a contraposição das informações por estes detidas aumentam a probabilidade de que o preço de negociação reflita os fundamentos da Companhia.

O mercado nacional possui especial susceptibilidade à incorporação destes riscos, em razão do reduzido volume de negociação de Companhias recém-chegadas ao mercado aberto. Estas ações, que deveriam ter seu preço elevado em função da falta de mercado, apresentarão um risco inferior ao risco específico razoável estimado.

O advogado deverá atentar para um ponto adicional. Como os betas usualmente embasam-se no histórico de cotação das ações, a medida reflete o impacto dos compromissos financeiros da Companhia. Em uma Companhia financiada somente por ações e sem endividamento, o beta da Companhia deverá corresponder ao beta das ações objeto da OPA. A quase totalidade das Companhias, entretanto, é financiada por uma combinação de ações e dívida. Com efeito, por motivos que se encontram além do escopo deste artigo, as Companhias devem fazê-lo na busca pelo melhor retorno sobre o investimento.

Todavia, o financiamento da Companhia por dívida, embora benéfico, agrega determinada parcela de risco às atividades operacionais da Companhia: a dívida deve ser paga independentemente dos resultados apresentados. Ela possui data e valores determinados em que a Companhia fará desembolsos.

Em contraste, o financiamento por ações não agrega tal parcela de risco às Companhias porque estas não deverão efetuar desembolsos se seus resultados operacionais não permitirem. As Companhias simplesmente não terão gerado resultados que justifiquem a distribuição de dividendos.

Portanto, o financiamento por dívida, em contrapartida aos benefícios proporcionados, reduz a flexibilidade da Companhia nos momentos em que suas atividades operacionais sofrem os efeitos em seus resultados da sazonalidade, dos ciclos de negócio, da necessidade de reinvestimento, de incrementos nos custos operacionais, da debilidade da economia do país em que a Companhia tem suas operações concentradas, somente para citar alguns fatores.

A menor flexibilidade, por sua vez, reduz o resultado operacional apresentado pela Companhia porque eleva o risco de que as Companhias não gerem resultados suficientes que permitam aos acionistas beneficiarem-se de uma apreciação no preço das ações, ou da distribuição de dividendos, ou de eventual recompra das ações. Assim, de maneira geral, Companhias altamente alavancadas apresentam oscilação superior à das demais.

Como o beta terá sido determinado por meio de regressão histórica, a medida obtida corresponderá ao risco associado pelo grau de endividamento médio historicamente verificado, isto é, verificado no período. O advogado deve assegurar-se de que o risco incorporado ao beta corresponda ao risco

associado às ações objeto no momento da OPA. Se a Companhia possuir, neste momento, grau de endividamento discrepante da média sobre a qual o beta foi embasado, em montante relevante, o valor das ações será outro, e não o informado na OPA. O preço das ações estará super ou subavaliado, ocasionando os prejuízos correspondentes à incorreção ao procedimento.

Caso o advogado entenda que o beta constitui uma medida incorreta do risco associado à OPA, deve recomendar que um ajuste seja efetuado de forma a incorporar o risco adequado associado às ações. A Companhia pode corrigir os efeitos de um grau de endividamento distinto daquele em que o beta se embasou por meio do procedimento de “desalavancagem”<sup>7</sup>e “realavancagem”. Em síntese, a Companhia substituirá o grau de endividamento inadequado pelo grau de endividamento da Companhia no momento da OPA (tecnicamente, o grau de endividamento é medido e o beta por ela dividido, com ajustes para refletir o efeito da dedução do endividamento dos impostos devidos pela Companhia). Em seguida, o beta desalavancado é multiplicado pelo novo grau de endividamento.

Finalmente, o autor chama atenção para a necessidade de o advogado aferir a correção técnica do cálculo do beta. O objetivo do beta consiste em medir a oscilação dos resultados da Companhia em relação à oscilação do conjunto das Companhias em que esta é negociada, e para a qual a Companhia contribui em determinada medida. Assim, o beta extraído de uma comparação com o mercado brasileiro deve, no entender do autor, ser acrescido ao risco presente no mercado brasileiro. Se o beta constitui um percentual que expressa uma medida de risco das ações objeto da OPA em relação ao mercado brasileiro, claramente esse percentual estará incorreto se simplesmente contrastado com índice estrangeiro, ou de qualquer mercado em que as ações da Companhia não sejam negociadas. Nestes casos, o beta está incorreto porque não informa a variação da ação em relação ao índice adotado. Isto é, não se mediu a variação de risco da ação objeto da análise em relação às ações utilizadas como base de comparação.

Entretanto, a prática revela o acréscimo do beta extraído do mercado brasileiro a um índice do qual a Companhia não faz parte. Os defensores deste procedimento (DAMODARAN, 1999, p. 82) justificam que os índices produzidos por instituições confiáveis e metodologias igualmente confiáveis trazem o benefício de eliminar os ruídos artificiais verificados,

em especial, em mercados emergentes<sup>8</sup>, como no Brasil. Cabe ao advogado, neste caso, avaliar a consistência do procedimento adotado.

### *3.2.1.6 Apontamentos jurisprudenciais sobre o beta em Delaware*

A decisão no caso *GOTHAM v. HALLWOOD* (2003 WL 21639071. Del.Ch.) destaca a importância de a avaliação sustentar-se sobre elementos firmemente estabelecidos. Em relação à determinação do beta, a decisão adentra a interessante discussão sobre a ausência de confiabilidade do beta em decorrência da iliquidez nos títulos da empresa. Isto é, conforme citado no artigo, os títulos eram pouco negociados e a medição do beta não correspondia ao efetivo risco a ela associado, pois a negociação escassa dos títulos refletia oscilação inferior à verificada em uma medição da oscilação do conjunto das ações do mercado. Os títulos da empresa eram pouco negociados, e esta possuía 86,3% de seu capital financiado por meio de dívidas, que, é sabido, contribui para a elevação do risco associado aos títulos emitidos. Apesar da alta alavancagem existente, a medição informava que o risco associado aos títulos da empresa era inferior ao risco do mercado, uma vez que o beta do mercado corresponde a 1 e o beta determinado pela medição correspondia a 0,63%<sup>9</sup>. A decisão concordou que havia uma distorção introduzida pela iliquidez dos títulos sendo avaliados, mas, de forma lúcida, entendeu excessivo o ajuste do beta para 3,35%, e a subsequente adição de uma taxa de risco em razão das características da empresa, correspondente a 3%, e nova adição de taxa de risco em razão do pequeno porte da empresa, correspondente a 4%<sup>10</sup>. A decisão foi dada no sentido de que o descarte e novo cálculo do beta foram efetuados somando-se o risco específico e o associado ao porte da empresa e, no caso em tela, tal seria incabível<sup>11</sup>. A decisão da corte foi no sentido de que a avaliação somente demonstrou ser adequado o ajuste, isto é, a elevação do beta a 3,35.

### *3.2.1.7 O WACC*

Foi dito que o princípio consiste em aferir o risco de que os fluxos de caixa não sejam atingidos, conforme estimado.

E também mencionado que a OPA pode embasar-se em fluxos de caixa disponíveis para os acionistas ou em fluxos de caixa disponíveis para a

Companhia. Sempre que a estimativa for efetuada sobre os fluxos de caixa livres e disponíveis para os acionistas, ou FCLA, a taxa de retorno apropriada corresponderá à maior taxa que o provedor de capital poderia obter, em um investimento feito em ações com perfil de risco semelhante ao da Companhia. Neste caso, o advogado deverá concentrar sua atenção nos elementos já descritos acima.

A seu turno, sempre que a estimativa for efetuada sobre os fluxos de caixa disponíveis para a Companhia, ou FCLC, a taxa de desconto apropriada deverá refletir a composição da estrutura de capital, como dívida e ações. O procedimento deve reconhecer que os resultados operacionais não se destinarão a remunerar somente os titulares de ações, mas destinar-se-ão aos titulares de ações e aos titulares de dívida. Portanto, o provedor de capital buscará uma taxa de retorno superior à taxa que obteria se efetuasse um investimento em um portfólio composto por uma combinação de dívida e ações semelhantes à apresentada pela Companhia. Em consequência, o advogado, neste caso, deverá estender sua atenção para o efeito da dívida na composição de capital. Se o financiamento foi em parte feito por meio da emissão de dívida, o custo de capital da Companhia sofrerá o ajuste matemático correspondente<sup>12</sup>.

Como estamos falando da adição de um componente a mais a financiar a Companhia, a primeira impressão consiste em que estejamos falando, igualmente, da simples adição de um componente a mais como fator de desconto dos fluxos de caixa. Isto é, se os FCLA são descontados por sua divisão pelos componentes listados no item acima (Taxa Livre de Risco, somada ao Prêmio de Risco e multiplicada pelo beta), os FCLC devem ser descontados por simples adição dos itens anteriores e da parcela de dívida contraída pela Companhia.

O advogado deve observar que há um novo componente do cálculo, correspondente ao efeito da tributação sobre a dívida: os pagamentos efetuados aos credores da Companhia são dedutíveis do imposto de renda devido pela Companhia. Isto é, todo desembolso efetuado pela Companhia para remunerar a dívida contraída é subtraído dos resultados que a autoridade fiscal (Secretaria da Receita Federal) tributa. Os resultados da Companhia são reduzidos no montante correspondente aos pagamentos e isto faz com que o valor do imposto que seria devido seja menor que o



imposto que seria devido se a Companhia não tivesse deduzido tais pagamentos de sua base tributária.

Se há uma distinção entre o tratamento tributário dispensado aos pagamentos feitos aos acionistas sob a forma de distribuição de dividendos e o tratamento tributário dispensado aos credores sob a forma de amortizações do principal serviço (juros) da dívida, a diferença deve ser reconhecida para assegurar que a metodologia seja desempenhada de maneira consistente.

O desempenho consistente da metodologia corresponderá a submeter os fluxos de caixa livres disponíveis à Companhia, ou FCLC, a: (i) desconto de uma combinação dos elementos necessários para refletir o custo de capital das ações (Taxa Livre de Risco, adicionada do Prêmio de Risco, multiplicado pelo beta); (ii) adicionado da proporção de endividamento na estrutura de capital da Companhia; (iii) subtraídos do valor que a tributação permita que seja reduzido da base tributária da Companhia<sup>13</sup>. Se a tributação corresponder a 34%, como no caso brasileiro, a Companhia terá deixado de pagar 34% dos valores correspondentes à dívida.

O resultado apresentado corresponderá ao custo de capital das ações, na proporção de sua participação na estrutura de capital da Companhia, combinado ao custo de capital da dívida, na proporção da participação desta na estrutura de capital da Companhia, esta reduzida dos benefícios tributários. Por este motivo, o fator de desconto é denominado “custo de capital ponderado ajustado pela tributação marginal”, ou simplesmente WACC.

Em síntese, ao se deparar com a estimativa de valor na OPA, o advogado deve ter em mente: (i) se os fluxos de caixa livres foram financiados por ações e dívida; (ii) se o valor dos fluxos está sendo descontado pelo custo da dívida e pelo custo de capital das ações, nas respectivas proporções; (iii) se o pagamento de juros sobre a dívida é dedutível e, portanto, se o valor do benefício tributário está reduzindo o WACC. Feitas as considerações, o advogado poderá verificar se o preço das ações objeto da OPA encontra-se consistentemente estabelecido e desempenhar o seu aconselhamento.

Claro, o valor atribuído à dívida da Companhia, para fins de desconto, deverá ser confiável. Se a dívida contraída pela Companhia encontrar-se

sob a forma de títulos negociados no mercado, este será o preço a ser considerado. Em condições normais, a ativa interação entre as informações detidas por vendedores e compradores no mercado aberto fornece o melhor parâmetro de consideração de seu valor intrínseco. Contudo, por vezes a dívida contraída pela Companhia não encontra similares negociados no mercado, ou o mercado não é líquido o suficiente. Neste caso, o advogado se certificará de que a dívida tenha sido avaliada segundo classificações de risco para a Companhia alvo, emitidas por agências de primeira linha e seu valor presente seja estabelecido descontando-se a mesma pela ordem de grandeza por estas informadas.

Avaliada a consistência da metodologia, na forma acima, o advogado deve voltar sua atenção para o efeito das alterações efetuadas na estrutura de capital, sobre a confiabilidade do risco WACC da Companhia, o qual constitui um efeito análogo ao já citado em relação ao beta, no item anterior.

O objeto da OPA consiste nos fluxos de caixa livres disponíveis à Companhia, gerados pela estrutura de capital corrente. Se os FCLC foram corretamente determinados, consistentemente atrelados à estrutura de capital da Companhia, a estimativa considerará a proporção, desde que estabilizada, existente no momento da OPA.

Portanto, cumpre ao advogado avaliar se a proporção da dívida utilizada no desempenho da metodologia está de fato vinculada aos fluxos de caixa livres estimados. Fluxos de caixa futuros semelhantes aos fluxos de caixa históricos sugerem que a proporção da dívida seja semelhante àquela historicamente verificada. Por outro lado, o advogado deve indagar a premissa ao se deparar com alterações momentâneas na proporção da dívida da Companhia e certificar-se de que estas não retiram a consistência dos cálculos efetuados. Caso a estrutura de capital não se vincule aos fluxos de caixa estimados ou se baseie em premissa consistente, deverá ser ajustada para a estrutura de capital historicamente detida pela Companhia ou usualmente adotada pela indústria no cálculo do WACC de Companhias-pares.

Na hipótese descrita acima, o procedimento será semelhante à desalavancagem e realavancagem feita em relação ao beta. O WACC é calculado como se a Companhia não tivesse dívida alguma, ou seja, como

se fosse financiada simplesmente por ações. O cálculo do WACC substitui o valor da proporção da dívida pela proporção de valor zero. Subsequentemente, o cálculo do WACC é refeito, desta vez substituindo a proporção zero por uma ordem de grandeza que as partes entendam cabível. Por meio deste procedimento, o advogado poderá estar seguro de que o WACC adotado constituirá a medida confiável<sup>14</sup>.

### *3.2.1.8 Valor da companhia no horizonte (valor terminal)*

Na vida da Companhia, diferentes e novos projetos surgirão, projetos em análise serão implementados e parte dos projetos implementados serão interrompidos. Individualmente, esses projetos podem ser estimados de forma finita.

A Companhia sob a qual estes projetos estão abrigados encontra-se em situação distinta. Isto é, a Companhia agrega um portfólio de projetos de duração finita, cujos dados podem ser obtidos de forma específica e individualizada, mas, além destes, a Companhia agrega projetos ainda não determinados, por um período igualmente indeterminado, ou seja, quando considerada em perpetuidade. Consequentemente, os fluxos de caixa livres precisam ser estimados para a Companhia em relação a projetos ainda inexistentes. A metodologia coloca-se diante da desafiadora necessidade de avaliar a Companhia, no momento da OPA, sendo que parte do valor – de fato a maior parte – localiza-se fora do horizonte em que projetos podem fornecer dados específicos previsíveis e individualizados. Nas palavras de Pratt (2000, p. 114), trata-se de se determinar o valor terminal da Companhia (“Valor Terminal”).

Na determinação do Valor Terminal, a premissa a ser observada consiste em considerar, na máxima extensão, aquilo que se encontra disponível para ser especificamente determinado. Em uma OPA, a determinação de valor será tanto mais confiável quanto os fluxos de caixa livres e fatores de risco forem especificamente considerados e objeto de um juízo crítico pelas partes. O risco de desvio entre as estimativas e os resultados verificados futuramente serão, desta forma, reduzidos.

Como os projetos são variados, a extensão do horizonte para os quais há dados confiáveis específicos e previsíveis é igualmente variada. A doutrina entende que o horizonte previsível possa ter, em regra, entre 3 e 10 anos

(PRATT, 2000, p. 114) com a ressalva de que o horizonte em projetos cujo ciclo para retorno do investimento seja extenso possa variar entre 11 e 15 anos, ou mais. (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005, p. 230).

Mais uma vez, espera-se que o advogado exerça um juízo crítico sobre a consistência do horizonte previsível adotado. A instituição avaliadora procurará adotar o horizonte que melhor expresse o valor da Companhia alvo, e o advogado deverá observar se as premissas suportam tal horizonte.

No exercício de sua diligência, a instituição buscará fornecer as justificativas para todas as premissas adotadas. O advogado, a seu turno, indagará o horizonte previsível para os projetos semelhantes desempenhados no setor da indústria em que a Companhia objeto da OPA se encontra. Em ambientes competitivos, é improvável que os horizontes sejam substancialmente divergentes porque, em última análise, estão inseridos no mesmo mercado.

Portanto, o advogado observará que o Valor Terminal será estimado considerando os resultados estimados para projetos da Companhia que possuam horizontes previsíveis específicos e elementos de risco específicos. Conforme foi dito, estes projetos compõem parte dos resultados esperados pela Companhia. Entretanto, a existência da Companhia ultrapassa seu horizonte. Em Companhias bem administradas, a premissa razoável consiste no fato de que continuará se financiando, investindo os recursos em novos projetos e obtendo retorno sobre o capital investido acrescido de uma taxa de retorno adicional. Isto quer dizer que a Companhia continuará a crescer, para além do horizonte dos projetos existentes, em determinada taxa, na perpetuidade.

Como o objetivo consiste em determinar o Valor Terminal para a Companhia, ou o valor que corresponda, na forma mais consistente possível, a todos os resultados da Companhia na perpetuidade, o Valor Terminal deverá corresponder à soma do valor estimado para os projetos existentes, conforme acima citado, à taxa de crescimento esperada para a Companhia em perpetuidade.

O advogado deve ser criterioso com a estimativa de crescimento da Companhia: em função de sua extensão, esta constitui a parcela em que a maior estimativa de valor se localiza, bem como a parcela em que a estimativa concentra-se em dados subjetivos. A taxa de crescimento da

Companhia busca refletir o crescimento médio que a Companhia apresentaria, no infinito. Portanto, a premissa razoável consiste na redução de taxas de retorno elevadas. Estas taxas de retorno tendem a resultar de vantagens competitivas, e estas tendem a reduzir ou desaparecer em um ambiente competitivo.

Não há ordem de grandeza predeterminada para a taxa de crescimento da Companhia em perpetuidade. Há, entretanto, conhecimento de que a taxa deva ser próxima à taxa de crescimento da economia. A Companhia, se apresentar desempenho deficiente, deverá ter sua taxa de crescimento ligeiramente abaixo da estimativa para o crescimento da economia do país. A Companhia que apresentar bom desempenho deverá ter uma taxa de crescimento na perpetuidade ligeiramente acima da taxa de crescimento esperada para a economia do país. Se se admitisse o contrário, estar-se-ia admitindo que a Companhia desaparecerá, e o cálculo portanto não constituirá uma previsão de valor na perpetuidade consistente, ou que a Companhia ultrapassará o tamanho da própria economia em que se encontra em determinado momento futuro, o que tampouco constitui uma conclusão admissível.

### *3.2.1.9 Apontamentos jurisprudenciais sobre o valor terminal em Delaware*

Em *GOTHAM PARTNERS v. HALLWOOD*, a Corte de Delaware decidiu que o Valor Terminal estabelecido na metodologia de fluxos de caixa descontados destina-se a representar o valor futuro de uma empresa ao final de período predeterminado e que tal momento consiste no período a partir do qual os fluxos de caixa futuros teriam se estabilizado. Com efeito, nas palavras da corte, é essencial que tais fluxos tenham se estabilizado. A corte desconsiderou a avaliação apresentada por uma das partes porque o Valor Terminal (em que o maior valor da Companhia se localiza) foi situado demasiadamente cedo, em momento em que não restou evidente que os fluxos de caixa futuros teriam estabilizado-se<sup>15</sup>.

### *3.2.1.10 Apontamentos jurisprudenciais sobre o DCF em Delaware*

O caso *WEINBERGER v. UOP, INC.* (457 A.2d 701 Del. 1983), constitui o alicerce sobre o qual a *Common Law* embasa sua aceitação da metodologia de fluxos de caixa descontados em casos de avaliação de

participações societárias. Segundo a decisão, *WEINBERGER* veio reverter a abordagem mecanicista até então existente, em favor da abordagem liberal, em que é aceita toda técnica e método utilizados pela comunidade financeira<sup>16</sup>.

*CEDE v. TECHNICOLOR* (542 A. 2 d 1182 (Del. 1988)), a seu turno, registra o reconhecimento ostensivo da metodologia – DCF – como o mecanismo mais confiável para a determinação do valor das ações<sup>17</sup>. *Cede* convenientemente anota os três elementos mais importantes na determinação de valor, no entendimento da Corte de Delaware: isto é, (i) uma estimativa dos recebíveis líquidos futuros e quando; (ii) uma estimativa de Valor Terminal ou residual, igual ao valor futuro; e (iii) um custo de capital com o que se descontar os recebíveis futuros estimados e o Valor Terminal. A decisão é adicionalmente importante pela utilização do método de *Capitalized Asset Pricing Model* – *CAPM* para a estimativa do custo de capital das ações e pela didática forma com que explica o desempenho da metodologia, consistente na adição da Taxa Livre de Risco e do Prêmio de Risco que seria demandado para investimento em uma determinada empresa. Em linha com as observações do artigo, a decisão anota que o prêmio de risco deve ser obtido pelo cálculo do valor do prêmio demandado pelo mercado, sobre a taxa livre de risco, para investimento em um portfólio de ações representativas de riscos não diversificáveis, adicionado do coeficiente beta, nas palavras da decisão, correspondente ao coeficiente que mede a volatilidade da Companhia em relação ao movimento da linha do mercado<sup>18</sup>.

*KLEINWORT v. SILGAN* (1995 Del. Ch. Lexis 75) anota a superioridade da metodologia de fluxos de caixa descontados em relação aos demais métodos, convenientemente aplicando as duas metodologias relacionadas na Instrução CVM n. 361. A decisão anota o entendimento de que a metodologia de fluxos de caixa descontados e a metodologia de comparação por múltiplos de mercado devem, no caso em tela, ser adotadas na proporção de 2/3 para 1/3 na determinação de valor das ações<sup>19</sup>.

Finalmente, a decisão em *Borusso v. Telesystems Communications* (753 A. 2d 451) salienta a importância de uma análise criteriosa das metodologias aplicáveis a processos de avaliação. Diversamente dos casos anteriores, em que a metodologia de fluxos de caixa descontados mostrou-

se superior, a Corte de Delaware decidiu que tal metodologia pode, por vezes, ser inferior à metodologia de avaliação por comparação de múltiplos de mercado. No caso em questão, simplesmente inexistia registro histórico de cotação das ações que justificasse uma estimativa confiável de valor<sup>20</sup>.

### *3.2.1.11 Prêmio de controle*

No direito brasileiro, uma ação ordinária confere, em geral, os direitos essenciais previstos no art. 109 da Lei n. 6.404/76, de participar dos lucros sociais, de participar do acervo da Companhia, em caso de liquidação, de fiscalização da Companhia e de preferência para a subscrição de valores mobiliários, observados os arts. 171 e 172. Embora não seja um direito essencial, a ação ordinária confere ao acionista o direito ao exercício de sua vontade nas deliberações das Companhias. Ações com classes e preferências distintas podem conferir direitos distintos a seus detentores, conforme disponha o estatuto social respectivo.

Estes direitos e prerrogativas atribuíveis às ações, a seu turno, possibilitam o exercício de novas prerrogativas quando agrupados, de acordo com o montante, isto é, a parcela societária detida. Há lógica nisto. O acionista detentor de maior parcela societária assume um risco maior que seus pares detentores de participações inferiores. O risco associado ao investimento concentrado em uma única parcela na Companhia não somente é superior porque o referido investimento encontra-se multiplicado por um número maior de vezes mas também porque não se encontra diversificado em Companhias distintas, que possuem a capacidade de diluir as oscilações negativas individuais. Neste caso, uma depressão nas ações impactará todas as ações, de uma vez. Igualmente, o acionista controlador possui maior responsabilidade e, no caso brasileiro, frequentemente o controle direto sobre os projetos da Companhia. Ele possui papel diferenciado nas estimativas, escolhas e ajustes, nos projetos que oferecem os fluxos de caixa superiores, os quais necessitam remunerar os provedores de capital e reduzir riscos. O controlador possui, adicionalmente, papel destacado na eleição e destituição dos administradores responsáveis por atingir os fluxos projetados.

O mercado reconhece valor nas prerrogativas conferidas aos detentores de parcelas societárias de maior porte. Em um ambiente competitivo, a

magnitude da parcela societária detida por determinados acionistas o permite transformar ineficiências, ou coloca este acionista mais próximo de transformar ineficiências percebidas pelo mercado em valor. Os acionistas controladores possuem maior influência sobre as políticas de financiamento, investimento e distribuição de uma Companhia: sob o ponto de vista operacional, tal quer dizer que o acionista controlador possui maior influência sobre a capacidade de determinada Companhia apropriar-se dos fluxos de caixa disponíveis. Ilustrativamente, oportunidades localizadas dentro do objetivo social da Companhia podem ser apropriadas por meio de novos projetos, ou da melhoria de projetos. Fluxos de caixas em áreas complementares, ou mesmo diversas, podem ser apropriados por meio da aquisição de outras Companhias que explorem as oportunidades de apropriação de ganhos. Divisões de desempenho inferior, ou cortes na folha de pagamentos igualmente podem resultar em retornos superiores.

O Prêmio de Controle corresponde a este reconhecimento, já que alienação de mercado para os valores mobiliários emitidos por determinada Companhia oferecerá preço mais elevado, ou, em outras palavras, efetuará um ajuste sobre o preço de negociação de forma a refletir as prerrogativas conferidas por determinada parcela societária sobre a política de financiamento, investimento e distribuição da Companhia, em relação àquela que a ação, isoladamente, confere. Pratt (2001, p. 20) efetua uma útil compilação das prerrogativas conferidas pela parcela de controle aplicável em grande parte a nosso mercado:

- (i) decisão sobre o patamar de remuneração dos conselheiros, diretores e empregados;
- (ii) decisão sobre as partes com quem a Companhia celebrará seus contratos, incluindo contratos entre partes relacionadas;
- (iii) decisão sobre o pagamento de dividendos e montante de dividendos pagos;
- (iv) decisão sobre uma distribuição pública;
- (v) decisão sobre a recompra de ações e emissão de novas ações;
- (vi) decisão sobre a aquisição ou alienação de Companhias, ou divisões;
- (vii) decisão sobre a aquisição ou alienação ou operação de ativos;
- (viii) decisão sobre as despesas de capital da Companhia;



- (ix) decisão sobre a estrutura de capital da Companhia;
- (x) decisão sobre alterações nos documentos constitutivos da Companhia;
- (xi) decisão sobre a alienação de controle;
- (xii) decisão sobre a contratação ou destituição dos Conselheiros e Diretores (exceções feitas aos membros do Conselho representantes dos minoritários);
- (xiii) decisão sobre a orientação dos negócios, incluindo alteração da estratégia;
- (xiv) decisão de veto sobre os elementos acima.

Em síntese, o prêmio pago por determinada participação societária advém de prerrogativas detidas pelo detentor da parcela societária de promover alterações que possam elevar os fluxos de caixa futuros gerados pela Companhia, ou da redução de risco em razão de alteração na estrutura de capital desta.

O corolário das constatações acima consiste em que, em uma OPA, o Ofertante busca adquirir uma prerrogativa que não lhe está disponível no momento, e o Ofertado possui a capacidade de conferir ao Ofertante a prerrogativa pretendida. O exemplo mais ilustrativo consiste na busca, pelo Ofertante, da alienação do controle de uma Companhia nos termos do art. 254-A da Lei n. 6.404/76. Neste caso, o Ofertante está interessado em obter retorno sobre o investimento feito por uma das vias já citadas neste artigo. Outro exemplo, em que a prerrogativa apresenta-se menos clara, consiste na oferta de fechamento de capital prevista no art. 20 da Lei n. 6.404/76. Neste caso, o Ofertante está em busca de apropriação do valor que pode ser obtido pelos acionistas exclusivamente, sem a partilha com os Ofertados. O procedimento é legítimo. No pressuposto de que inexista justificativa para os custos associados com o financiamento no mercado aberto, o controlador da Companhia possui a prerrogativa de financiar a atividade operacional na forma que entenda mais adequada. Contudo, a avaliação deve ser efetuada de forma criteriosa, pelo valor justo, de forma a se evitar o incentivo para que o acionista controlador venha expropriar os acionistas dos ganhos estimados com os projetos por todos financiados. Uma vez colocado de pé com os esforços de todos, tendo o risco associado a sua viabilidade sido suportado pelos acionistas no mercado aberto, estes devem receber o valor integral associado aos fundamentos que ajudaram a estruturar.

O advogado deve estar atento ao benefício proporcionado pela participação societária. O Ofertante possui liberdade para propor o prêmio de controle que entender adequado, mas o advogado deve exercer juízo sobre a adequação do prêmio pago na oferta, verificando a consistência das premissas que o embasem. Para Ofertantes e Ofertados, a maior consistência será obtida sempre que o prêmio oferecido na OPA for embasado em prêmios pagos em transações semelhantes, por participações semelhantes, de Companhias semelhantes, negociadas em mercados e condições de mercado semelhantes.

O advogado será útil ao procedimento se for capaz de assegurar que as Companhias sejam adequadamente comparáveis. No mercado aberto, em um ambiente competitivo, as ineficiências entre Companhias semelhantes tendem a ser mínimas, e tal tendência exerce uma força relevante no sentido de aproximar os prêmios de controle pagos por Companhias semelhantes. Os ganhos de sinergia, ganhos de escala, poder de mercado, alteração na estrutura de capital, tendem a ser semelhantes, e por este motivo tendem a justificar valores comparáveis. Segundo Pratt (2001), fatores importantes na determinação do prêmio pago em transferências de controle devem ser:

- (i) curto tempo de reação do mercado;
- (ii) rápida alteração do 'mix' de clientes e fornecedores;
- (iii) rápida evolução da tecnologia envolvida;
- (iv) escassez de talentos;
- (v) ganhos diferenciados decorrentes de economias de escala;
- (vi) ondas de consolidação no setor.

### *3.2.1.12 Apontamentos jurisprudenciais sobre o prêmio de controle em Delaware*

No caso citado, *KLEINWORT v. SILGAN*, o juiz da corte declarou seu entendimento de que o prêmio de controle constitui uma parcela adicional ao preço de cotação do mercado em razão de elementos que vão além do ajuste necessário para compensar o fato de que participações negociadas no

mercado aberto constituem parcelas não controladoras<sup>21</sup>. Os ajustes são necessários porque parcelas não controladoras são negociadas em valor menor que parcelas que refletem o controle e são denominados, impropriamente, “desconto” de minoria. Contudo, na decisão, o entendimento assentado consiste em que o prêmio pode significar a antecipação de ganhos decorrentes de sinergia, ganhos de escala, ou eficiência. Neste caso, o comprador possui incentivo em partilhar parte do ganho antecipado, porque o oferecimento dos valores por ele antecipados proporciona, por sua vez, incentivo para que os vendedores entreguem sua participação societária.

Na mesma decisão, a corte registrou a importância de que a utilização de transações semelhantes seja feita com a certeza de que estas não incluam ganhos inexistentes na transação de avaliação.

O também citado caso *Borusso v. Telesystems Communications* reforça a necessidade de o valor da Companhia, em um processo de avaliação, ser adicionado de um valor destinado a refletir o poder de controle da Companhia sendo transferido por meio da operação<sup>22</sup> de troca de controle. Isto é, se há troca de controle por meio da operação, também deverá haver um prêmio de controle correspondente.

A decisão contém, ainda, a anotação de que os múltiplos são extraídos de dados, que por sua vez são derivados de parcelas não controladoras. Conseqüentemente, os resultados obtidos por meio de múltiplos refletem valores que parcelas minoritárias possuiriam no mercado. A decisão enfatiza a necessidade de se acrescentar um ajuste que compense o fato de os dados não refletirem a transferência de controle sob consideração<sup>23</sup>.

O prêmio de controle deve ser adicionado após a subtração do valor da dívida ou o valor será indevidamente aumentado no montante correspondente à contribuição da dívida para o valor da Companhia, sob pena de aumentar indevidamente o valor das ações após a subtração da dívida<sup>24</sup>.

Finalmente, em *Rapid American v. Harris* (603 A. 2d at 805), a corte entendeu possuir um dever afirmativo de adicionar o prêmio de controle para refletir a realidade econômica<sup>25</sup> e não subtrair valor justo devido aos acionistas.

### 3.2.2 A metodologia de comparação por múltiplos de mercado

O princípio em uma avaliação efetuada por meio da metodologia de comparação por múltiplos de mercado consiste na “lei do preço único” ou, de que ativos idênticos devam ser vendidos pelo mesmo preço (STOWE *et al.*, 2006, p. 167) (dada a ineficiência verificada no processo de formação de preços, o princípio pode ser ponderado para consistir em que ativos semelhantes devam ser negociados por preços semelhantes).

O fundamento é elementar e de conhecimento do leitor. O provedor de capital, diante da opção de efetuar seu investimento em dois ativos comparáveis, escolherá o investimento no ativo de menor preço.

A denominação avaliação por meio de múltiplos do mercado refere-se à formação de um juízo de valor em relação a um conjunto de ativos derivados do mercado e expressos por meio de um número. Em sua acepção gramatical, o múltiplo corresponde a um elemento partilhado por diversos outros. A acepção financeira entende que o múltiplo corresponde a uma variável comum a ativos distintos; no caso deste artigo, uma variável (que se tratará detidamente abaixo) comum a várias Companhias abertas.

Companhias apresentam características comuns, como geração de receita, venda de produtos ou serviços e existência de ativos contábeis, entre outros. As Companhias abertas apresentam como elemento comum adicional a cotação de sua ação no mercado aberto. Neste contexto, um provedor de capital possui incentivo para identificar, dentre uma mesma indústria, variáveis que entenda relevantes para o exercício de seu juízo de valor sobre Companhias semelhantes e compará-las. Diante do princípio exposto no início deste capítulo, o provedor de capital busca informações que emanem sua decisão sobre em que Companhia efetuar o investimento.

Considerando que os fatores sobre Companhias que competem em um mesmo mercado tendem a impactá-las de forma semelhante, os múltiplos devem ser aproximados, ou contar com um motivo que torne compreensível eventual discrepância entre múltiplos apresentados por uma Companhia em relação a suas Companhias-pares.

Paralelamente, a utilização da metodologia apresenta o benefício secundário de proporcionar um referencial subsidiário para a determinação de valor procedida. O acréscimo de um segundo referencial contribui para a redução dos ruídos inerentes a todo processo de avaliação e testa a

plausibilidade das estimativas efetuadas na metodologia principal. Por exemplo, no caso da metodologia de fluxos de caixa descontados, a avaliação por meio de múltiplo do mercado proporciona um teste sobre as premissas adotadas sobre os fluxos e fatores de risco das Companhias sob avaliação.

O procedimento de avaliação por meio de múltiplos do mercado aberto consiste na reunião de um número suficiente de Companhias semelhantes, e dentre estas identificar duas ordens de grandeza. Ilustrativamente, o provedor de capital, se interessado em identificar o preço de cotação das Companhias e a receita de cada uma, identificará o preço de mercado da Companhia em relação à receita que a Companhia gera. Em linguagem algébrica, o provedor montará uma razão para cada uma das Companhias, em que o preço de mercado corresponderá ao numerador e a receita corresponderá ao denominador. Ao concluir a operação algébrica, o provedor de capital obterá uma ordem de grandeza, que consistirá no múltiplo daquela Companhia em particular.

Na ocasião de uma OPA, como em toda ocasião em que uma determinação de valor em relação ao mercado é procedida, a determinação de valor deve ser procedida em relação ao valor do ativo negociado no mercado aberto, porque a opção do Ofertado e dos Ofertantes consiste em adquirir ações no mercado aberto. Como o preço das ações da Companhia requer a determinação de seu valor em relação ao que o Ofertado poderia obter em uma venda no mercado ou que o Ofertante poderia adquirir em uma compra no mercado de uma Companhia com projetos semelhantes, o procedimento em uma OPA consistirá em obter uma amostra suficiente de Companhias semelhantes, que não permita que particularidades não partilhadas comprometa a confiabilidade da avaliação.

De posse de um número suficiente de Companhias, o procedimento consistirá em compor as razões para cada e extrair o múltiplo correspondente. Se a amostra for composta de Companhias realmente semelhantes, a avaliação gerará um múltiplo que adequadamente reflita o mercado. De posse deste, o avaliador repetirá a operação em relação à Companhia.

Concluído o procedimento, Ofertantes e Ofertados contarão com duas ordens de grandeza: a primeira consistirá no múltiplo médio do mercado; e

a segunda, no múltiplo da Companhia. Por meio destes múltiplos, ambos poderão avaliar se o preço encontra-se adequadamente estabelecido efetuando uma comparação. Ofertantes e Ofertados poderão determinar o preço que as ações da Companhia poderiam ser negociadas se substituíssem seu múltiplo pelo múltiplo médio do mercado. Isto é, se as Companhias em um mesmo setor possuem o múltiplo preço de mercado por receita correspondente a 3,5 milhões, sabe-se que, multiplicando a receita da Companhia, de, por exemplo, 100 milhões de reais, seu preço de mercado corresponderia a 350 milhões de reais.

Como o leitor observará, a metodologia requer cuidados e as conclusões não podem ser extraídas sem o exercício de juízo crítico cuidadoso sobre os múltiplos e os elementos sobre os quais se sustentam. O primeiro a ser tratado neste artigo consiste nas Companhias utilizadas para a composição da amostra, conforme exposto a seguir.

### *3.2.2.1 Companhias comparáveis (Company Guidelines)*

O princípio consiste em extrair uma ordem de grandeza que permita elevar a confiabilidade da estimativa de valor da Companhia sob avaliação.

A metodologia possui maior mérito na avaliação de uma Companhia fechada, tópico que ultrapassa o objetivo deste artigo (neste, ela permite que, por meio de múltiplos, simule-se o valor de negociação que uma Companhia fechada teria se ingressasse no mercado aberto. Por meio do cotejo entre os múltiplos apresentados pela Companhia, fora do mercado, e a média, ou mediana, no mercado aberto, pode-se chegar à conclusão razoável sobre o valor que a Companhia fechada teria).

No mercado aberto, há, por óbvio, o valor de cotação das ações da Companhia. Este consiste em uma das estimativas mais confiáveis de valor de mercado e tenderia à conclusão de que uma avaliação por múltiplos seria incabível sobre o pressuposto de que não há necessidade de se simular o que pode ser diretamente verificado, especialmente sobre o robusto juízo do mercado.

Não obstante, o sentido em se utilizar a metodologia reside na capacidade desta de servir de teste de razoabilidade e diluir ruídos inerentes às outras metodologias aplicadas. Se o valor de mercado das ações estiver realisticamente embasado, os múltiplos corroborarão a previsão,

distanciando-se ou aproximando-se da Companhia sob avaliação, mas de forma consistente.

O requisito essencial para que a metodologia cumpra o papel acima consistirá na correspondência dos fundamentos das Companhias comparáveis aos fundamentos da Companhia avaliada. O exercício corresponde à tentativa de se montar um portfólio que replique os méritos e os riscos a que o investimento na Companhia está submetido e determinar o preço demandado pelo mercado para tal portfólio. (NEFTCI, 2008, p. 638). De conformidade com a lei do preço único, neste caso, ou o portfólio e as Companhias serão negociados pelo mesmo preço, ou as Companhias não serão comparáveis.

Portanto, o advogado deve estar seguro de que os fundamentos adotados para a seleção das Companhias são equivalentes aos fundamentos da Companhia. Fundamentos normalmente adotados constituem (PRATT, 2000, p. 148):

- (i) porte;
- (ii) comparabilidade de padrões de receita;
- (iii) posição no setor da indústria;
- (iv) estrutura de capital;
- (v) grau de maturidade.

Arzac (2008, p. 66) considera que os múltiplos são melhor utilizados quando as Companhias comparáveis escolhidas possuem as seguintes características semelhantes:

- (i) taxa de crescimento esperada;
- (ii) grau de alavancagem;
- (iii) taxa de crescimento.

Em compêndio do entendimento esboçado por parte da doutrina, Meitner (2006, p. 53) esboça a seguinte relação:

- (i) produtos ou serviços;
- (ii) processo de valor adicionado;
- (iii) setor industrial e tipo de negócio;
- (iv) grau tecnológico de infraestrutura;
- (v) canais de distribuição;
- (vi) base de clientes;
- (vii) ciclo de vida do produto;
- (viii) influência dos competidores;
- (ix) grau de diversificação;
- (x) ambiente legal;
- (xi) questões tributárias;
- (xii) distribuição da receita por localização geográfica;
- (xiii) qualidade e experiência da administração;
- (xiv) porte da companhia;
- (xv) tipo societário adotado pela companhia;
- (xvi) financiamento por valores mobiliários;
- (xvii) estrutura de capital;
- (xviii) risco operacional.

Há, ainda, especialistas que utilizam as perspectivas futuras de retorno sobre o capital investido e a taxa de crescimento como critério determinante.

Como pode ser observado pelo compêndio acima, os elementos adotados para a seleção de Companhias comparáveis são variados. O papel do advogado não consiste em escolhê-los em espécie, mas assegurar que os responsáveis pela escolha tenham utilizado como critério de seleção das Companhias constantes do procedimento um portfólio que possua fundamentos consistentemente comparáveis com a Companhia objeto da OPA, sob pena de permitir eventual contestação do laudo de avaliação. No



entendimento do autor, o advogado beneficia-se das orientações dadas por Penman (2004, p. 15) para seu juízo de comparação:

- (i) conhecer o produto da Companhia:
  - a. tipo de produto;
  - b. demanda do consumidor pelo produto;
  - c. elasticidade de preço do produto;
  - d. substitutos para o produto. Dependentes de preço ou qualidade?
  - e. força da marca do produto;
  - f. existência de patentes.
- (ii) conhecer a tecnologia exigida para levar o produto da Companhia ao mercado:
  - a. processo de produção;
  - b. processo de marketing;
  - c. canais de distribuição;
  - d. rede de fornecedores;
  - e. economias de escala.
- (iii) conhecer o estoque de conhecimento da Companhia:
  - a. direção e velocidade de mudanças tecnológicas vis-à-vis preparação da Companhia para enfrentá-las;
  - b. departamento de pesquisa e desenvolvimento;
  - c. vinculação a redes de informação;
  - d. capacidade de inovar no desenvolvimento do produto;
  - e. capacidade de inovar na tecnologia utilizada pelo produto;
  - f. economias decorrentes de aprendizado.
- (iv) conhecer o grau de competitividade do setor industrial da Companhia:
  - a. grau de concentração na indústria, como número de companhias e porte;
  - b. barreiras de entrada na indústria e probabilidade de novos entrantes;
  - c. posição da companhia no setor. A companhia desenvolve ou segue a tecnologia desenvolvida? A companhia possui vantagem de custo?
  - d. competitividade dos fornecedores. Os fornecedores detêm poder de mercado? Os sindicatos são de difícil negociação?
  - e. capacidade de produção. Há ociosidade ou escassez de capacidade?
  - f. relacionamentos e alianças com outras companhias.

- (v) conheça o ambiente político, legal, regulatório e ético em que a Companhia se insere;
- (vi) o poder político da companhia;
- (vii) limites de natureza legal sobre a companhia, incluindo de natureza concorrencial, trabalhista e ambiental;
- (viii) limites regulatórios sobre preços e produtos ou serviços fornecidos;
- (ix) tributação;
- (x) desempenho ético da companhia e propensão da administração a violações éticas.

Com certa frequência, o advogado se encontrará em circunstâncias em que as Companhias comparáveis selecionadas não apresentarão fundamentos comparáveis que o deixem seguro sobre a confiabilidade da avaliação feita. A hipótese é mais provável no Brasil em decorrência do menor número de Companhias negociadas no mercado aberto, bem como do curto espaço de tempo de parte das Companhias que nele ingressaram (o período em que as Companhias encontram-se sujeitas às mesmas pressões competitivas por financiamento, retorno sobre os investimentos efetuados e distribuições a provedores de capital com altíssima mobilidade no mercado aberto contribui para a convergência entre as Companhias).

A comparabilidade entre as Companhias constitui questão essencial à instituição avaliadora que deve assegurar-se de que a avaliação submetida à OPA encontra-se consistentemente alicerçada sobre fundamentos comparáveis e diante de sua indisponibilidade deverá, se o objetivo consistir em utilizar a metodologia, selecionar as Companhias que se aproximem da Companhia avaliada, ainda que as mesmas não correspondam ao ideal. Neste caso, o advogado deverá buscar aferir a consistência da avaliação feita assegurando-se que o avaliador efetuou um ajuste, numérico, elevando ou reduzindo a ordem de grandeza sobre os múltiplos extraídos das Companhias que não apresentam fundamentos correspondentes aos fundamentos da Companhia, bem como que a avaliação conta com justificativa correspondente ao ajuste, que permita que as Companhias selecionadas resistam a eventual contestação do laudo (no caso abaixo citado, a decisão da Corte de Delaware aceitou, por exemplo, ajuste efetuado sobre o múltiplo da Companhia sob o argumento de que o

mesmo tornaria a iliquidez dos títulos da Companhia avaliada comparável ao das Companhias selecionadas).

O Ofertante terá à sua disposição um dado número de Companhias para compor o portfólio de Companhias comparáveis. Como o objetivo consiste em diluir ruídos decorrentes de características particulares das Companhias comparáveis e não partilhadas com a Companhia, o advogado deverá assegurar-se de que a avaliação conta com diversidade suficiente. Em regra, recomenda-se que a avaliação conte com um número de 5 a 7 Companhias comparáveis. (PRATT, 2000, p. 146).

### *3.2.2.2 Múltiplos usuais*

#### 3.2.2.2.1 P/L ou P/E (Preço/Lucro)

O múltiplo mais frequentemente utilizado constitui o preço da ação da Companhia, medido em relação ao lucro da Companhia, por ação. (ARZAC, 2008, p. 67). A utilidade do múltiplo reside, principalmente, na identificação do potencial de crescimento do lucro das Companhias. Um múltiplo mais baixo, em teoria, quer dizer que com menor desembolso financeiro poder-se-ia comprar, no mercado, maior parcela do lucro ou que este tende a crescer.

Não obstante, o múltiplo apresenta-se negativo com frequência, seja porque a Companhia encontra-se em situação de fragilidade financeira, seja porque necessita reinvestir nos resultados operacionais. Ponto negativo adicional consiste em sua sensibilidade a políticas contábeis discricionárias da administração da Companhia, o que poderá colocar em risco sua capacidade de servir de medida acurada de valor. Adicionalmente, somente o lucro recorrente e não extraordinário constitui, de fato, o elemento importante para a avaliação do valor fundamental das atividades operacionais. E este pode apresentar oscilações relevantes em função de ganhos voláteis e transitórios, dificultando a determinação de valor. (STOWE, 2007, p. 169). *O múltiplo não atende à necessidade* (MCKINSEY, 2005, p. 369) de informar uma ordem de grandeza independente da estrutura de capital. As situações acima impactam a comparabilidade a que o múltiplo se propõe e justificam a cautela.

#### 3.2.2.2.2 EV/EBITDA ou VC/LAJIDA (Lucro Operacional antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)

O múltiplo corresponde a uma medida de preço da Companhia em relação ao lucro operacional, isto é, antes da dedução de juros, impostos e depreciação. O múltiplo permite que resultados por vezes arbitrários decorrentes de políticas contábeis distintas entre Companhias sejam mais bem interpretados.

O EBITDA informa os fluxos de caixa positivos decorrentes das atividades operacionais da Companhia, excluindo fluxos não operacionais ou extraordinários. O múltiplo permite, ainda, a comparação entre Companhias com diferentes graus de alavancagem, porque exclui a consideração da dívida na estrutura de capital. O múltiplo permite que empresas de capital intensivo possam ser adequadamente comparadas em função da desconsideração dos valores substanciais que a depreciação e a amortização, em tais casos, assumem. O EBITDA é frequentemente positivo, mesmo quando o lucro bruto é negativo.

Estes múltiplos são comumente utilizados em razão de estarem baseados em medidas brutas e estarem isentos de ruídos decorrentes da estrutura de capital das Companhias comparáveis. São bastante úteis para a avaliação de divisões ou negócios que passaram por situações de recapitalização ou baixa significativa de ativos (ARZAC, 2008, p. 71) e são os múltiplos preferencialmente utilizados (PRATT, 2000, p. 145) para a aquisição de Companhias por reduzirem o efeito distorcido da depreciação sobre os ativos das Companhias avaliadas.

Os cuidados com o múltiplo consistem na possibilidade de o EBITDA superestimar os fluxos de caixa quando o capital de giro está em ascensão, bem como de o EBITDA não refletir os efeitos decorrentes de políticas contábeis distintas de reconhecimento de receita (STOWE, 2007, p. 219).

#### 3.2.2.2.3 P/PL (Preço da Ação/Patrimônio Líquido)

O múltiplo consiste em uma medida de preço em relação ao preço do patrimônio líquido contábil da Companhia. O P/PL permite que se observe os fluxos de caixa incorporados ao preço ainda não registrados contabilmente no patrimônio líquido. (PENMAN, 2004, p. 185).

O múltiplo possui maior utilidade para Companhias em que seus ativos sejam líquidos, como instituições financeiras, porque nestes o valor contábil apresenta menor defasagem e aproxima-se do valor de mercado em maior grau (STOWE, 2007, p. 195).

O múltiplo possui o risco associado à falta de reconhecimento de ativos intangíveis, bem como em decorrência dos efeitos das práticas contábeis que cada Companhia adota ou da Companhia especificamente avaliada. Tais riscos podem torná-lo incapaz de retratar o estoque de ativos realmente detidos pela Companhia.

#### 3.2.2.2.4 P/RB (Preço/Receita Bruta ou Faturamento)

O múltiplo consiste na medida de preço de uma ação em relação ao faturamento total da Companhia. O sentido em utilizá-lo consiste na menor possibilidade de distorção, uma vez que a ordem de grandeza apresenta-se em forma bruta e anterior a quaisquer subtrações. Adicionalmente, o múltiplo pode atuar como substituto ao P/E na hipótese acima mencionada, em que a Companhia não tenha gerado lucro bruto positivo.

Os aspectos negativos correspondem à falta de correspondência entre receita bruta e valor, já que para a geração de valor a receita bruta deverá ultrapassar seu custo. A receita bruta não reflete, ainda, os diferentes graus de alavancagem (PRATT, 2000, p. 146), ou de estruturas de custo distintas dentre as Companhias comparáveis selecionadas. Se utilizado, o múltiplo deve relacionar-se com a avaliação de Companhias em estágio maduro, de forma a eliminar a perda da capacidade de aferir valor em decorrência de oscilações nas vendas. Há especialistas que os consideram imprecisos, e não particularmente úteis para justificar avaliação da Companhia. (MCKINSEY, 2005, p. 375).

#### 3.2.2.3 Apontamentos jurisprudenciais sobre a metodologia de comparação por múltiplos de mercado

*Borusso v. Coomunications Telesystems International* explicita a importância da comparabilidade entre as Companhias e destaca que a falta de comparabilidade reduz a capacidade de a metodologia mensurar o valor intrínseco da ação sendo avaliada. Com base em BORUSSO, as Companhias não comparáveis devem ser descartadas para que a metodologia ganhe em precisão<sup>26</sup>.

Em *Miller v. Agranoff* (2001 Del. Ch. Lexis 1571) a Corte de Delaware descreve a metodologia de comparação por múltiplos, registrando que a determinação do valor das ações deve ser efetuada por meio de<sup>27</sup>: (i) derivação de múltiplos considerados comparáveis de Companhias; (ii)

ajuste destes múltiplos para fazer com que as diferenças entre a Companhia sob avaliação e as Companhias comparáveis sejam reduzidas; e (iii) em seguida, multiplicação pela receita, faturamento ou outros valores determinados para Companhia avaliada. A corte observa a necessidade de um ajuste para que a Companhia pague o valor proporcional ao acionista, já que os múltiplos acarretam o pagamento de valores correspondentes a parcelas minoritárias<sup>28</sup>.

Finalmente, em *Gotham Partners v. Hallwood* a corte decidiu que os ajustes efetuados nos múltiplos adotados na metodologia de comparação por múltiplos de mercado são aceitáveis<sup>29</sup>. O argumento apresentado pela parte, de que sua avaliação deveria prevalecer porque um ajuste seria necessário para que a empresa avaliada se tornasse efetivamente comparável, recebeu guarida na decisão. A corte fez, contudo, referência a “ajustes razoáveis”, ao fato de que a realidade econômica possui precedência sobre formalidades técnicas.

### 3.3 Conclusão

Os advogados são os profissionais responsáveis por assegurar que o processo pelo qual a OPA se perfaz transcorra de forma válida, formal e substancialmente. Este artigo visa instruir e preparar profissionais do direito para o aconselhamento de clientes em substância e permitir que suas considerações contribuam para a consistência da operação contemplada. O objetivo consiste, ainda, em proporcionar informações aos advogados sobre como mitigar o risco de contestação, ou contestação e invalidação da OPA e, desta forma, reduzir, na extensão possível, o desvio entre o resultado estimado por seu cliente e o resultado verificado após a conclusão da operação. A premissa aqui adotada consiste no entendimento de que o juízo adequado *ex ante* apresenta resultados melhores que correções de procedimentos *ex post*.

O artigo trata das duas metodologias citadas na Instrução CVM n. 361/2002, que constituem as metodologias usuais. O assessoramento jurídico possui um papel destacado em ambas. Sobre a metodologia de avaliação por fluxos de caixa descontados, o advogado deve ter em mente

três componentes fundamentais sobre o método: (a) os fluxos de caixa; (b) o custo de oportunidade; (c) a taxa de crescimento esperada para as atividades operacionais no futuro.

Sobre os fluxos de caixa, o advogado observará a determinação do valor das ações feita por meio do cálculo dos fluxos de caixa livres para pagamento a todos os provedores de capital da Companhia, incluindo detentores de ações e dívida, ou somente por meio dos fluxos de caixa livres e destinados aos detentores de ações. No caso destes, o advogado deverá certificar-se de que, se efetuado pela segunda modalidade, o valor da Companhia tenha sido deduzido, ao final, pelo valor da dívida, em valores de mercado, conforme acima explicado.

Após a análise dos fluxos de caixa, o advogado voltará sua atenção à taxa de retorno oferecida pela Companhia objeto da OPA. O risco de insucesso de uma OPA está relacionado ao oferecimento de taxa de retorno igual ou superior ao retorno demandado pelo mercado para investimento na Companhia, criteriosamente calculada. Neste ponto, o advogado sabe que um provedor de capital no mercado pode obter em investimento em títulos soberanos uma taxa de retorno determinada, absorvendo pequena parcela de risco. O advogado sabe que o provedor de capital igualmente pode obter no mercado um prêmio de risco para investimento em um portfólio de ações que reflita o conjunto do mercado, com risco mitigado em função dos benefícios proporcionados pela diversificação. O advogado sabe que os resultados atingidos pela Companhia no passado apresentam distribuições historicamente registradas e comparáveis com os resultados historicamente registrados por outras pelo mercado.

Da leitura do artigo, espera-se que tenha ficado claro que a medida variação, que constitui o beta e precisa ser remunerada, requer atenção. O advogado deve estar atento para o intervalo de medição, porque este pode retirar a consistência da avaliação, na forma explicada no artigo. Ele deve estar atento, ainda, ao efeito do grau de alavancagem da Companhia, pois, se discrepante da média sobre a qual o beta foi embasado, o valor das ações será outro, não o informado na OPA. Neste caso, o advogado deve aconselhar seu cliente no sentido de lhe recomendar o ajuste adequado que incorpore o risco efetivo associado às ações. O beta constitui uma

contribuição de risco e, portanto, deve ser somado, no entendimento do autor, com o mercado do qual foi extraído e para cujo risco contribui.

Quando a Companhia for financiada por dívida, seu custo de capital corresponderá ao custo de capital das ações somado, também, ao custo da dívida. Neste caso, o advogado sabe que o desconto será efetuado pelo custo médio ponderado de capital subtraído dos benefícios proporcionados pela dedução da dívida, conforme explicado no artigo. A mesma preocupação com alterações recentes na estrutura de capital, mencionadas em relação ao beta, faz-se presente em relação ao WACC.

Finalmente, o advogado deve estar atento para o horizonte explícito de estimativa dos fluxos de caixa e o horizonte corresponde ao Valor Terminal. Neste se localiza a maior parte do valor de uma Companhia sujeita à OPA, como em todo processo de avaliação por FCD. No desempenho de sua diligência, o advogado indagará o horizonte previsível sabedor que, em ambientes competitivos, é improvável que os horizontes sejam substancialmente divergentes. O advogado atentará para a estimativa de crescimento da Companhia na perpetuidade. Nesta parcela de valor, as estimativas são essencialmente subjetivas. Em nenhum caso a estimativa deve significativamente estar distante da taxa de crescimento média esperada para a economia.

O advogado sabe que, não obstante existir liberdade para propositura do prêmio de controle que entender adequado, o laudo somente será consistente se estiver conforme com o prêmio oferecido em transações semelhantes.

O advogado deve aconselhar seu cliente a utilizar sempre, no mínimo, as duas metodologias previstas na Instrução CVM n. 361/2002. No desempenho da avaliação por comparação com múltiplos de mercado, o advogado estará atento à seleção de Companhias comparáveis semelhantes à Companhia objeto da OPA. O advogado aconselhará seu cliente a adotar uma amostra composta por número suficiente de Companhias, preferencialmente entre 5 e 7 Companhias, e efetuará os ajustes nos múltiplos que forem necessários e justificáveis perante terceiros para que a comparabilidade seja aumentada, se necessário for. Tomadas as cautelas, a metodologia desempenhará o papel de redução dos ruídos inerentes à



adoção de uma única metodologia, em especial da metodologia de fluxos de caixa descontados.

Ofertantes e Ofertados, e o mercado, beneficiam-se de um procedimento claro e completo. Tais qualidades reduzem os custos de transação associados a uma decisão inadequadamente informada, que pode resultar em uma OPA malsucedida, e/ou em uma contestação judicial. O advogado munido de conhecimentos financeiros deve passar ao papel de ativo conselheiro sobre a validade das premissas e à correção dos procedimentos desempenhados pelos profissionais do ramo financeiro incumbidos de coleta e manipulação dos dados. O trabalho, assim desempenhado, em conjunto, apresenta resultados superiores em relação à maneira com que a atividade tem sido desempenhada.

## REFERÊNCIAS

ARZAC, Enrique R. **Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008.

BENNINGA, Simon. **Principles of Finance with Excel**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Frank M. **Principles of Corporate Finance**. McGraw-Hill, 2007.

BRUNER, Robert F. **Applied Merger Acquisitions**. New Jersey: John Wiley Sons, 2004.

CARLBERG, Conrad. **Business Analysis with Microsoft Excel**. Londres: Person Education, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Applied Corporate Finance: a user's manual**. New Jersey: John Wiley & Sons, 1999.

GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. **The Law of Finance of Corporate Acquisitions**. Minnesota Foundation Press, 1995.

JONES, Gary E.; DYKE, Dirk Van. **The Business of Business Valuation**. McGraw-Hill, 1998.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. **Measuring and Managing the Value of Companies**. Mckinsey Company. New Jersey:

Wiley, 2005.

MEITNER, Matthias. **The Market Approach to Comparable Company Valuation**. Centre for European Economic Research, 2006.

MODIGLIANI, Franco; FABOZZI, Frank. **Capital Markets. Institutions and Instruments**. Second Ed. McGraw-Hill/Irwin, 1992.

PENMAN, Stephen H. **Financial Statement Analysis and Security Valuation**. McGraw-Hill/Irwin, 2004.

PRATT, Shannon P. **Business Valuation: Discounts and Premiums**. New Jersey, John Wiley Sons, 2001.

PRATT, Shannon P. **The Lawyers Business Valuation Handbook**. Understanding Financial Statements, Appraisal Reports and Expert Testimony. Washington: American Bar Association, 2000.

PRATT, Shannon P.; REILLEY, Robert F.; SCHWEIHS, Robert P. **Valuing a Business**. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. McGraw-Hill, 2000.

1 O autor embasa-se na definição de Franco Modigliani, detentor do Prêmio Nobel de Economia, de que ativos correspondem a quaisquer direitos possuam valor em uma troca. (MODIGLIANI; FABOZZI, 1992, p. 2).

2

$$\sum_{T=1}^n \frac{FCLA_t}{(1+r)^t} + \frac{FCLA_{n+1}}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

3

$$\sum_{T=1}^n \frac{FCLC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCLC_{n+1}}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

4 Segundo McKinsey & Company, deve-se utilizar períodos curtos e selecionados de tempo. Segundo Damodaram Aswath (1999), tal não seria inaceitável.

5 Com efeito, um portfólio adequadamente diversificado pode neutralizar o risco associado às companhias que o compõem e replicar o risco associado a fatores de mercado somente.

6 Como esclarecimento, há meios alternativos de determinação do beta, como a construção do beta (*bottom up*) de uma Companhia objeto, constituído pela média ponderada dos betas individuais dos ativos que o compõem. Pode-se calcular o beta da Companhia objeto tendo-se o conhecimento do (i) ramo de negócios desenvolvido pela companhia; (ii) custos

operacionais e (iii) do grau de alavancagem financeira. O procedimento é minoritário e não se inclui no objetivo deste artigo.

7 O procedimento de desalavancagem consiste em subtrair do beta alavancado o peso da dívida sobre as operações da companhia. A representação matemática encontra-se abaixo, a qual consiste em que o beta desalavancado ( $B_d$ ) corresponde ao beta alavancado ( $B_a$ ), dividido pelo efeito ponderado pela dívida ( $D/A$ ) após tributação ( $1 - t_c$ ) sobre a companhia, ou:

$$B_d = B_a / [(1 + (1 - t_c)(D/A)]$$

8 O índice *Morgan Stanley Capital Index*, para citar um exemplo, consiste em índice de mercado ponderado, composto pelos mercados emergentes mais expressivos.

9 “Mas concordo com a Gotham que o Rosenbloom foi excessivamente agressivo em um ponto de maneira que favoreceu seu cliente. Ao efetuar o FCDm, Rosenbloom tratou sociedade como se fosse uma companhia privada. Ele ignorou o ‘beta’ aplicável à própria sociedade sob o argumento de que essa pouca negociação nos títulos da sociedade e outros fatores de mercado fizeram com que o beta da sociedade se tornasse um fator não confiável para a determinação do custo de capital apropriado. A literatura que os réus apresentaram para consubstanciar esta alegação é, na melhor das hipóteses, pouco sólida. Ainda assim, os próprios argumentos da Gotham sobre a falta de confiabilidade do preço de negociação dos títulos da sociedade como indicadores de valor intuitivamente corroboram o juízo desempenhado por Rosenbloom de que o beta da sociedade não reflete o que seu beta seria, fossem os títulos negociados mais ativamente.” *But I agree with Gotham that Rosenbloom was overly aggressive on one point in a manner that favored his client. In conducting this DCF, Rosenbloom treated the Partnership as if it was a private company. He ignored the partnership’s own ascertainable “beta” on the ground that this thin trading in Partnership units and to other market factors made the Partnership’s beta an unreliable factor in determining the appropriate cost of capital. The literature that defendants submitted to support this approach is, at best, faintly supportive. Yet, Gotham’s own arguments about the lack of reliability of the Partnership’s trading price as an indicator of value intuitively support Rosenbloom’s judgment that the Partnership’s own beta did not reflect what its beta would be had the units been more actively traded.*

10 “Para compensar este fato, Rosenbloom derivou o beta recorrendo a companhias comparáveis e então calculou um beta alavancado para a sociedade aberta que levou em consideração sua estrutura de capital. Ao avaliar uma companhia fechada, este mecanismo teria sido considerado padrão. O que não é bem o padrão é aplicá-lo a uma sociedade aberta, cujo beta é determinável por meio de informação do mercado.” *To compensate for this factor Rosenbloom derived a beta by looking at comparable companies and then calculating a leveraged beta for the Partnership that took into account its capital structure. In valuing a private company, this move would be considered standard. What is not so standard is applying it to a public company, whose beta is derivable from market information.*

“A consequência da abordagem d/e Rosenbloom foi majorar o beta da sociedade do nível publicado, de 0,63, para 3,35, uma majoração muito elevada. O nível publicado indicava que o custo de capital associado às ações da sociedade seria muito menos que o do conjunto do mercado; o beta calculado por Rosenbloom resultou em um custo de capital associado às ações muito mais alto que o esperado para o conjunto do mercado.” *The effect of Rosenbloom’s approach was to increase the Partnership’s leveraged beta from its published level of 0.63 to 3.35, a very large increase. The published level indicated that the Partnership’s cost of equity would be less than that of the market as whole; the Rosenbloom-calculated beta resulted in a cost of equity much higher than is expected from that of the market as a whole.*

“Rosenbloom então multiplicou esse ajuste adicionando um ‘risco específico da sociedade’ (3%) e um ‘risco de pequena capitalização’ (4%) ao seu custo de capital associado às ações. Isto resultou em um custo de capital de 38%. As ações correspondiam a 13,7% da estrutura de capital total. Quando considerado em conjunto com um custo razoável para a dívida de 9% e com o fato de que a dívida correspondia aos 83,6% restantes do capital, Rosenbloom obteve o WAAC de 13%.” *Rosenbloom then compounded this adjustment by adding “company specific” (3%) and “small stock” (4%) adjustments to his cost of equity calculus. This resulted in a cost of equity capital of 38%. Equity comprised 13.7% of the Partnership’s over overall capital structure. When considered along with his reasonable estimate of cost of debt of 9%, and the fact that debt comprised the remaining 86.3% of the Partnership’s capital, Rosenbloom came to a weighted average cost of capital (“WACC”) of 13.0%.*

11 “Considerando o que a própria Gotham alega ser um mercado ineficiente para os títulos da sociedade e o elevado endividamento da mesma, o juízo de que o beta publicado aplicável à sociedade estava desalinhado me parece razoável. O que eu considero não razoável, contudo, é multiplicar aquele ajuste substancial do beta – fundado em características específicas da sociedade – com nova adição de ajustes derivados de características específicas da sociedade e baixa capitalização. Ainda que tais ajustes tenham sido aceitos em certas decisões no passado desta corte envolvendo circunstâncias diferentes, eu considero tais ajustes inadequados neste caso. O ajuste no beta, somente, era suficiente para responder adequadamente pela existência daqueles fatores.” *Given what Gotham itself contends was an “inefficient” market in the Partnership’s units and given the heavy debt the Partnership carried, the judgment that the Partnership’s published beta was out of line strikes me as reasonable. What I believe unreasonable, though, is compounding that substantial adjustment to beta – on firm and specific characteristics of the Partnership – with the further addition of small company and specific company adjustments. Although such adjustments have been accepted in certain decision of this court involving different circumstances, I find them to be inappropriate here. The adjustment to beta alone was sufficient to account adequately for those factors.*

12 A expressão matemática que expressa a proposição consiste em:  $r_D \times D / V + r_E \times E / V$ , em que D, E e V correspondem aos valores de mercado da dívida, das ações, total da

companhia,  $r_D$  e  $r_E$ , à taxa de retorno que remunera a dívida e à taxa de retorno que remunera as ações

13 A expressão matemática que reflete a proposição é  $r_D \times (1 - T_C) \times D / V + r_E \times E / V$ , em que, respectivamente, D, E e V correspondem aos valores de mercado da dívida, das ações, total da companhia,  $r_D$ ,  $r_E$  e  $T_C$  correspondem à taxa de retorno que remunera a dívida, taxa de retorno que remunera as ações e a tributação marginal.

14 Alternativamente, o operador poderá ver o Valor Presente Ajustado no lugar do WACC. O Valor Presente Ajustado corresponde ao valor da Companhia objeto sem dívida adicionado ao efeito positivo ou negativo da alavancagem sobre a Companhia objeto. Seu uso é feito em situações de alteração recente ou esperada na estrutura de capital. Para fins de alteração na estrutura de capital, o APV desdobra o valor das operações em valor das operações da companhia se fosse financiada exclusivamente por ações e o valor presente do benefício tributário. O valor do benefício tributário, por fim, deve ser adicionado ao valor de avaliação dos fluxos de caixa descontado, calculando-se, por fim, o valor do valor presente ajustado.

15 “O Vice Chanceler entendeu que a abordagem de Chadbourne foi deficiente sob dois aspectos. Como o Valor Terminal, baseado em fluxos de caixa, destina-se a refletir o valor futuro de uma empresa no final de um período específico, é essencial que os fluxos de caixa tenham se estabilizado a partir da data terminal. Baseado nas evidências apresentadas, a corte não se encontra satisfeita que tal estabilização foi caracterizada.” *The Vice Chancellor faulted Chadbourne’s approach in two respects. Since terminal value, based on cash flow, is intended to represent the future value of an enterprise at the end of a specified period, it is essential that cash flows be stabilized as of the terminal date. Based on the evidence presented, the court was not satisfied that such stabilization had been established.*

16 “Enquanto o Chanceler rejeitou o cálculo de fluxos de caixa descontados como metodologia para a avaliação das ações da UOP, como não correspondentes ‘à lógica, ou à lei existente’, é significativo que esse era essencialmente o foco, i.e. receita potencial da UOP, dos Srs. Arledge e Chitica em sua avaliação da fusão. De conformidade, o padrão do ‘Delaware block’ ou método de avaliação de médias ponderadas, previamente empregados em casos de avaliação de ações, não deve mais controlar, exclusivamente, tais procedimentos de avaliação. Nós acreditamos que uma abordagem mais liberal deve incluir prova de valor por meio de quaisquer técnicas ou métodos que são geralmente considerados aceitáveis pela comunidade financeira e que assim sejam admissíveis em juízo, sujeitando-se somente a nossa interpretação do artigo 8 *Del. C. § 262(h)*. Isto vai prevenir o procedimento mecanicista e estruturado que tem governado tal material até o momento.” (...) *While the Chancellor rejected plaintiff’s discounted cash flow method of valuing UOP’s stock, as not corresponding with “either logic or the existing law” (426 A.2d at 1360), it is significant that this was essentially the focus, i.e., earnings potential of UOP, of Messrs. Arledge and Chitica in their evaluation of the merger. Accordingly, the standard “Delaware block” or weighted average method of valuation, formerly employed in appraisal and other stock valuation cases, shall no longer exclusively control such*

*proceedings. We believe that a more liberal approach must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court, subject only to our interpretation of 8 Del. C. § 262(h), infra. See also D.R.E. 702-05. This will obviate the very structured and mechanistic procedure that has heretofore governed such matters. See Jacques Coe & Co. v. Minneapolis-Moline Co., Del. Ch., 75 A.2d 244, 247 (1950); Tri-Continental Corp. v. Battye, Del. Ch., 66 A.2d 910, 917-18 (1949); In the General Realty and Utilities Corp., supra.*

17 “Em muitas situações, os fluxos de caixa descontados consistem na técnica que, em teoria, é a melhor e única técnica para estimar o valor de um ativo. Antes da decisão da Suprema Corte em *Weinberger v. UOP* entretanto, a técnica não era tipicamente empregada em casos de avaliação nesta jurisdição. Mas o encorajamento implícito em *Weinberger* a esta técnica tornou-se proeminente. O modelo FCD envolve três componentes essenciais: uma estimativa dos fluxos de caixa livres que a empresa gerará e quando, durante determinado período; um Valor Terminal ou residual igual ao valor futuro, ao final do período projetado, dos fluxos de caixa ao final do período projetado; e finalmente do custo de capital com o qual descontar o valor presente ambos os fluxos projetados e o valor terminal ou residual estimados.” *In many situations, the discounted cash flow technique is in theory the single best technique to estimate the value of an economic asset. Prior to our Supreme Court’s decision in Weinberger v. U.O.P., Del. Supr., 457 A.2d 701 (1983) however, that technique was not typically employed in appraisal cases in this jurisdiction. But Weinberger’s implicit encouragement of this technique has become prominent. See, e.g., Cavalier Oil Corp. v. Harnett, Del. Ch., C.A. No. 7959, Jacobs, V. C. (Feb. 22, 1988); Neal v. Alabama By-Products Corp., Del. Ch., C.A. No. 8282, Chandler, V. C. (Aug. 1, 1990). The DCF model entails three basic components: an estimation of net cash flows that the firm will generate and when, over some period; a terminal or residual value equal to the future value, as of the end of the projection period, [of the firm’s cash flows beyond the projection period]; and finally a cost of capital with which to discount to a present value both the projected net cash flows and the estimated terminal or residual value.*

18 “O CAPM é utilizado largamente (e por todos os peritos neste caso) para estimar o custo de capital das ações. Ele o faz buscando identificar uma taxa livre de risco para os fundos e um prêmio de risco que seria demandado para investimento na empresa especificamente em questão. No modelo CAPM, a taxa livre de risco é tipicamente derivada de obrigações emitidas pelo governo. Para um título, o prêmio de risco é derivado em dois passos. Primeiramente, o risco de mercado é calculado. Ele corresponde ao excedente da taxa de retorno esperada aplicável a um índice de mercado representativa (como o Standard & Poor’s 500 ou todas as companhias da NYSE) sobre a taxa livre de risco. Subsequentemente, o risco individual sistêmico – isto é, o risco não diversificável associado à economia em relação à companhia – é estimado. Este segundo elemento de prêmio de risco é, no CAPM, representado por um coeficiente (beta) que mede a volatilidade dos títulos da companhia em relação ao movimento do mercado em geral. Quanto mais alto o coeficiente (i.e. o beta), mais volátil ou arriscada a ação da companhia é considerada. Claro, quanto mais arriscado, mais elevado será seu custo capital.” *The CAPM*

*is used widely (and by all experts in this case) to estimate a firm's cost of equity capital. It does this by attempting to identify a risk-free rate for money and to identify a risk premium that would be demanded for investment in the particular enterprise in issue. In the CAPM model the riskless rate is typically derived from government treasury obligations. For a traded security the market risk premium is derived in two steps. First a market risk premium is calculated. It is the excess of the expected rate of return for a representative stock index (such as the Standard & Poor (sic) 500 or all NYSE companies) over the riskless rate. Next the individual company's "systematic risk" – that is the nondiversified risk associated with the economy as a whole as it affects this firm – is estimated. This second element of the risk premium is, in the CAPM, represented by a coefficient (beta) that measures the relative volatility of the subject firm's stock price relative to the movement of the market generally. The higher that coefficient (i.e. the higher the beta) the more volatile or risky the stock of the subject company is said to be. Of course, the riskier the investment the higher its cost of capital will be.*

19 “Ao alcançar uma conclusão final sobre o valor justo, eu não atribuo mesmo peso às duas abordagens. Eu atribuo mais peso ao modelo FDC porque realmente avalia a Silgan como um empreendimento em andamento, em lugar de compará-la com outros negócios. Eu aplico o peso de 2/3 à análise de FDC e 1/3 do peso ao estudo de mercado, para atingir o valor das ações ordinárias da Silgan de \$ 78,429, não ajustado para considerar as opções.” *In reaching a final conclusion as to fair value, I do not give the two approaches equal weight. I give greater weight to the DCF model because it actually values Silgan as a going concern, rather than comparing Silgan to other businesses. I apply 2/3 weight to the DCF analysis and 1/3 weight to the market study to reach a value of Silgan's common equity of \$79,429, unadjusted for stock options.*

20 “Nota 5. Em razão do limitado histórico financeiro da WXL disponível na data da Fusão, nenhum dos peritos sentiu-se confortável em utilizar uma análise de fluxos de caixa descontados para determinar o valor de avaliação da WXL.

*Igualmente, devido ao número de companhias comparáveis disponíveis na data da Fusão, nenhum perito apoiou-se em tal método de avaliação.” FN5. Because of the limited financial history of WXL available as of the Merger date, neither expert was comfortable using a discounted cash flow analysis to determine WXL's appraised value. Also, due to the limited number of comparable transactions available as of the Merger date, neither expert relied on that method of valuation.*

21 “Kovacs e Lawson testemunham que o Prêmio sobre o preço de mercado pago por um adquirente inclui mais que um ajuste de minoria. O adquirente pode avaliar a companhia alvo acima de seu valor em funcionamento em razão das sinergias potenciais ou porque o adquirente acredita que a administrará melhor.” *Kovacs and Lawson testified that the Premium over the market price paid by an acquirer includes more than an adjustment for a minority discount. The acquirer may value the target corporation above its going concern value because of potential synergies or because the acquirer believes it will manage the target better.*

[22](#) “Em suma, concluo da seguinte forma: (i) nenhum prêmio de crescimento é conferido, (ii) um prêmio de controle deveria ser adicionado para ajustar o valor de mercado das ações derivado da metodologia de companhias comparáveis, e (iii) pelos termos dos autos, nenhum ‘desconto de companhia fechada’ mostra-se adequado.” *In summary, I conclude as follows: (i) no growth premium is warranted, (ii) a control premium should be added to adjust the market value of the equity derived from the comparable company method, and (iii) on the record before me, no “private company discount” is appropriate.*

[23](#) “Não há disputa entre as partes que a metodologia de companhias comparáveis produz a avaliação das ações como parcelas minoritárias, como foi reconhecido em decisões desta corte. (...) a avaliação, a metodologia de companhias comparáveis produzir um valor das ações que inerentemente reflete um desconto de minoria, pois os dados utilizados para a comparação foram todos derivados de valores de negociação de parcelas minoritárias das companhias comparáveis. Porque o valor não reflete plenamente o valor intrínseco da companhia como uma empresa em funcionamento, esta corte tem aplicado um prêmio de controle explícito ao calcular o valor justo das ações em um procedimento de avaliação.” *There is no dispute between them that the comparable company method produces a minority valuation of the shares subject to appraisal, as has been recognized in decisions of this court. Kleinwort Benson Ltd. V. Silgan Corp, Del. Ch., C.A. No. 11107. (...) the comparable company method of analysis produces an equity valuation that inherently reflects a minority discount, as the data used for purposes of comparison is all derived from minority trading values of the comparable companies. Because that value is not fully reflective of the intrinsic worth of the corporation on a going concern basis, this court has applied an explicit control premium in calculating the fair value of the equity in an appraisal proceeding.*

[24](#) “Aquele montante foi reduzido do valor da dívida determinado no valor das ações. Somente então o prêmio de controle foi calculado.” *That amount was reduced by the value of the debt to [determined in the value of the equity]. Only then was the control premium calculation performed.*

[25](#) “Finalmente, nós revertemos a negativa de ‘prêmio de controle’ a Harris. Entendemos que a corte possuía um dever afirmativo de considerar a natureza da empresa como um elemento em sua avaliação. Rapid, como uma companhia matriz e detentora de participação correspondente a 100% das três valiosas subsidiárias, tinha direito a ajuste em seu valor intrínseco como empresa em funcionamento de forma a refletir a realidade econômica da estrutura no nível da companhia. A técnica de avaliação aplicada pela corte artificialmente descontou a propriedade da Rapid sobre suas subsidiárias e privou seus acionistas do valor justo.” *Finally, we reverse the denial of “control premium” to Harris. We find that the trial court had an affirmative duty to consider the nature of the enterprise as an element of its valuation. Rapid, as a parent company owning a 100% interest in three valuable subsidiaries was entitled to an adjustment of its inherent value as a going concern to reflect the economic reality of its structure at the corporate level. The valuation technique the trial court applied artificially discounted Rapid’s ownership interest in its subsidiaries and deprived all of Rapid’s shareholders of fair value*



26 “Concordo que Colt e IDT não são [companhias] comparáveis úteis e deveriam ser eliminadas da análise. Colt é uma operadora local na Grã-Bretanha. Não é uma operadora de longa distância, mas uma companhia que possui cabeamento que liga casas ou escritórios ao distribuidor local. Assim, ela não compete com a WXL ou com as outras companhias comparáveis. Sua falta de comparabilidade é também aparente pela grande variação em seu múltiplo (10.5x) em relação às outras companhias utilizadas por Huck (variando de 1.2x a 4.5x). Eu também concordo que a IDT deveria ser desconsiderada na análise em razão do fato de uma porção substancial de sua receita advir de suas operações com a rede de internet. O crescimento de tal segmento nos negócios da IDT é muito forte, e, como sabido, as avaliações de todos os negócios relacionados à internet estão atipicamente altos. Enquanto os autores estão corretos em dizer que a IDT compete também no mercado de longa distância europeu e poderia, de outra forma, ser uma boa [companhia] comparável, sua participação no mercado de internet oferece uma chance, grande demais, de distorção para permitir sua inclusão.” *I agree that Colt and IDT are not useful comparables and should be eliminated from the analysis. Colt is a local exchange carrier in the UK. It is not a long distance company, but rather the company that owns the wires that connect houses or offices to the local switch. Thus it does not compete with WXL or the other comparable companies. Its lack of comparability is also apparent from the great variation of its derived multiplier (10.5x) from those of the other guideline companies utilized by Huck (ranging from 1.2x to 4.5x) I also agree that IDT should be disregarded in the analysis due to the fact that a substantial portion of its revenues is derived from its operations of an Internet network. The growth of that segment of IDT’s business is very strong and as is commonly known, current valuations of all Internet related business are unusually high. While Petitioners are correct that IDT also competes in the European long-distance market and might otherwise be a good comparable, its participation in the Internet market offers too great a chance of distortion to allow its inclusion.*

27 “A metodologia de avaliação por meio de companhias comparáveis determina o valor das ações: (1) identificando companhias comparáveis publicamente negociadas; (2) derivando os múltiplos apropriados de companhias comparáveis; (3) ajustando estes múltiplos para refletir as diferenças da companhia sendo avaliada com as companhias comparáveis; (4) aplicando esses múltiplos à receita lucro ou outros valores aplicáveis à companhia sendo avaliada. Análises por meio de companhias comparáveis são frequentemente calculadas livres de dívida, para derivar o valor justo do valor de mercado do capital investido na companhia (‘MVIC’). O valor das ações da companhia é derivado por meio da subtração da dívida do valor do MVIC apresentado pela companhia.” *The comparable companies method of valuation determines the equity value of the company by: (1) identifying comparable publicly traded companies; (2) deriving appropriate valuation multiples from the comparable companies; (3) adjusting those multiples to account for the differences from the company being value and the comparables; (4) applying those multiples to the revenues, earnings, or other values for the company being value. Comparable companies’ analyses are frequently calculated on a debt free basis, to derive the fair market value of the company’s market value of invested capital (“MVIC”).*

*The company's equity value is derived by subtracting the company's interest bearing debt from the company's MVIC.*

28 “A análise por meio de companhias comparáveis gera um valor das ações que inclui um desconto de negociação de parcelas minoritárias inerente, porque o método depende de comparações derivadas de múltiplos de mercado derivados de informações sobre a negociação de blocos minoritários das companhias comparáveis. Em uma avaliação do [art.] 262, a corte deve corrigir este desconto de negociação de parcelas minoritárias adicionando um prêmio destinado a corrigi-lo.” *The comparable companies analysis generates an equity value that includes an inherent minority trading discount, because the method depends on comparisons to market multiples derived from trading information for minority blocks of the comparable companies. In a [section] 262 appraisal, the court must correct this minority trading discount by adding back a premium designed to correct it*

29 “Diferentemente de Gotham, entretanto, aceito que esta mediana deva ser ajustada modestamente para refletir o *status* mais fraco da sociedade em relação às comparáveis. Ajustes razoáveis às medianas são aceitáveis como parte da análise por meio de companhias comparáveis.” *Unlike Gotham, however, I accept that this median should be adjusted modestly to account for the Partnership's weaker status relative to the comparables. Reasonable adjustments to medians are an acceptable part of a comparable companies analysis*

# 4 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: O PAPEL DO ADVOGADO NA CLASSIFICAÇÃO DAS PROVISÕES

*Diego Barreto*

*Coordenador e professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; professor da FIA/USP; graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica (PUCSP); MBA em Finanças, Comunicação e Relações com Investidores pela FIPECAFI/USP; foi integrante da área de mercado de capitais do Mattos Filho Advogados, das áreas de relações com investidores da Lopes Consultoria de Imóveis e AES Eletropaulo, onde também foi coordenador de Estruturação Financeira; atualmente é gerente de Mercado de Capitais Relações com Investidores da Construtora OAS; também foi diretor do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI.*

*Maurício Bergamaschi*

*Mestrando em Gestão em Finanças pela FIA/USP; graduado em Administração pelo IBMEC-SP; foi monitor no programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; analista de Risco da RiskOffice; integrante da área de relações com investidores da Alupar Investimentos e da AES Eletropaulo; atualmente é associado da RB Capital e responsável pela análise de investimentos e financiamentos do mercado imobiliário residencial.*

## 4.1 Introdução

A ligação entre o advogado e as finanças é uma relação perene, porém nem sempre é clara. A existência de um advogado na vida de uma empresa não se limita à adequação da mesma ao arcabouço legal de um país em sua atividade e ações, o advogado, muito mais que isto, é sinônimo de geração de valor e redução de custo de captação.

O advogado tem um papel relevante na vida financeira de uma empresa, uma vez que suas indicações e ações sempre afetam decisões de cunho financeiro. No mercado americano, mais evoluído em termos de operações societárias e financeiras, esta discussão vem acontecendo em maior escala, como a levantada abaixo:

Nós começamos aqui uma averiguação, feita no contexto das aquisições de empresas, dentro dos quais os advogados realmente fazem. De um modo geral, um estudo crítico da profissão legal tem apresentado uma fixação míope com o contencioso – é frequente, complexo, caro e de disponibilidade desigual – e o que pode ser feito para “promover” isto: treinamento minucioso, métodos de entrega de serviços legais, reformas processuais. Análise cuidadosa da função do restante da profissão – tem sido ausente. Os advogados, como uma classe, são frequentemente criticados como personagens não produtivos da economia. Engenheiros, por outro lado, fazem a torta crescer. Advogados somente reorganizam os pedaços, encolhem a torta, e tomam uma parte para eles no processo. (GILSON; BLACK, 2002, p. 5, tradução dos autores)<sup>1</sup>.

Evidentemente que esta não é a realidade. Os advogados têm deixado de acompanhar a evolução dos mercados, para serem molas propulsoras destes. Por exemplo, estes profissionais têm tido papel importante na precificação de empresas, principalmente se for considerada que a opinião de um advogado pode se desdobrar em um impacto contábil, que é uma das informações primordiais para a avaliação de uma empresa, ou ainda, pela definição de perspectivas financeiras que impactam sua avaliação.

Nos últimos anos, especialmente na última década, as condições econômicas, políticas e sociais promoveram uma verdadeira revolução nas empresas brasileiras. Em conjunto com o amadurecimento do mercado de capitais e financeiro, nacional e internacional, tais condições permitiram um fluxo de capitais elevado, permitindo uma elevação nas operações de capitalização, fusões e aquisições, aberturas de capitais e sofisticação das operações de forma geral.

Neste sentido, nosso mercado passou a observar um maior número de incorporações, fusões, ofertas públicas de ações, ofertas hostis, entre outras.

Essas operações passaram a exigir um número maior de conhecimentos dos participantes da operação, especialmente econômicos e financeiros.

Um exemplo claro desta nova necessidade é a avaliação financeira de empresas que, presente em todos os exemplos citados acima, necessita o envolvimento de administradores, bancos de investimentos, auditores independentes e advogados. Talvez o século XXI tenha sido para o Brasil o ponto chave no papel estratégico do advogado, visto agora como um consultor, e não mais como um operador do direito *stricto sensu*. Neste sentido:

(...) advogados de negócios frequentemente devem ativamente desenhar estruturas de transações para minimizar o número de regras que aplicam-se e o custo de estar em acordo com estas. A regulação determina a estrutura da transação, mas, para o cliente, o objetivo pode ser a minimização do custo, não maximizando o cumprimento. (GILSON; BLACK, 2002, p. 7, tradução dos autores)<sup>2</sup>.

Neste artigo iremos analisar a avaliação de empresas, seus conceitos e implicações na vida corporativa. Entenderemos como o trabalho de um advogado pode impactar no processo de avaliação, reduzindo ou aumentando o valor de uma empresa. O tema escolhido é o processo de avaliação das contingências de uma empresa e como o mesmo pode afetar o valor de uma companhia. O conhecimento dos métodos de classificação de contingências e de avaliação de empresas será entendido como um processo integrado, não sendo vislumbrada a possibilidade de trabalhá-lo de forma desmembrada.

## 4.2 Avaliação de empresas

A avaliação de empresas é o processo pelo qual se pode auferir um valor monetário pelo conjunto de bens, direitos e obrigações, sejam eles tangíveis ou intangíveis, que são intrínsecos a uma empresa ou ainda, para Damoradan (2007), “é possível estimar o valor dos fundamentos financeiros”. Uma avaliação se destina a uma série de interesses, desde uma

operação de fusão e aquisição, abertura de capital ou, até mesmo, para fins de litígio judicial de separação de bens.

Existem poucos casos nos quais é difícil se encontrar um valor para um ativo, entretanto, a evolução da contabilidade, economia e finanças tem permitido que esta lista seja reduzida. No caso de um veículo, é possível levá-lo até uma revendedora ou utilizar *websites* específicos que possam fazer o mesmo. Títulos de renda fixa são precificados por fundos de investimento cotidianamente, bem como ações. Segundo Allen, Brealey e Myers (2006):

(...) nós precisamos ir mais fundo do que isto. Primeiro, é importante saber como os valores de ativos são encontrados em um mercado ativo. Mesmo se você pegar a opinião do avaliador, é importante entender por que aquele armazém vale, por exemplo, \$ 250.000 e não mais ou menos que este valor. Segundo, o mercado, para a maioria dos ativos corporativos, é muito escasso. Veja nos classificados do *The Wall Street Journal*: Não é frequente que você veja um forno de alta capacidade para venda<sup>3</sup>. (ALLEN, BREALEY; MYERS, 2006, tradução dos autores).

O atual arcabouço legal brasileiro exige o processo de avaliação de empresas em uma série de operações corporativas. Na grande maioria das vezes esta avaliação é ligada a um processo de compra e venda de uma empresa, ou sua participação. Ao analisarmos a legislação societária brasileira, tal como a Lei n. 6.404/76 e os normativos da Comissão de Valores Mobiliários, percebemos que a avaliação de empresas tem relevância, principalmente, com companhias abertas envolvendo concentração e/ou diluição de acionistas.

Quando se estabelece uma oferta pública para aquisição de ações, comumente denominada OPA, é mandatório, nos termos da Instrução CVM n. 361/2002, art. 4º, inciso VI, sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada; a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto. Ainda segundo o art. 8º, § 3º, incisos I a IV, o laudo de avaliação indicará os seguintes critérios de avaliação de uma empresa: (i) preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou

no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, (ii) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM, (iii) valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente, e (iv) valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos I a III.

Neste sentido, o processo de se avaliar uma empresa é convencionado entre as partes, incluindo-se aqui o poder público, e assim se estabelece a formação do preço. O pleno conhecimento da metodologia de avaliação permite ao advogado garantir às partes a certeza de estarem respeitando as leis, bem como a utilização de instrumentos a fim de influir positivamente no valor da empresa, garantindo segurança da operação às partes.

É importante ter em mente que o objetivo de uma empresa é sempre adquirir ativos que deem retornos maiores do que o custo do dinheiro para financiar esta aquisição. De acordo com Allen, Brealey e Myers (2006):

(...) companhias investem em uma variedade de ativos reais. Estes incluem ativos tangíveis, como plantas industriais e máquinas, e ativos intangíveis, como contratos de gestão e patentes. O objeto de decisão de investimento, ou orçamento de capital, é encontrar ativos reais que valem mais do que custam<sup>4</sup>. (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2006, tradução dos autores).

Em outras palavras, as empresas devem gerar mais caixa do que consomem. Os fluxos de caixa pagos aos credores e acionistas de uma empresa devem ser maiores que os fluxos de caixa aplicados na empresa pelos credores e acionistas, o que significa que quem aplicou recurso na empresa obteve um retorno positivo de seus investimentos. Operacional e financeiramente, podemos resumir este objetivo como:

- (i) A empresa deve procurar adquirir ativos que gerem mais caixa do que custam.

- (ii) A empresa deve vender obrigações, ações e outros instrumentos financeiros que proporcionem mais caixa que custam.

#### 4.2.1 Desvendando lendas

O mito de que algo vale quanto acredita valer o comprador ou o vendedor é uma das lendas que precisam ser afastadas quando se discute a avaliação de empresas. Esta lenda apenas se torna uma realidade quando saímos do campo racional científico para o irracional mítico.

O que é discutível no campo da avaliação de empresas são os métodos e as premissas. Entretanto, pressupondo a existência da imparcialidade, coerência e boa-fé, uma avaliação automaticamente é um processo capaz de definir valores coerentes para um ativo. Segundo Damodaran (2007, p. 1):

Os cínicos argumentarão que o valor está nos olhos de quem vê, e que qualquer preço pode ser justificado se houver outros investidores dispostos a pagá-lo. Isso é evidentemente um absurdo. Quando se trata de uma pintura ou escultura, percepções podem ser cruciais, mas não compramos nem devemos comprar a maioria dos ativos por razões estéticas ou emocionais. (DAMODARAN, 2007, p. 1).

A ciência de avaliar uma empresa não deve ser pautada por emoções ou tendências individuais. A avaliação de empresas envolve a assunção de premissas, que naturalmente podem ter mais de uma fonte ou ainda não ter nenhuma. O bom avaliador preza pela incessante busca de fontes e análise qualitativa das mesmas, entretanto, não desqualifica uma avaliação em função da inexistência de uma. Neste caso, é preciso se estimar o que não existe produzido.

Qual será o PIB no ano que vem? Haverá uma crise mundial nos próximos cinco anos? Quem será o próximo presidente do país? O fato de haver a indicação de estimativas por parte do avaliador não significa que existirá falha na avaliação. Este é um ônus necessário na avaliação e é exatamente esta uma das funções dos economistas, consultorias e bancos: estimar o futuro.

A ciência de avaliar não indica exercício de futurologia sem possibilidade de erro. A ciência de avaliar significa imparcialidade, busca



pela verdade e equilíbrio.

## 4.2.2 Métodos de avaliação

Os métodos de avaliação de empresas seguem os mais diversos caminhos. Entretanto, por mais que variem em complexidade, estes modelos também apresentam inúmeros pontos em comum. A existência de um método não invalida a existência dos outros e em muitos casos chegam no mesmo resultado.

A utilização de um método de avaliação é dependente da empresa a ser avaliada, do avaliador e ao fim a que se destina. As características da empresa avaliada é um fator do método, uma vez que o fato de ser de capital aberto propicia, por exemplo, um maior número de informações públicas, bem como segurança na qualidade da informação. Uma empresa em operação e outra em processo de falência indicam a utilização de métodos diferentes para se chegar ao valor de ambos ativos.

As correntes mais comuns entre os analistas internos e externos às empresas são: (i) a avaliação pelo fluxo de caixa descontado e (ii) a avaliação relativa. Outros modelos, como a avaliação por direitos contingentes, por lucros econômicos e pelo modelo de Esty<sup>5</sup>, são também considerados, mas em menor escala em função de sua alta complexidade ou pouco tempo de existência.

### 4.2.2.1 Avaliação pelo fluxo de caixa descontado

A avaliação pelo fluxo de caixa descontado indica que o valor de uma empresa é a soma de todos os seus fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente. Dessa forma, este método leva em consideração três importantes componentes: (i) fluxo de caixa, (ii) valor presente e (ii) desconto. Para Damodaran (2007, p. 6):

Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado (em inglês, *discounted cash flow* – DCF), o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontando a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa. Essa abordagem é a mais comum nas salas de aula e apresenta-se como as melhores referências teóricas.

#### 4.2.2.1.1 Fluxo de caixa

O fluxo de caixa, em finanças corporativas, é a quantidade de valor monetário gerado pela empresa menos os desembolsos de caixa, em um determinado espaço de tempo. De forma simplificada e grosseira, o fluxo de caixa é a movimentação da conta-corrente de uma companhia.

É de extrema importância ressaltar que o fluxo de caixa não é o mesmo que lucro líquido. Aquele representa a diferença entre entradas e saídas de dinheiro, enquanto este é a expressão contábil que define a diferença entre todas as receitas e despesas apuradas em um período de tempo, não necessariamente com impacto em caixa. Por estas limitações, o lucro líquido tem se distanciado da importância assumida pelo fluxo de caixa, conforme expresso por Mendes e Rodrigues (2004, p. 80):

Deve-se ressaltar que o Lucro Líquido que chega à última linha do Demonstrativo de Resultados como medidor da performance econômica geral de uma organização tem ficado com sua importância restrita aos cálculos das taxas de rentabilidade e às definições dos dividendos a serem distribuídos aos acionistas. O fato ocorre ao lado do conhecimento dos artificialismos muitas vezes envolvidos em sua definição, que tornam o lucro cada vez mais um indicador “burocrático”, apesar da sua forma legal.

A provisão, foco deste capítulo, é um exemplo que representa a apuração de uma despesa ocorrida, ou esperada, mas sem contrapartida monetária, ou seja, sem desembolso de caixa.

É possível visualizar abaixo o lucro líquido e fluxo de caixa da companhia AES Eletropaulo relativo ao exercício findo em 31 de dezembro de 2008 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008)<sup>6</sup>:

Análise da Demonstração de Resultados e do Fluxo de Caixa

O lucro líquido e a geração de caixa diferem em função do que compõe o valor destas linhas contábeis

## AES Eletropaulo

Demonstração de  
Resultados - R\$ mil

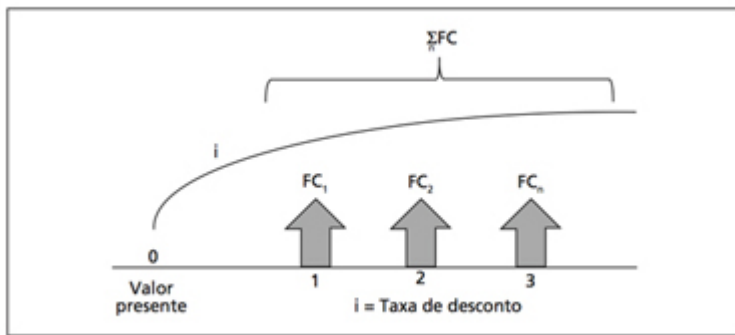
2 – DESCRIÇÃO	3 – 01/01/2008 a 31/12/2008
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	11.750.535
Deduções da Receita Bruta	(4.200.675)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	7.529.860
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(6.262.570)
Resultado Bruto	1.267.290
Despesas/Receitas Operacionais	129.387
Financeiras	129.387

AES  
EletropauloFluxo de  
Caixa - R\$ mil

2 – descrição	3 – 01/01/2008 a 31/12/2008
Caixa Líquido Atividades Operacionais	1.430.801
Caixa Gerado nas Operações	1.303.995
Variações nos Ativos e Passivos	126.805
Outros	0
Caixa Líquido Atividades de Investimentos	(457.161)
Aquisições de direitos do Imobilizado	(541.085)
Enc. financ. e efeitos	(34.083)

Lucro Líquido ≠ da Geração de Caixa		acionários	
Receitas Financeiras	614.183	Venda de bens e direitos	24.091
<p>No exemplo dado é possível observar que o fluxo de caixa e o lucro líquido são diferentes para o exercício em questão. Karos são os casos em que lucro líquido e fluxo de caixa são iguais em termos de valor, principalmente porque o lucro tem o efeito de contas não caixa e apenas impactos de movimentações pertinentes ao resultado de uma empresa, enquanto o fluxo de caixa expurga as contas não caixa, tais como provisão, depreciação e impostos diferidos, e considera movimentações de resultado e do balanço patrimonial, como investimentos e financiamentos. Em função destas características, a importância do lucro, mais do que diminuída, tem sido apontada como causa de inúmeros problemas corporativos, como para Hamilton e Micklethwait (2006, p. 182, tradução dos autores):</p>			
Despesas Financeiras	(484.796)	Consumidores participações financeiras	67.605
Despesas Financeiras	(244.992)	Investimentos	32.427
Variáveis monetárias/cambiais líquidas	(170.991)	IR e CSLL sobre terrenos reavaliados	(6.116)
TJLP	(68.813)	Caixa Líquido Atividades Financeiras	(764.373)
<p>(...) “Lucro é uma opinião, caixa é um fato”. O lucro líquido não tem sido uma verdade nos últimos anos. Qualquer analista astuto da Enron, Parmalat ou WorldCom não deveria ter falhado ao perceber que havia um nítido desajuste entre os lucros e o fluxo de caixa operacional.<sup>7</sup></p>			
Resultados Operacionais	1.396.677	Ingressos de novos empréstimos	83.787
4.2.2.1.2 Valor presente			
<p>Ao se analisar o futuro de uma empresa, é natural que o avaliador busque estimar seu fluxo de caixa futuro como resultado da construção das peças contábeis necessárias (demonstração de resultados, demonstração de fluxo de caixa e balanço patrimonial) e das previsões econômicas, operacionais e de risco.</p>			
Receitas	115.652	Dividendos pagos	(585.329)
<p>Entretanto, ao se encontrar o fluxo de caixa futuro, não será possível simplesmente somar estes fluxos de caixa, pois eles estão em momento do tempo diferentes. Lembre-se de que o dinheiro hoje não tem o mesmo valor do dinheiro no ano que vem, muito menos após alguns anos. Desta forma, é imperativo que se traga a valor presente os fluxos de caixa futuros; obtendo-os no mesmo tempo, é possível somá-los para auferirmos o valor da empresa.</p>			
Despesas	(56.069)	Pagamentos de empréstimos	(35.148)
Despesas	(227.683)	Pagamentos de previdência privada	(227.683)
Resultado Antes		Variação Cambial e/	

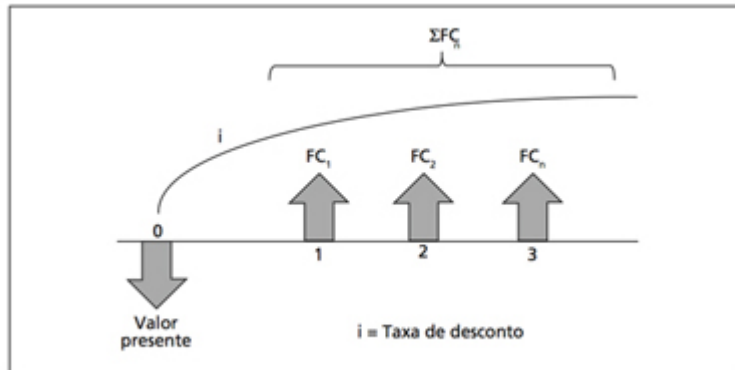
Resultado Financeiro Tributação/Participações	456.260	Canais de Caixa e Equivalentes	Valor futuro
Provisão para IR e Contribuição Social	(441.112)	Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	209.267
Somatória dos fluxos futuros trazidos a valor presente		Saldo Inicial	
IR Diferido			1.332.586
Reversão de sobre Capitalização			1.541.853
Lucro/Prejuízo do Período	1.027.109		



Somado a este conceito, podemos adicionar o conceito do valor presente líquido que é a expressão do valor presente dos fluxos de caixa, líquido do valor inicial investido. Observe a representação gráfica abaixo:

Valor presente líquido

Somatória dos fluxos futuros trazidos a valor presente, deduzido do valor inicial investido



#### 4.2.2.1.3 Taxa de desconto

Desconto, em finanças corporativas, tem uma relação muito próxima com valor presente, ou seja, é a identificação de um determinado valor futuro no presente. Esta relação também é denominada valor do dinheiro no tempo.

O que seria melhor: Dois milhões de Reais hoje ou em um ano? A resposta clara é: hoje. Isto se deve pelo simples motivo que o pagamento hoje é fato, enquanto a espera por um ano leva a uma incerteza/risco. Quando se admite receber algo no futuro, embute-se a incerteza/risco do tempo e o valor que o dinheiro terá naquele momento, uma vez que ele perde valor ao longo do tempo (inflação). Isto se traduz no que comumente é denominado custo de oportunidade, ou seja, o valor associado ao fato de se fazer ou não uma opção dada. Ao se decidir por uma determinada escolha, afastamos outras possibilidades e isto “custa” não termos os benefícios das opções que não foram escolhidas.

De forma geral, podemos subdividir o risco em:

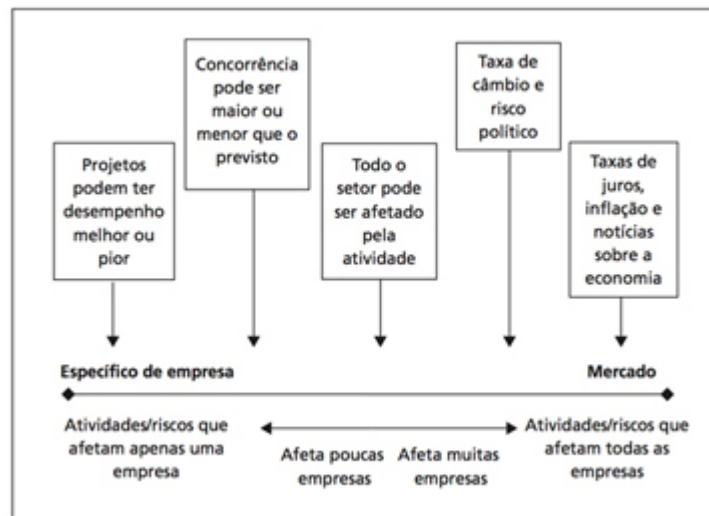
- (i) Risco conjuntural: É o risco relacionado à conjuntura da empresa, podendo a mesma ser afetada em maior ou menor escala por diferentes fatores, sob os quais as variações existentes não estão sob gestão da empresa, abrangendo-se fatores políticos, econômicos e sociais.
- (ii) Risco da empresa: É o risco intrínseco à empresa, sendo algo mais próximo da gestão da empresa. Neste caso podemos citar a

governança corporativa, resiliência do fluxo de caixa, posicionamento competitivo, entre outros.

Segue quadro que posiciona os riscos indicados acima, bem como sua distribuição em função de sua classificação:

### Análise do risco

O risco se desdobra em impactos específicos em uma única empresa até o mercado em geral



**Fonte:** DAMODARAN, 2007, p. 21.

Brealey, Myers e Allen (2006) descrevem a diferenciação dos riscos da seguinte forma e ilustram o impacto de diferentes riscos na decisão de investimento:

Nem todos os investimentos são igualmente arriscados. O desenvolvimento de um escritório é mais arriscado que um título do governo, mas menos arriscado que uma companhia de biotecnologia em estágio inicial. Suponha que você acredite que um projeto é tão arriscado quanto investir no mercado de ações e que ações estejam



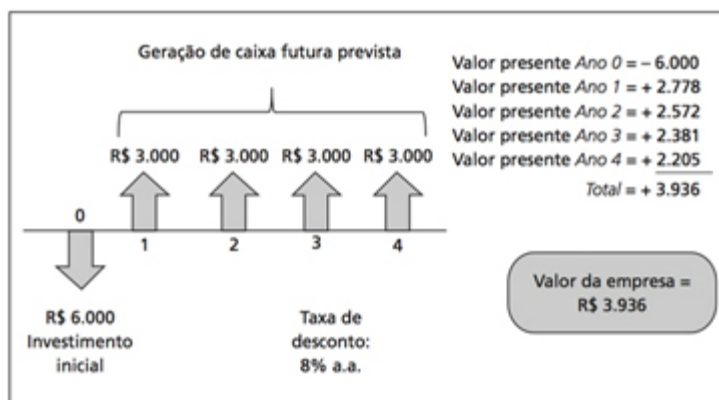
esperando um retorno de 12%. Os 12% se tornam o custo de oportunidade do capital. É disto que você abre mão quando não investe em títulos de mesmo risco<sup>8</sup>. (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2006, tradução dos autores).

Dessa forma, a avaliação pelo fluxo de caixa descontado é a determinação do valor de uma empresa pela soma dos fluxos de caixa a serem gerados por ela ao longo do tempo, sendo todos estes fluxos trazidos ao valor de hoje por uma taxa de desconto que reflita o risco de uma empresa.

No exemplo abaixo, imaginemos que uma empresa está sendo constituída e que o investimento inicial consumirá R\$ 6.000,00 e prevê-se que nos próximos 4 anos a empresa gerará R\$ 3.000,00 em cada ano. Os investidores desta empresa acreditam, em função dos riscos conjunturais e da empresa, que a taxa de desconto é de 8% ao ano. Dessa forma, o valor da empresa será determinado como a seguir:

### Valor presente líquido

Fluxos futuros trazidos a valor presente, por uma taxa de desconto, deduzido do investimento inicial



A avaliação pelo fluxo de caixa descontado é considerada complexa em função da necessidade de se prever os fluxos de caixas futuros (receitas operacionais e financeiras, despesas operacionais e com juros, custos, investimentos, entre outros) por uma quantidade considerável de anos, bem como encontrar a correta taxa de desconto da empresa em questão.

De forma analógica, o valor de qualquer instrumento financeiro, seguindo o conceito da avaliação de uma empresa pelo fluxo de caixa descontado, é o resultado do valor presente de seus fluxos de caixa futuros. Ou seja, a estimativa dos fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente por uma taxa de desconto apropriada.

A utilização da metodologia de fluxo de caixa descontado é sugerida no caso de empresas com fluxos de caixa futuros esperados positivos e com determinado nível mínimo de confiança para essas estimativas. Existem casos, entretanto, em que essa metodologia não deveria ser empregada como no caso de empresas em dificuldades cíclicas, empresas com ativos não utilizados, por exemplo, as empresas com patentes em produtos ainda não produzidos, empresas em processos de fusão e/ou incorporação – devido à dificuldade do cálculo do prêmio de controle e, por fim, no caso de empresas com produtos conhecidos pela marca – devido à dificuldade de se calcular o valor da marca.

#### *4.2.2.2 Avaliação relativa*

A avaliação relativa é uma forma simples de se determinar o preço de uma empresa comparando-a com referências de outras empresas similares. A denominação dada a esta referência é múltiplo que, obtido de empresas correlatas é aplicado aos parâmetros da empresa a ser avaliada, dando como resultado um valor de referência da empresa. É de suma importância que as empresas comparáveis apresentem fundamentos e características semelhantes.

Dessa forma, se uma empresa é precificada com base em um valor referente a cada alto-forno produtor de aço que possui, outra empresa, do mesmo setor, seria valorada com base no número de fornos que detém. O próprio exemplo utilizado deixa clara a simplificação deste método, entretanto o mesmo apresenta-se muito eficiente em situações em que, por exemplo, não se pode auferir o fluxo de caixa de uma empresa, em função

da não disponibilização das informações necessárias ou quando é preciso auferir um valor com certa urgência.

O exemplo mais comum na avaliação por múltiplos é a relação valor da empresa e lucro líquido (P/L). Este múltiplo expressa quantas vezes uma empresa vale no mercado em função do seu lucro líquido. Segundo Damodaran (2007), “uma das maneiras mais intuitivas de pensar no valor de qualquer ativo é como um múltiplo dos lucros que o ativo gera”.

Se uma empresa de capital aberto vale na bolsa de valores R\$ 700 milhões (P) e seu lucro líquido esperado para este ano é de R\$ 100 milhões (L), então seu P/L é de 7x. Desta forma, por exemplo, é possível afirmar que um concorrente, de capital fechado, que espera R\$ 50 milhões de lucro (L), teria um valor de mercado em torno de R\$ 350 milhões (P).

Podemos definir, portanto, que o processo da avaliação relativa envolve a identificação de empresas consideradas comparáveis e a determinação de uma variável em comum. Evidentemente que outras ponderações poderiam ser consideradas em função de questões específicas de uma avaliação relativa, como o ajuste de variáveis comuns em função de diferenças existentes de práticas contábeis diferentes entre dois países.

### 4.3 O papel do advogado na avaliação de empresas

A evolução e o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro aumentam a demanda por uma maior sofisticação dos advogados brasileiros, em função da concomitante evolução do conceito de transparência. No contexto deste artigo, transparência significa o embasamento das decisões corporativas, sejam elas de cunho financeiro, contábil ou jurídico. Neste sentido:

*Strike suits*<sup>2</sup> também agem para conter a informação a ser divulgada aos investidores. As empresas temiam que, ao se comunicarem livremente com investidores e analistas, torná-los-iam vulneráveis a ações promovidas por acionistas. Como resultado, divulgações voluntárias, especialmente de projeções futuras, foram congeladas. Para os investidores, menos informação é ruim para o mercado. Os

investidores e os mercados prosperam em um clima de transparência e divulgação. (COLE, 2004, tradução dos autores)<sup>10</sup>.

O profissional da advocacia tem um papel fundamental na avaliação de uma empresa, uma vez que suas opiniões podem afetar diretamente a sua precificação, independente do método de avaliação que se utilize.

Evidentemente que um advogado não é o responsável por definir o método de avaliação ou construir a modelagem, entretanto ele é responsável pela definição de algumas premissas que impactam diretamente o valor de uma empresa, enquadrar a empresa nas reais necessidades de se construir uma avaliação ou ainda indicar a construção do mesmo, quando não obrigatório, mas conveniente.

Dentre inúmeros impactos que um advogado poderia trazer na avaliação de uma empresa, iremos tratar neste artigo os impactos que os advogados apresentam por meio do trabalho de classificação de contingências, uma vez que este é um trabalho rotineiro na vida das empresas e escritórios de advocacia.

A partir de agora, sempre que houver referências à palavra “empresa”, a mesma será sinônimo de companhias de capital aberto, ou seja, com ações negociadas na bolsa. A adoção deste critério é pelo fato de que o valor destas empresas pode ser apurado instantaneamente nas bolsas de valores, como resultado do valor que os investidores determinam em suas avaliações. Além disto, estes valores refletem as informações disponíveis, tais como novas expectativas do PIB, valor do dólar em relação ao real, disponibilidade do crédito e disputas judiciais.

## **4.4 Provisões e contingências**

No dia 15 de fevereiro de 2008, a Log-In – Logística Intermodal S.A., empresa controlada pela Vale do Rio Doce, divulgou um comunicado ao mercado anunciando “reversão de provisões”<sup>11</sup>. O documento publicamente divulgado anunciava que o escritório de advocacia da empresa alterara a classificação de duas contingências passivas referentes a processos

administrativos tributários, de “provável” para “possível”, resultando numa reversão de aproximadamente R\$ 20 milhões para o resultado da Companhia. Com a publicação deste fato relevante, as ações da empresa variaram positivamente no dia útil posterior em 5%, enquanto o Ibovespa variou 2,5%. Conforme descreveremos a seguir, avaliações jurídicas acerca das possibilidades de sucessos ou insucessos de contingências passivas e ativas de uma companhia podem influenciar significativamente o valor de mercado das empresas.

A fim de se alinhar interpretações e definições sobre contingências e provisões, este capítulo aborda seus respectivos procedimentos com alicerce na Norma e Procedimento de Contabilidade n. 22 (NPC 22), cuja vigência é desde o dia 1<sup>o</sup> de janeiro de 2006 e abrange as demonstrações contábeis de todas as companhias abertas. Elaborada pelo Instituto Brasileiro de Auditores Independentes (Ibracon) em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o principal objetivo da NPC 22 foi de padronizar normas contábeis brasileiras com as internacionais.

A crescente demanda brasileira por recursos internacionais a um custo mais baixo foi substancial para este alinhamento. Com a deliberação da referida norma, levando-se em consideração apenas aspectos contingenciais, fora então permitida uma maior transparência e segurança na apuração das contingências das empresas brasileiras.

#### 4.4.1 Contingência

De acordo com o dicionário Aurélio, uma contingência é uma “eventualidade, possibilidade de que algo aconteça ou não”. Trazendo para o mundo corporativo, pode-se assumir que uma contingência é um evento incorrido de risco decorrente da incerteza que o mesmo está atrelado, ou seja, existe a possibilidade de ocorrer ou de não ocorrer. As incertezas destas matérias obrigam empresas a divulgarem, e chegando até em casos a provisionar<sup>12</sup> valores referentes a estas incertezas, formalmente chamadas de contingências. A partir da NPC 22, estabeleceram-se duas categorias de contingências, as ativas e as passivas.

Uma contingência passiva se dá quando há uma possível obrigação, e sua existência é determinada somente em função de algum evento futuro cujo controle não está ao alcance da companhia. Adicionalmente, esta

obrigação deverá ser de improvável liquidez pela empresa, e de impossível quantificação. Exemplo de contingências passivas são as ações judiciais movidas contra uma empresa, tal como a trabalhista.

Por outro lado, uma contingência ativa é um possível ativo presente que “é decorrente de eventos passados, cuja existência será confirmada somente pela ocorrência ou não de um ou mais eventos futuros, que não estejam totalmente sob o controle da entidade” conforme definição descrita pela NPC 22. (IBRACON, 2006). Exemplo de contingências ativas poderia ser um possível ativo tributário, como consequência de incentivos fiscais ou discussão contra o governo, relacionado a um evento passado, cuja existência se dará pela ocorrência ou não de um evento futuro alheio ao controle da empresa.

Para efeito deste artigo, serão abordadas apenas as contingências passivas, uma vez que são mais comuns e geram maiores discussões na avaliação das companhias de capital aberto.

#### 4.4.2 Contingência *VERSUS* provisões

Provisões e contingências passivas não se confundem, mas estão intimamente relacionadas, uma vez que todas as provisões, de maneira geral, são contingentes, porque são incertas no que tange ao tempo e valor.

A contingência passiva representa uma provável obrigação, mas que não é reconhecida porque sua confirmação depende de eventos futuros ou pela dificuldade de estabelecer seu valor com segurança.

A provisão, por sua vez, verifica-se quando a empresa tem uma obrigação como consequência de evento futuro, de provável realização e o respectivo valor possa ser estimado com suficiente segurança. Constatados, simultaneamente, esses três requisitos, a obrigação deverá ser provisionada, o que significa dizer reconhecida nas demonstrações financeiras e com impacto no resultado da empresa.

#### 4.4.3 Classificações e consequência das contingências

Frequentemente analistas de mercado questionam assuntos correlatos às contingências a fim de se mensurar o impacto no valor da empresa. O principal ponto a se destacar quando houver a comunicação de uma contingência é o seu respectivo mérito, e isso se dá, principalmente, em

função de sua classificação. Por sua vez, estas são estabelecidas pelo auxílio de escritórios de advocacia às companhias, no que diz respeito à avaliação das contingências.

As classificações para contingências passivas variam de acordo com a NPC 22 a partir de quatro classes, “Provável – mensurável com suficiente segurança”, “Provável – não mensurável com suficiente segurança”, “Possível” e “Remota”. (IBRACON, 2006).

### Contingências passivas

#### Classificação e tratamento de contingências passivas

Classificação	Tipo de contingência	Tratamento
Provável – mensurável com suficiente segurança	Contingência passiva	Provisionar
Provável – não mensurável com suficiente segurança		Divulgar
Possível		Divulgar
Remota		Não divulgar

**Fonte:** IBRACON, 2006.

As classificações de uma contingência nas classificações mencionadas são definidas em função da existência de sentenças ou acórdãos, bem como a jurisprudência ou súmulas existentes. A seguir, será descrito com maior profundidade as quatro classificações supracitadas e seus principais efeitos.

#### 4.4.3.1 *Provável – mensurável com suficiente segurança*

Pela definição estabelecida na NPC 22, “provável” se dá quando “a chance de um ou mais eventos futuros ocorrer é maior do que a de não ocorrer”. (IBRACON, 2006). Isto é, a empresa e/ou escritório de advocacia contratado julgam o mérito em questão com alta probabilidade de o evento

ocorrer. Adicionalmente, a contingência deve ser mensurável com segurança.

Consequência de tal mérito em questão é o provisionamento do valor da contingência, acompanhado pela divulgação em nota explicativa da empresa.

#### *4.4.3.2 Provável – não mensurável com suficiente segurança*

Assim como a classificação abordada anteriormente, “Provável – Não Mensurável com Suficiente Segurança” também se dá quando a probabilidade de o evento ocorrer for maior do que a do mesmo não ocorrer. (IBRACON, 2006).

Entretanto, a diferença desta quando comparada com a anterior fica por conta da contingência em questão não ser apta de uma quantificação com segurança adequada. Ou seja, os valores atribuídos à contingência estão sujeitos a uma série de fatores pouco compreensivos e/ou claros, ocasionando estas contingências como provável, porém de não mensurável com segurança.

Por fim, estas contingências não deverão ser provisionadas e serão obrigadas apenas a dar detalhamento em nota explicativa das demonstrações financeiras.

#### *4.4.3.3 Possível*

Para uma contingência ser classificada como “possível”, a mesma deverá demonstrar uma probabilidade de um ou mais eventos futuros ocorrer ser menor do que provável, entretanto ainda maior que remota.

O tratamento atribuído nesta classificação é de não provisionar a contingência, mas, sim, publicar e demonstrar em nota explicativa das demonstrações financeiras.

#### *4.4.3.4 Remota*

Serão classificadas como “remotas” aquelas contingências que apresentarem pequenas chances de se concretizarem. As consequências destas contingências são pouco expressivas, pois, neste caso, as empresas ficam desobrigadas a provisionar, bem como a publicarem informações relativas às mesmas. Vale também ressaltar que, como estas contingências possuem pouca possibilidade de ocorrerem e também não são divulgadas



publicamente, seus impactos são muito pouco significativos para as companhias.

Conforme observado, diante das classificações “provável” e “possível”, fica a empresa obrigada a divulgar a contingência. Esta divulgação deve-se dar por meio de notas explicativas das demonstrações financeiras. Por conseguinte, estas notas devem explicar dissertativamente a natureza destas contingências, o cronograma delas, e as incertezas passíveis de efeito no seu valor. Fica também estabelecida a publicação tanto do valor contábil de início do período como de final do mesmo.

Dessa forma, permite-se que analistas de mercado e acionistas de uma companhia aberta verifiquem a evolução das contingências e seus novos impactos no valor da empresa ou valor da ação (valor da empresa dividido pelo número de ações).

Montantes provisionados e futuramente estornados em função de resultado adverso do esperado são, em geral, lançados na linha cuja provisão fora efetuada originalmente, mas com sinal contrário. Veja abaixo exemplo de provisionamento e reversão do mesmo:

#### Demonstração de Resultado – Provisão

Lançamento e estorno de provisões operacionais

<b>Demonstrativo de Resultado – R\$ milhões</b>		<b>Demonstrativo de Resultado – R\$ milhões</b>	
Receita Bruta	20.000	Receita Bruta	20.000
Deduções	(3.000)	Deduções	(3.000)
Receita Líquida	17.000	Receita Líquida	17.000
Custos e Despesas Operacionais	(10.400)	Custos e Despesas Operacionais	(400)
Pessoal	(2.000)	Pessoal	(2.000)
Material	(500)	Material	(500)
Serviços de Terceiros	(800)	Serviços de Terceiros	(800)
Provisões Operacionais	5.000	Provisões Operacionais	5.000
Depreciação e Amortização	(1.200)	Depreciação e Amortização	(1.200)
Outros	(900)	Outros	(900)
Resultado do Serviço	6.600	Resultado do Serviço	16.600
Resultado Financeiro	(1.000)	Resultado Financeiro	(1.000)
Receitas Financeiras	1.000	Receitas Financeiras	1.000
Despesas	.....	Despesas	.....

Despesas Financeiras (2.000)	Despesas Financeiras (2.000)
Resultado Operacional 5.600	Resultado Operacional 15.600
IR e CSLL (1.848)	IR e CSLL (3.148)
<b>Lucro Líquido 3.752</b>	<b>Lucro Líquido 10.452</b>

No que se refere à preocupação dos acionistas quanto as contingências, a maior delas é o lançamento da provisão no resultado da empresa. Quando uma provisão é constituída, gera-se uma redução no resultado através do débito em despesas da companhia reduzindo o lucro líquido, e consequentemente os dividendos. Diante disso, a avaliação de fluxo de caixa descontado dos analistas de mercado sofre um impacto negativo, levando o valor de mercado da empresa a uma redução e, por conseguinte, a uma desvalorização de suas ações. Daí, a importância de se entender as contingências através de suas classificações prováveis, possíveis e remotas, e com isso esclarecer quais podem, de fato, afetar significativamente o valor de mercado da companhia.

**Merito da Contingência: Provável Provisão e Efetuada**      **Decisão Judicial: Ganho de Causa a Companhia Reversão de Provisão e Efetuada**

Importante destacar que contingências passivas têm a obrigação de serem periodicamente reavaliadas a fim de se determinar sua respectiva classificação. Bem como as contingências, as provisões também deverão ser reavaliadas periodicamente. A cada data de balanço, classificações, provisões e seus ajustes deverão ser revistos para que se reflita a estimativa corrente mais próxima da atualidade. É natural que, se houver uma saída de recursos antes classificada como provável, e hoje a mesma é avaliada como possível, dar-se-á como obrigatório o lançamento revertido em contrapartida da linha de balanço e/ou resultado cuja provisão fora anteriormente efetuada.

#### 4.4.4 Exemplo prático na classificação contábil de contingências

Para exemplificar o tratamento aplicado à contabilidade da empresa, esta seção descreve o passo a passo do processo de classificação de uma contingência passiva e seus reflexos.

Suponhamos uma empresa que tenha sofrido uma ação trabalhista, por parte de seus trabalhadores, cujo mérito esteja relacionado aos pagamentos de integração do adicional de turno na base de cálculo do adicional de periculosidade. A partir da existência de sentenças ou acórdãos, bem como de jurisprudência ou súmulas existentes, o departamento jurídico da empresa, conjuntamente com seu escritório de advocacia, avalia que é

possível a mensuração com segurança desta ação, e que a possibilidade de perda desta ação é provável.

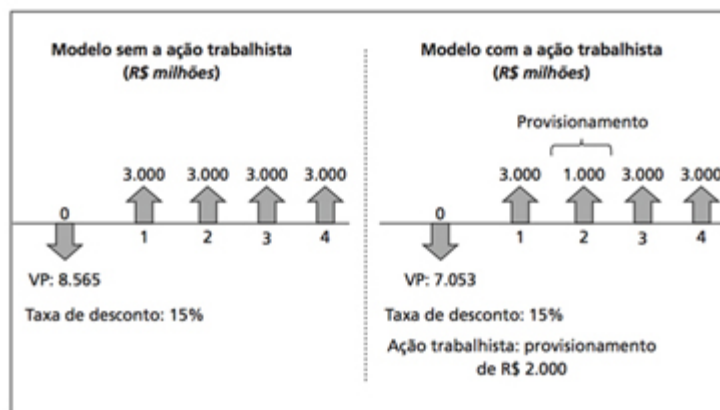
Diante disso, a empresa publica a contingência e seu respectivo valor (R\$ 2 bilhões) em nota explicativa das demonstrações contábeis e lança um provisionamento no resultado da companhia, afetando diretamente o lucro líquido da empresa, mas não o fluxo de caixa.

Neste momento, analistas financeiros de mercado atualizam os seus modelos de avaliação da empresa e lançam o valor do provisionamento no seu modelo de fluxo de caixa. A data em que esse provisionamento é lançado é feita com base nas estimativas do analista, vamos supor que ele acredita que o fim desta ação dar-se-á em dois anos.

Na visão do analista de mercado, esse lançamento impacta diretamente o valor de mercado da empresa e, portanto, suas respectivas ações. Para melhor detalhamento da mudança de percepção do analista frente à empresa, veja a ilustração abaixo.

### Relação entre a avaliação de empresas e provisão

Modelos considerando o impacto de uma ação trabalhista na avaliação de uma empresa – Fluxo de caixa



Note que o valor da empresa para o analista mudou de R\$ 8,6 bilhões para R\$ 7,1 bilhões após a divulgação desta ação. Considerando que as ações da empresa estavam no preço justo antes da publicação da notícia, as ações tenderiam a desvalorizar-se conforme a mudança do valor de mercado da empresa, ou seja, 18%.

Por meio deste simples exemplo, fica evidente que a classificação do mérito a ser dado para qualquer contingência passiva de uma empresa traz impactos diretos no valor da empresa simultaneamente, influenciando o comportamento do mercado perante a empresa.

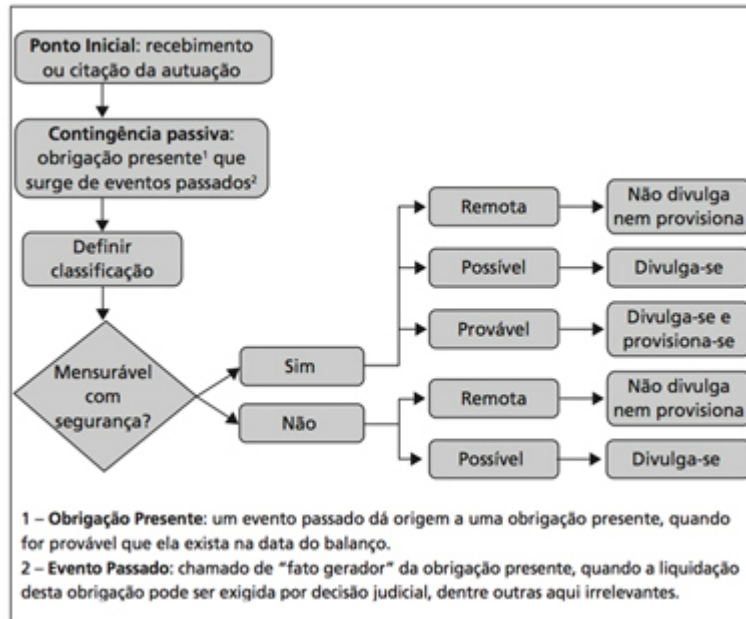
## **4.5 O processo de classificação contábil de contingências**

O processo de classificação contábil de contingências é construído em função do NPC 22, observando-se os eventos passados, possibilidade de a existência ser confirmada somente pela ocorrência ou não de um ou mais eventos futuros e se não estão totalmente sob o controle da entidade.

Segue abaixo um fluxograma a partir da identificação de uma contingência passiva até sua classificação e por fim o tratamento desta classificação.

Identificação de contingência passiva

Fluxograma descrevendo o processo de classificação de uma contingência passiva



Esse fluxograma apresenta as possibilidades apresentadas pela análise legal de contingências passivas, indicando as decisões que envolvem os profissionais de Direito que impactam o valor de uma empresa.

## 4.6 Conclusão

Os profissionais de Direito têm uma atuação fundamental na classificação de contingências. Detentores do conhecimento legal, processual e jurisprudencial são profissionais capazes de avaliar o risco de uma contingência se materializar a favor, ou contra, uma empresa.

Também na classificação de contingências é que os advogados têm grande importância na avaliação de uma empresa, pois a consequência da alocação do risco de uma contingência tem consequências diretas, independente do método utilizado pelo avaliador.

Para os advogados de prática contenciosa, o acompanhamento processual e jurisprudencial se torna mandatório a fim de determinar classificação como possível, provável ou remota. Por outro lado, para os

advogados societários e de mercado de capitais, que trabalham na estruturação de operações de financiamento, fusões e aquisições, o relacionamento com o contencioso e o entendimento das classificações são essenciais para a busca do cenário correto envolvendo as partes da operação.

Dessa forma, o conhecimento dos métodos de avaliação de empresa, embora de caráter financeiro, deve ser de domínio dos advogados, pois se tornam parte de um processo que não pode ser visto de forma isolada: a precificação de uma empresa. O isolamento das atividades e conhecimento são capazes de afetar o valor de uma empresa, uma vez que elimina as sinergias do processo e o alinhamento de conceitos técnicos.

## REFERÊNCIAS

ALLEN, Franklin; BRELEY, Richard; MYERS, Stewart. **Principles of Corporate Finance**. MacGraw-Hill Irwin, 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Demonstrações de Resultados do Fluxo de Caixa da AES Eletropaulo 2008**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 23 mar. 2010.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Editora Pearson, 2007.

GILSON, Ronal J.; BLACK, Bernard S. **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**. Minnesota: Foundation Press, 2002.

HAMILTON, Stewart; MICKLETHWAIT, Alicia. **Greed and Corporate Failure: The Lessons from Recent Disasters**. New York: Palgrave Macmillanc, 2006.

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil. **Norma e procedimento de contabilidade (NPC 22) – Provisões, Passivos, Contingências Passivas e Contingências Ativas**. 2006. Disponível em: <<http://www.ibracon.com.br/publicacoes/resultado.asp?identificador=806>>. Acesso em: 23 mar. 2010.

MENDES, Gilmar de Melo; RODRIGUES, José Antônio. **Governança corporativa: Estratégia para Geração de Valor**. Rio de Janeiro:

Qualitymark, 2004.

1 *We begin here an inquiry, set in the context of corporate acquisitions, into what business lawyers really do. By and large, critical study of the legal profession has displayed a myopic fixation with litigation – its frequency, complexity, expense and unequal availability – and what can be done to “improve” it: clinical training, methods of delivering legal services, procedural reforms. Careful analysis of the function of the rest of the profession – business lawyers – has been absent. Lawyers as a group are often criticized as non-productive actors in the economy. Engineers, it is said, make the pie grows larger. Lawyers only rearrange the slices, shrink the pie, and take some for themselves in the process. (GILSON; BLACK, 2002, p. 5).*

2 *(...) business lawyers often must actively design the structure of the transaction to minimize the number of rules that apply and the cost of complying with those that do. Regulation determines the structure of the transaction but, for the client, the goal may be minimizing cost, not maximizing compliance. (GILSON; BLACK, 2002, p. 7).*

3 *(...) we need to go deeper than that. First, it is important to know how asset values are reached in an active market. Even if you can take the appraiser’s word for it, it is important to understand why that warehouse is worth, say, \$ 250,000 and not a higher or lower figure. Second, the market for most corporate assets is pretty thin. Look in the classified advertisements in The Wall Street Journal: It is not often that you see a blast furnace for sale.*

4 *(...) companies invest in a variety of real assets. These include tangible assets such as plant and machinery and intangible assets such as management contracts and patents. The object of the investment, or capital budgeting, decision is to find real assets that are worth more than they cost. (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2006).*

5 Benjamin Esty, professor de Administração de Empresas e chefe da unidade de finanças da Harvard Business School, publicou o artigo acadêmico *Improved Techniques for Valuing Large-Scale Projects* propondo modelo específico de avaliação de empresas.

6 Conforme Demonstração Financeira de 2008 disponibilizada no *website* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

7 *(...) “Profit is an opinion, cash is a fact”. The old adage has never been as true as in the recent past. Any astute analyst of Enron, Parmalat or WorldCom should not have failed to realize that there was a distinct mismatch between reported profits and the cash generated from operation.*

8 *Not all investments are equally risky. The office development is more risky than a government security but less risky than a start-up biotech venture. Suppose you believe the*



*project is as risky as investment in the stock market and that stocks are forecasted to return 12 percent. Then 12 percent becomes the opportunity cost of capital. That is what you are giving up by not investing in equally risk securities. (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2006).*

9 *Strike suits* é uma ação promovida por acionistas (normalmente minoritários) de uma empresa contra a própria empresa investida baseada em argumentos falaciosos ou com o propósito de obter um acordo em valor exorbitante ou favorável aos acionistas.

10 *Strike suits also acted to quell the information being disclosed to investors. Companies were fearful that communicating freely with investors and analysts would make them vulnerable to shareholder litigation. As a result, voluntary disclosures, especially forward-looking statements, were chilled. For investors, less information is bad for the market. Investors and markets thrive in a climate of transparency and disclosure. (COLE, 2004).*

11 Rio de Janeiro, 15 de fevereiro de 2008 – A Log-In – Logística Intermodal S.A. (Log-In) (Bovespa: LOGN3) comunica que, em razão de revisão de prognósticos procedida pelos consultores jurídicos da Companhia, reverteu provisões para contingências passivas referentes a dois processos administrativos tributários no valor de R\$ 18,5 milhões reclassificando-as como possíveis, e não prováveis, como estavam anteriormente registradas. Estes processos administrativos tributários são relativos às contingências tributárias de Imposto de Importação e Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) referentes a importações de dois navios graneleiros ocorridas anteriormente à oferta pública de ações da Log-In. Dessa forma, no resultado da Log-In do quarto trimestre de 2007 será refletida a reversão de provisões para contingências e, do valor total revertido, R\$ 18,2 milhões serão creditados na rubrica “outras receitas operacionais” e R\$ 0,3 milhão na linha “variações monetárias e cambiais líquidas”.

12 A provisão tem por finalidade cobrir eventuais perdas ou despesas, tendo o fato gerador já ocorrido. Ela representa uma apropriação ao resultado do exercício, uma contrapartida de perdas extraordinárias, despesas ou custos e sua constituição normalmente influencia o resultado do exercício.

# 5 ASPECTOS JURÍDICOS DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS: RISCO E RESPONSABILIDADE

*Marco Aurélio Affonseca*

*Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; mestre pelo Master in Economics of Law da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP), com especialização em operações financeiras estruturadas pela Euromoney (London, UK) e em finanças corporativas pela Universidade da Califórnia (EUA); graduado em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie.*

## 5.1 Introdução

Os instrumentos de derivativos sempre foram foco e chamaram atenção dos participantes de mercado e dos reguladores nas crises financeiras que ocorreram nas últimas décadas. Após o *crash* de 1987, todos culpavam os derivativos pela queda do mercado. Em 1992, o presidente do *Federal Reserve Bank of New York*, Gerald Corrigan, perguntou aos membros da *New York Bankers Association* se eles realmente sabiam quais eram os riscos que estavam sendo assumidos nos contratos de derivativos e como mitigar e controlar tais riscos. (SCHWARTZ, 1997).

Com o início da crise das hipotecas, securitização e títulos podres nos Estados Unidos da América e a consequente desvalorização do real no segundo semestre de 2008, vimos, no Brasil, muitos artigos, reportagens e até batalhas judiciais acerca dos contratos de derivativos. Nesse sentido, cumpre esclarecer, preliminarmente, que derivativos são instrumentos financeiros largamente utilizados como meio para redução de custo de captação e para proteção (*hedge*) de determinados ativos e/ou obrigações.

Como consequência da evolução do mercado, do comércio mundial e da globalização, como também em decorrência da diminuição das taxas de

juros nos Estados Unidos da América, as transações entre os agentes de mercado ficaram cada vez mais sofisticadas, sendo certo que os incentivos gerados pela economia possibilitaram a criação de novos instrumentos financeiros e novas técnicas de securitização, como o conceito “*originate and distribute*”. (HUERTAS, 2008).

Em meio à euforia do mercado nos últimos anos e devido aos incentivos econômico-financeiros, a criatividade dos juristas, agentes de mercado e da engenharia financeira possibilitou a utilização de diversos derivativos, conhecidos nos Estados Unidos como *derivatives*, nas mais diversas modalidades<sup>1</sup>.

Nas operações com derivativos, tipicamente, é comum duas partes manterem várias operações financeiras simultaneamente em curso, com datas de liquidação distintas. As partes não só, geralmente, compram e vendem ativos e opções, à vista ou a termo, e contratam *swaps* realizando sucessivas transações entre si como também compram e vendem proteção por meio da celebração de derivativos de crédito<sup>2</sup>.

Podemos afirmar que a crise financeira, que surgiu no setor imobiliário norte-americano em 2007, complicou-se a partir de 2008, quando a falência do Lehman Brothers instaurou forte instabilidade nos mercados financeiros, provocando uma forte contração nos mercados de crédito e de capitais.

Desde meados de 2007, o sistema financeiro tem enfrentado algumas dificuldades que se agravaram com o crescimento no volume de estruturas financeiras atreladas aos *subprime mortgages*, operações securitárias e derivativos de crédito, implicando um deslocamento do crédito e dos recursos em diversos mercados.

O aumento desproporcional da alavancagem financeira no mercado financeiro dos Estados Unidos, que teve início em 2001 em uma conjuntura de taxas de juros historicamente baixas, cuja expressão mais importante se deu no mercado hipotecário norte-americano, onde o modelo *originate and distribute*, ou seja, a securitização de direitos a receber, que eram “empacotados” e vendidos a investidores desligados do processo de concessão de crédito, tais como fundos de pensão, seguradoras e os *hedge funds*, além de veículos de investimentos especiais fora do balanço das instituições financeiras (*special investment vehicles*), foi disseminado. Esse movimento culminou em forte inflação de ativos nas principais economias

do mundo e veio acompanhado de expressivo crescimento dos derivativos de crédito.

A prevalência do modelo *originate and distribute* nos últimos vinte anos acarretou um crescimento significativo no mercado de operações estruturadas. O modelo *originate and distribute* permite que as instituições financeiras transfiram (ou não) riscos inerentes a determinadas operações financeiras<sup>3</sup>.

Com efeito, os derivativos de crédito também foram largamente utilizados em diversas operações estruturadas, como as *collateralized debt obligations* (CDOs), que basicamente são estruturadas, nos Estados Unidos, como *structured asset-backed security*.

Um ativo conhecido como *structured asset-backed security* pode ser definido, no direito brasileiro, como um valor mobiliário cujo lastro é um ativo que conta com uma garantia, ativo este geralmente ilíquido que, por meio de uma operação de securitização de ativos, pode ser negociado: ou seja, o ativo é cedido ou transferido para uma entidade segregada, cujo único objeto é a aquisição desses ativos, que, por sua vez, emite valores mobiliários (*securities*) que representam frações dos ativos que adquiriu. Os valores mobiliários são negociados no mercado financeiro e/ou de capitais, permitindo, assim, que o risco do investimento seja diversificado porque cada valor mobiliário representa uma fração do valor total dos ativos que constituem o seu lastro. O conjunto de ativos (*the pool of underlying assets*) pode incluir recebíveis oriundos de compras realizadas com cartões de crédito, financiamento de automóveis, hipotecas, e até fluxos de pagamentos mais exóticos, como leasing de aeronaves, pagamento de royalties, dentre outros.

Em meio à crise imobiliária, os grandes bancos, que tinham elevada exposição de risco em ativos dessa natureza, tiveram que provisionar grandes somas de ativos com baixa perspectiva de recebimento, basicamente relacionada aos empréstimos hipotecários de maior risco, os *subprime mortgage backed securities* (MBS).

Cumprido salientar que a criatividade, em se tratando de derivativos, também é muito grande, de modo que não só é pouco produtivo tentar descrever todas as modalidades contratuais praticadas, mesmo dentro de um *Master Agreement* do tipo padronizado pela *International Swap and*

*Derivatives Association, Inc. (ISDA)*, como também dentro dos contratos não padronizados negociados no mercado de balcão (também conhecidos como *over the counter* – OTC). (CORDEIRO FILHO, 2000, p. 7).

Estas operações envolvem, sobretudo, moedas, taxas de juros, índices, preços de mercadorias, risco de crédito e até financiamento de projetos. Os derivativos movimentam um enorme volume de capital. Certos autores afirmam que não mais existe empréstimo internacional que não recorra simultaneamente a alguma dessas modalidades de operações. (*Revista de Direito Mercantil*, 1994, p. 59).

As operações de derivativos têm muito a contribuir para a gestão e diversificação dos riscos inerentes às operações financeiras. De acordo com estudo realizado pela BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa), o Brasil tem um dos maiores mercados de derivativos da América Latina, ressaltando a sua importância, volume de recursos e a criação de milhares de empregos diretos e indiretos<sup>4</sup>.

Quando perguntaram para Warren Buffett sobre *weapons of financial mass destruction*<sup>5</sup>, comentário realizado sobre os derivativos alguns anos atrás, Buffett afirmou categoricamente “*derivatives aren't 'evil' but they are potentially 'dangerous'.* “*We use lots of things daily that can be dangerous like cars.*”

Da análise do comentário feita por Warren Buffett, podemos afirmar que não foram os derivativos que fizeram mal ao sistema financeiro, mas, sim, como os agentes de mercado utilizaram esses instrumentos.

Robert J. Shiller (2009) afirma que derivativos são ferramentas que devem ser utilizadas para administrar riscos financeiros, da mesma maneira que os seguros. Essa ferramenta pode ser utilizada da maneira correta ou, como observado, errada. Shiller (2009) ressalta, ainda, que o fim dessas ferramentas não nos levará a lugar nenhum, ao contrário, ele visualiza um mercado onde os derivativos serão tão comuns quanto operações de crédito.

## **5.2 A história dos contratos de derivativos**

Não há unanimidade sobre quando os derivativos foram criados. Seu princípio básico parece ter vigorado já por volta do ano 2000 a.C., quando

mercadores da península arábica recebiam bens de comércio da Índia, existindo um apreciável intervalo de tempo entre a aquisição desses bens e a data de sua efetiva entrega.

Esse mesmo princípio é encontrado mais tarde no mundo greco-romano, a partir do século VII a.C., já com o emprego de moeda para realizar trocas. Após o longo período que se seguiu ao fim do Império Romano do Ocidente e a Baixa Idade Média, ressurgiu na Europa o comércio inter-regional por meio das grandes feiras do comércio, localizadas, principalmente, no norte da França e Países Baixos. Nessas feiras era largamente utilizado o princípio do “contrato hoje, entrega depois”, assim como o uso da moeda, contabilidade e instrumentos de crédito. A Bolsa de Amsterdã, por sua vez, desenvolveu-se em meados do século XVII e foi palco de grande desenvolvimento dos mercados futuros e de opções. (ANDRÉ, 2008).

Não obstante os importantes passos realizados durante toda a história, é no Japão feudal, século XVII, que surge um mercado futuro com as principais características do mercado moderno.

Ocorre, contudo, que, apenas no início do século XIX, se deu efetivamente o nascimento dos modernos mercados futuros. Naquela época já existiam todos os fatores necessários para que esse mercado nascesse nos Estados Unidos, quais sejam, legislação comercial, especulação consistente e contratos para entrega futura. (SWAN, 2000).

Na década de 40 do século XIX, a cidade de Chicago, Estado de Illinois, situada no Meio-Oeste americano, começou a despontar como um centro de mercado para fazendeiros de estados adjacentes. Aproximadamente em 1842, 82 dos maiores comerciantes de grão da referida cidade uniram-se e criaram uma bolsa organizada, a *Chicago Board of Trade*, tendo como principal objetivo promover o comércio na cidade e arranjar um local adequado para que compradores e vendedores pudessem negociar *commodities*.

O estabelecimento da Bolsa de Chicago ajudou a reduzir as grandes flutuações de preços que ocorriam no mercado, devido a excessos de oferta ou de demanda. Permaneceram, porém, diversos outros fatores que podiam prejudicar a formação de preços. Não se sabe a data exata da criação desses

derivativos, pois todos os registros da Bolsa de Chicago foram perdidos no grande incêndio no início do século XX.

A integridade financeira e de entrega física foi conseguida por meio do desenvolvimento das Câmaras de Compensação, que estabelecem diversos procedimentos para viabilizar a segurança dos contratos. Pode-se dizer que até a década de 70 os mercados futuros eram basicamente mercados de *commodities* agrícolas e minerais. Tudo isso mudou radicalmente com a chegada dos instrumentos financeiros no pregão das bolsas de futuros.

A declaração pelos Estados Unidos da América da incorvertibilidade do dólar em 1971 e o colapso do Acordo de *Bretton Woods* nos dois anos seguintes alteraram, significativamente, esse cenário.

Desse modo, correta é a afirmação do ilustre doutrinador Eduardo Salomão Neto para quem os derivativos são modalidades de operações financeiras surgidas durante a década de 80 principalmente. (SALOMÃO NETO, 2005, p. 324). Explica referido autor que enquanto algumas formas de derivativos, como os *swaps*, realmente surgiram durante a década de 80, outras modalidades já existiam de uma forma ou de outra desde época muito pregressa, tendo apenas se desenvolvido em anos recentes. Nesse último caso, encontram-se as opções e negócios a termo. (CARSTEN, 1962, p. 380).

Continua referido autor lecionando que duas causas certamente concorreram para seu aparecimento: a crescente desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros e de capitais, bem como a tendência de taxas de juros e câmbio movimentarem-se de forma pouco previsível, influenciadas por causas como alta inflação. (CARREAU, 1978, p. 528).

Os derivativos desempenhavam papel relativamente pequeno nos mercados financeiros globais até recentemente. Em 1973 a Bolsa de Negociação de Opções de Chicago (*Chicago Board Options Exchange*) começou a negociar opções listadas nos Estados Unidos. De 1982 a 2000, a negociação de opções sobre ativos listados cresceu aproximadamente dez vezes, impulsionada em parte pelo trabalho pioneiro sobre modelagem de opções pelos economistas Fischer Black, Robert Merton e Myron Scholes. Com sofisticados modelos matemáticos para sua avaliação, derivativos ganharam aceitação.

Enquanto a negociação de opções sobre ações estava crescendo, tanto o volume quanto a variedade de outros tipos de derivativos também estavam crescendo vertiginosamente. Entre 1987 e 2002, o montante de *outstanding currency* e *swaps* e opções de taxas de juros cresceram de US\$ 865 bilhões para aproximadamente US\$ 100 trilhões, de acordo com a Associação Internacional de *Swaps* e Derivativos (*International Swaps and Derivatives Association* – ISDA).

No Brasil, os derivativos surgiram na Bolsa de Mercadorias de São Paulo, com a negociação de contratos a termo de algodão. (SANVICENTE, 2003, p. 25). Já nos anos 70, com a introdução de contratos a termo e contratos futuros de ações na Bovespa, surgiu o mercado organizado de derivativos no Brasil. Em 1979, a Bovespa autorizou o início da negociação de opções de venda de ações individuais. Em 1986, com a criação da BM&F, iniciou-se a negociação de contratos futuros do índice Ibovespa.

### 5.3 Definição de contrato de derivativo

Como a descrição acima indica, derivativos podem ser complicados de explicar. Apesar de existirem por décadas, serem amplamente utilizados e possuírem inúmeras válidas aplicações comerciais, inegavelmente possuem um problema de imagem.

Derivativo é o nome dado à família de mercados em que operações com liquidação futura são implementadas, tornando possível a gestão do risco de preço de diversos ativos. A origem do termo derivativo está associada à ideia de que os preços desses contratos possuem estreita ligação, derivam dos preços do ativo subjacente ao contrato. (BROWN, 1995, p. 28).

Literalmente, o derivativo é um contrato cujo valor de mercado deriva ou resulta do preço de outro contrato. De acordo com a definição do economista Robert J. Schiller (2009, tradução do autor),

(...) derivativos se tornaram o símbolo universal da ganância de *Wall Street*, entretanto apenas alguns agentes de *Wall Street* sabem o que realmente são os



derivativos, contratos financeiros entre um comprador e vendedor cujo valor deriva do ativo objeto, como uma hipoteca ou ação<sup>6</sup>.

Conforme exposto, há diversas modalidades de derivativos, mas, no fim do dia, todos significam que o seu valor deriva do valor de algo mais. O preço é “descoberto” quando as forças fundamentais da oferta e demanda procuram encontrar algum tipo do equilíbrio. Em todos os mercados, sempre temos os especuladores e os *hedgers*.

Em finanças, derivativos são definidos como instrumentos financeiros cujo valor depende de outros ativos ou variáveis mais básicas às quais ele se refere. Esses ativos (ativo-objeto ou ativo subjacente) podem ser *commodities*, taxas de juros, preço ações, taxas de câmbio, entre outros. Podem também ser entidades, como no caso dos derivativos de crédito. Os derivativos necessitam nenhum ou pouco investimento inicial, por essa razão, pode-se assumir um elevado risco sem que seja necessário o dispêndio de quantia elevada. A liquidação pode ser feita por meio tanto da entrega física do bem quanto do pagamento em dinheiro, conforme o caso. Por exemplo, contratos referentes a um lote de ações são normalmente liquidados em dinheiro, uma vez que a entrega física envolveria a troca de um grande número de títulos.

Os principais instrumentos do mercado de derivativos são futuros, opções, *swaps* e contratos a termo. As operações a termo e as opções são, entretanto, os tipos-básicos, a partir dos quais quaisquer outros derivativos são criados.

As quatro modalidades principais de contratos negociados no mercado de balcão e em bolsa são os (i) contratos a termo; (ii) contratos futuro; (iii) contratos de opções; e (iv) contratos de *swap*.

### 5.3.1 Contrato a termo

O contrato a termo é um tipo de contrato de compra e venda, cujo pagamento não é feito na data de assinatura, mas na data futura previamente fixada pelas partes (termo). Ele pode ser assim definido:

Um contrato a termo é um instrumento pelo qual duas partes se obrigam a comprar e vender, respectivamente, uma certa quantidade de determinado ativo em determinada data futura, por um preço determinado. A parte que se obriga a comprar é denominada de comprado; a que se obriga a vender, vendido; o ativo a que o contrato se refere, ativo-objeto (ou, simplesmente, objeto); o preço predeterminado, preço de entrega ou preço a termo; a data em que o comprado se obriga a comprar o objeto e o vendido se obriga a vendê-lo, vencimento do contrato.

Dada a caracterização anterior, o lucro do comprado ou do vendido dependerá do preço pelo qual o objeto do contrato esteja sendo transacionado no mercado a vista, no vencimento do contrato (...). (SANTOS, 1999, p. 170).

O contrato a termo é um exemplo de derivativo, uma vez que seu valor dependerá do valor de outro instrumento na data do seu vencimento, ou seja, o lucro ou prejuízo das partes dependerá do preço à vista de outro contrato.

De acordo com Eduardo Salomão Neto, não resta dúvida de que a operação a termo trata-se de compra e venda de ativos, moedas e/ou índices a serem liquidados no futuro, com o preço estabelecido na data da contratação, representada por um contrato bilateral. (SALOMÃO NETO, 2005, p. 334).

A cláusula termo dispõe sobre a execução do contrato, restando claro que, no vencimento do contrato de compra e venda, o comprador e vendedor concordam que a sua execução realizar-se-á em determinada data.

De acordo com a doutrina predominante, os contratos a termo podem ser classificados como: (i) bilaterais: hipóteses em que as obrigações referentes ao termo abarcam ambos os contratantes; e (ii) unilaterais: hipóteses em que as obrigações oriundas do termo serão atribuídas apenas a um dos contratantes.

Cumprе salientar que, nas hipóteses em que as obrigações são bilaterais, o objetivo do contrato a termo é proteger o comprador ou vendedor das oscilações de baixa ou alta dos preços do ativo, moeda ou índice negociado. Dessa forma, conclui-se que os contratos a termo bilaterais têm caráter aleatório, pois as condições, preços, prêmio, direitos e obrigações são estipulados pelas partes.

Ressalte-se que a importância da análise da natureza jurídica do contrato a termo bilateral deve-se ao fato de que a liquidação será realizada por diferença, ou seja, as partes não realizam a efetiva entrega do ativo, moeda ou mercadoria, sendo que o pagamento do preço na data de vencimento será calculado de acordo com o valor de mercado excedente ao preço pactuado. Isto se deve ao fato que o ativo alienado à parte compradora poderá ser alienado novamente à preços de mercado. (SALOMÃO NETO, 2005, p. 334).

A Nova Lei de Falências, em seu art. 119, inciso V, dispõe que, tratando-se de coisas vendidas a termo, que tenham cotação em bolsa ou mercado, e não se executando o contrato pela efetiva entrega daquelas e pagamento do preço, prestar-se-á a diferença entre a cotação do dia do contrato e a da época da liquidação em bolsa ou mercado. (BRASIL, 2005, art. 119).

Essa regra define as obrigações de pessoa falida e aplica-se aos contratos a termo e futuros. De acordo com Eduardo Salomão Neto, referida regra não parece contrastar com uma tal conclusão o fato de que o citado dispositivo aplica-se somente em caso de “coisas vendidas a termo” enquanto os derivativos normalmente impõem liquidação pela diferença desde logo.

Resta finalmente lembrar que os contratos a termo tipicamente podem depender de aquisição da coisa a ser entregue no futuro, isso nas raras hipóteses em que não venham a ser liquidados pela diferença. Pode ocorrer, entretanto, que a parte que se tenha obrigado a vender a termo não encontre no mercado o que prometeu vender, ficando sem o poder de honrar o contrato. Nesse caso, não poderá a parte vendedora alegar caso fortuito ou força maior, definidos pelo art. 393, parágrafo único do Código Civil, como o fato necessário, cujos efeitos não eram possíveis de se evitar ou impedir. (BRASIL, 2002, art. 393).

A razão disso é que o princípio tradicional de Direito que a impossibilidade de prestar tem de ser absoluta para que se configure a exclusão, ou seja, deve ter desaparecido o gênero da coisa prometida. Simplesmente por ser difícil, sua aquisição não previne a responsabilidade.

### 5.3.2 Contrato futuro

Contratos futuros são acordos nos quais as partes são obrigadas a comprar ou vender determinada quantidade de um ativo a determinado

preço e em certa data futura. Esses contratos são padronizados em relação à quantidade e qualidade do ativo, formas de liquidação, garantias, prazos de entrega, dentre outros, e têm negociação apenas em bolsa, sendo possível a liquidação do contrato antes do prazo de vencimento.

O contrato futuro tem a mesma natureza jurídica do contrato a termo ao passo que ambos são operações de compra e venda de ativos a serem liquidadas no futuro, com o preço desde logo estabelecido, representado por um contrato bilateral de obrigações de dar. (SALOMÃO NETO, 2005, p. 334).

Ocorre, contudo, que os contratos futuros têm algumas peculiaridades em sua formação e na operacionalização do negócio, o que não afeta a natureza jurídica do negócio e tampouco a do contrato.

Não obstante a realização do negócio ser independente das partes se conhecerem tendo em vista que o registro, compensação e liquidação se efetua via Câmara de Compensação, entende-se (BULGARELLI, 1995) que os contratos futuros são bilaterais e não devem ser interpretados como propriamente contratos típicos de compra e venda, mas uma nova modalidade negocial com caráter aleatório, em razão da função social que tais negócios desempenham.

### 5.3.3 Contrato de opções

Contratos de opções são acordos nos quais, por intermédio de único pagamento (inicial – prêmio), uma das partes tem o direito (e não a obrigação) de comprar ou vender o ativo em certa data a preço estabelecido. A contraparte da operação recebe esse pagamento como remuneração por sua exposição ao risco, que pode chegar a ser ilimitado. As opções também podem ser negociadas em mercado de balcão, caso das opções flexíveis.

Conforme exposto acima, uma opção é um direito, e não uma obrigação, de compra ou venda de determinado objeto, a um preço prefixado, até certa data. Portanto, há opções de compra (quando esse direito é de compra) e há opções de venda (quando é um direito de venda).

O contrato de opção é um negócio jurídico bilateral, por meio do qual as partes celebram o contrato com interesses contrários. Uma Parte X celebra a opção com a intenção de mitigar determinado risco (comprador) e a outra Y

contrata a opção com a finalidade de assumir determinado risco (vendedor), por exemplo.

Por meio do contrato de opção, o comprador adquire um direito futuro sobre determinada coisa, mas não uma obrigação, sendo que o vendedor assume determinada obrigação futura, caso acordado com comprador da opção.

Em se tratando das opções, cumpre salientar que existem diversas modalidades de exercício da respectiva opção, sendo que no Brasil as duas modalidades mais comuns são: (i) as opções americanas, por meio da qual o direito poderá ser exercido desde sua celebração até a data de vencimento; e (ii) as opções europeias, por meio da qual o direito contratado poderá ser exercido exclusivamente na data de vencimento, observadas a legislação vigente e as normas editadas pela CVM.

Os contratos de opção podem ser negociados livremente entre as partes, bem como celebrados no âmbito da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e na Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F (BM&F).

#### 5.3.4 Contrato de *swap*

O contrato de *swap* é outro tipo de contrato de derivativo, cujo objeto é a troca de resultados financeiros atrelados a um ativo ou passivo pelos resultados financeiros atrelados a outro ativo ou passivo.

Considerando o escopo do presente trabalho, é importante salientar e ter em mente como são liquidadas as operações de *swap*. Basicamente, no vencimento da operação, os valores dos resultados financeiros decorrentes da aplicação de taxas sobre ativos ou passivos utilizados como referenciais são comparados, e a liquidação se dá pela diferença entre tais valores. Daí a extrema importância do instituto da compensação, analisada adiante, nas hipóteses de vencimento antecipado em caso de insolvência de qualquer das partes contratantes.

Ocorre, na verdade, uma compensação entre o montante que uma Parte Y tem a receber da outra X e o montante que a primeira tem a pagar à segunda. Imagine uma situação em que as Partes Y e X pactuaram trocar os resultados financeiros decorrentes da aplicação de uma taxa pós-fixada e de uma taxa pré-fixada sobre um determinado ativo utilizado como referencial. No final da operação, ou seja, no vencimento da obrigação, os valores

apurados serão comparados e a liquidação se dará pela diferença entre tais valores.

Conforme mencionado, há dois tipos de contrato de *swap*: o *swap* de balcão, que é obrigatoriamente registrado na CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (CETIP); e o *swap* de bolsa, negociado através de sistema eletrônico.

A regulamentação vigente estabelece que as operações de *swap* devem, obrigatoriamente, ser registradas na CETIP ou outros sistemas de registro, de custódia e liquidação, devidamente autorizados pelo BACEN ou pela CVM, conforme o caso, de acordo com a resolução do conselho monetário nacional.

Nas operações registradas na CETIP, ainda que não haja contrato escrito entre duas partes que realizam uma operação de *swap*, é possível afirmar que o registro da operação cria entre as partes uma relação contratual formal.

## 5.4 Derivativos de crédito (*Credit Default Swaps*)

Com a sofisticação das estruturas de securitização e desses instrumentos financeiros, podemos observar, nos últimos anos, uma crescente evolução no mercado de derivativos de crédito ou os *Credit Default Swaps* (CDS).

Os derivativos de crédito têm como propósito auxiliar investidores e corporações a administrar o risco de crédito dos seus investimentos, como um seguro, contra movimentos adversos da qualidade de crédito do ativo-objeto. (BADER, 2002, p. 9).

O derivativo de crédito é um contrato financeiro bilateral onde uma ponta compradora de proteção paga uma taxa periódica em troca de pagamento do valor nominal caso ocorra um evento de crédito em relação ao ativo-objeto, conforme os termos e condições pactuados no instrumento em epígrafe. Dessa forma, caso o evento ocorra, o vendedor de proteção paga ao comprador a quantia estabelecida para cobrir eventual perda.

Assim, os derivativos de crédito constituem modalidade diferenciada de instrumento financeiro por procurarem proteção contra o risco de mudança

adversa na qualidade creditícia de terceiro ou de títulos adquiridos ou utilizados como lastro para operações objeto do derivativo.

Até 2008, os CDS eram considerados instrumentos que proporcionavam diversos benefícios para as partes. Os CDS permitiram que os vendedores assumissem novo risco de crédito e compradores contratassem um “seguro” contra a possibilidade de companhias ou governos inadimplirem com suas dívidas. O valor nominal em aberto de CDS explodiu em uma década aumentando de aproximadamente zero para U\$ 62 trilhões de dólares até o final de 2007, todavia, esse valor caiu para U\$ 55 trilhões de dólares até o final do primeiro semestre de 2008 e continua caindo. Os CDS são negociados no mercado de balcão e foram bem-sucedidos até em épocas difíceis, funcionando perfeitamente com o mínimo de regulamentação.

Ocorre, contudo, que desde setembro de 2009 uma onda de inadimplementos envolvendo instituições financeiras, corretoras, seguradoras e gigantes agências americanas de hipotecas, como Fannie Mae e Freddie Mac, levou o mercado de CDS a cambalear.

A quebra do Lehman Brothers em setembro de 2009 mostrou que o principal risco sistêmico atribuído aos CDSs não decorreu das suas difundidas perdas e débitos gerados, mas decorreu da perda de um grande *market dealer*. O acréscimo do *spread* no pós-choque foi além dos derivativos. Quase tão traumático foi o socorro da American International Group (AIG), uma grande seguradora que vendeu proteção de crédito de aproximadamente US\$ 400 bilhões para elaborar estruturas atreladas a hipotecas e débitos de empresas – CDOs.

Cumprе salientar que, a partir do início da crise do *subprime*, e com a bancarrota da Lehman Brothers, diversas iniciativas da ISDA procuraram mitigar a possibilidade de eventual risco sistêmico no mercado de CDS. Assim como no caso da Lehman, quando houve um evento de crédito da Fannie Mae e Freddie Mac, foram publicados diversos protocolos para liquidação dos derivativos de crédito que envolviam essas instituições.

Em suma, os CDS são um acordo bilateral no qual o comprador de proteção faz pagamentos periódicos ao vendedor de proteção de crédito. Em troca, o vendedor de proteção se compromete a fazer pagamentos ao comprador caso ocorra um evento de crédito da entidade de referência.

Os compradores de proteção pagam um prêmio, que é uma fração da cobertura do seguro, em troca de adquirir proteção contra inadimplência da entidade de referência. Enquanto isso, os vendedores usam os *credit default swaps* como fonte adicional de renda e veem esse mercado como oportunidade para diversificar suas exposições ao risco de crédito e melhorar suas rentabilidades sobre suas carteiras de ativos. As situações que constituem inadimplência pela entidade de referência (eventos de crédito) são: falência, falha de pagamento, moratória ou repúdio da dívida. Nos eventos de crédito, os CDS podem ser liquidados por entrega física do ativo de referência ou por liquidação financeira.

Enquanto o comprador de proteção vende o risco de crédito, o vendedor de proteção compra o risco de crédito. Quando um agente quer aumentar suas exposições ao risco de crédito num determinado mercado, toma a decisão de vender proteção. Neste caso, o agente tem expectativas favoráveis em relação a esse mercado. O oposto ocorre quando o agente tem expectativas desfavoráveis em relação ao mercado, logo compra proteção. É importante ressaltar que o preço da proteção aumenta quanto maior for o risco de crédito associado à entidade de referência.

Os *credit default swaps* são negociados nos mercados de balcão, logo as condições são flexíveis e adaptáveis às necessidades dos compradores de proteção. Ocorre, entretanto, que uma certa padronização é seguida pelos agentes de forma a possibilitar a existência de mercado para contratos em andamento.

Há dois grupos de *credit default swaps*: *credit default swap* com uma única entidade de referência (*Single-Name CDS*) ou com mais de uma entidade de referência (*Multi-Name CDS*). No caso de *Multi-Name CDS*, a compra de proteção se dá sobre mais de uma entidade de referência, que pode ter a forma de conjunto (*basket*), carteira (portfólio) ou índices.

O mercado de derivativo de crédito global está passando por mudanças significativas, com a instituição de novas metodologias de precificação, negociação e implementação de uma câmara de compensação para os CDS na Europa e nos Estados Unidos.

O mercado de CDS, nos últimos anos, tem excedido o valor de face dos ativos subjacentes (bônus e dívidas) em muitos milhares de dólares,



demonstrando que o uso indiscriminado dos derivativos de crédito pode ser um problema.

Devido a esse fato, quando ocorre um evento de crédito em um determinado CDS, os participantes de mercado observaram que, na maioria das vezes, o valor do bônus e/ou da dívida (ativo subjacente objeto do derivativo de crédito) aumenta, pois não há papel no mercado para fazer frente à quantidade de CDS celebrados.

Em outras palavras, quando a Parte A compra proteção de um determinado bônus emitido pela empresa XYZ, quando ocorre um evento de crédito e as partes estabeleceram entrega física como forma de liquidação do CDS, a Parte B (vendedora da proteção) não consegue encontrar o bônus no mercado para entregar à Parte A e adimplir com a sua obrigação. Na ocorrência do evento de crédito há um aumento na quantidade demandada a qualquer preço dado, ou seja, a demanda pelo ativo objeto do CDS é muito superior à oferta.

A ISDA procurou meios para solucionar esse “descasamento” entre a quantidade de ativos subjacentes disponíveis no mercado e o número de CDS celebrados. Dessa forma, quando houve um evento de crédito, a ISDA implementou um sistema de leilão para a liquidação desses CDS (como no caso da Fannie Mae e Freddie Mac). Os participantes do mercado podiam aderir a esse sistema de leilão estabelecido pela ISDA, por meio da assinatura de um determinado protocolo.

Ademais, em vista das dificuldades enfrentadas nos últimos meses, a ISDA publicou, em março de 2009, o Big Bang Protocol (2009), que tem por objetivo, entre outros, padronizar as negociações, liquidações e os contratos de CDS nos Estados Unidos.

Após a entrada em vigor do Big Bang Protocol, a ISDA não publicará outros protocolos para a liquidação de CDS onde ocorreu um evento de crédito, tampouco realizará leilões para determinar o preço do ativo subjacente e facilitar a liquidação desses CDS.

## **5.5 Classificação jurídica dos contratos de derivativos**

Conforme mencionado, *swap* é definido como o contrato pelo qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixas futuros, de acordo com fórmula predeterminada. (STAJN, 1999, p. 215).

Ainda, com relação à natureza jurídica do contrato de *swap*, Otavio Yazbek (2007, p. 120) prossegue e o identifica como um contrato inominado:

Parece evidente, também aqui, tratar-se de contrato inominado, uma vez que, mesmo quando adotado sob um padrão mais ou menos uniforme, o swap não é propriamente tipificado pela legislação em vigor. Parece ser esta a solução financeira mais coerente com a própria natureza dos processos de inovação financeira e seus frutos. Deste modo, seriam aplicáveis a tais instrumentos as regras gerais aplicáveis aos negócios jurídicos e contratos, assim como a disciplina própria eventualmente definida pelo regulador competente.

Assim, considerando que os contratos de derivativos podem se apresentar de indefinidas formas, claro nos resta que não poderíamos classificá-los, juridicamente, como troca, mútuo, financiamento, compra e venda mercantil ou qualquer tipificação clara constante na legislação civil vigente.

Cumprе salientar o entendimento da professora Maria Helena Diniz (2003, p. 698), segundo a qual os contratos de derivativos não é propriamente um contrato de caracteres típicos. São contratos em epígrafe, modalidades contratuais *sui generis*, desenvolvidos em suas características fundamentais pela práxis mercantil e sancionados pelas normas em vigor.

Com bem leciona Arnaldo Wald Filho (2005, p. 309) – “os *swaps* são contratos *sui generis*, que não se encaixam em qualquer dos tipos tradicionais” – ou seja – “são fundados na liberdade geral de contratar (arts. 421 e 425 do Código Civil, desdobramentos, por sua vez, do direito fundamental à liberdade e do princípio constitucional da livre iniciativa)”.

Assim, quanto à natureza da obrigação, os contratos de derivativos podem ser classificados como bilaterais ou sinalagmáticos, uma vez que existe o estabelecimento de direitos e obrigações para ambos os

contratantes (podendo, ainda, dizermos que os contratantes são simultaneamente e reciprocamente credor e devedor um do outro).

Os contratos de derivativos são considerados como contratos a título oneroso, uma vez que trazem vantagens para ambos os contratantes.

O contrato aleatório é aquele em que a prestação de uma ou de ambas as partes dependeria de um risco futuro e incerto, não se podendo antecipar o seu montante. Assim sendo, as vantagens das partes subordinar-se-ão a fatos futuros e incertos. Nesse tipo de contrato cada parte se encontra adstrita a pagar sem receber, ou a receber sem nada a pagar, ignorando, desde o momento da formatação do contrato, de quem será a vantagem ou de quem será a perda. Lembre-se, ainda, de que serão com risco total quando só uma das partes cumpre sua prestação e parcial quando cada um dos contraentes fornece alguma prestação.

Da definição dos contratos aleatórios acima e, ainda, da descrição dos contratos de *swap*, claro resta que se tratam, sem dúvida alguma, de contratos aleatórios, uma vez que as partes somente saberão quem deverá realizar o pagamento quando da data de liquidação do contrato. Ademais, poderão ditos contratos serem de risco total ou parcial quando forem realizados os pagamentos individualmente ou quando for realizado o acerto pela diferença, respectivamente.

Desta classificação surgem algumas considerações, sendo a mais importante para os fins do presente estudo a impossibilidade de rescisão por lesão, alegação da teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva.

A professora Maria Helena Diniz afirma que a lesão consiste na injusta exploração da situação econômica, jurídica ou moral de uma das partes, em razão da qual vem esta a receber a contraprestação desproporcionada à que efetuara, permitindo a rescisão dos contratos cumulativos. (DINIZ, 2003, p. 89).

Assim sendo, parece-nos certo que o contrato de derivativo, classificado como contrato aleatório, não poderá ser rescindido por razão de dano ou de onerosidade excessiva.

O Código Civil descreve nos seus arts. 458 a 460 as espécies de contratos aleatórios. (BRASIL, 2002). Entendemos que o contrato de derivativo seria melhor enquadrado na espécie descrita no art. 460 do

Código Civil, que trata de coisas existentes, mas expostas ao risco, pelas razões que virão.

O contrato de derivativo, como já foi elucidado, trata de momentos futuros, ou seja, é liquidado quando do advento da data futura originalmente pactuada entre as partes. Aponta-se: a liquidação do contrato será feita futuramente tendo em vista a situação do fluxo de caixa, moeda ou índice, escolhido pelas partes no momento do estabelecimento do pacto. Assim sendo, o fluxo, moeda ou índice já existem quando da contratação sendo, isso sim, sujeitos a variações, depreciações ou apreciações.

Interessante é atentarmos nesse momento ao disposto no art. 461 do Código Civil, segundo o qual a alienação aleatória a que se refere o art. 460 poderá ser anulada como dolosa pelo prejudicado, se provar que o outro contratante não ignorava a consumação do risco a que, no contrato, se considerava exposta a coisa.

O contrato de *swap* possui como essência o risco envolvido na busca de uma melhor rentabilidade (especulativa ou não) para as partes, utilizando-se para tanto diversos tipos de análises mercadológicas. Ambas as partes têm total conhecimento dos riscos envolvidos e não podem, de forma alguma, alegar esse risco como forma de se escusar de cumprir com suas obrigações. Muito pelo contrário, como já defendemos anteriormente, não poderá nem mesmo ser arguida pela parte uma eventual onerosidade excessiva.

Os contratos paritários são aqueles em que as partes interessadas, colocadas em pé de igualdade, discutem os termos do ato negocial, eliminando os pontos divergentes.

Opõem-se aos contratos por adesão, nos quais inexistente a liberdade de convenção, visto que excluem a possibilidade de qualquer debate e transigência entre as partes, uma vez que um dos contratantes se limita a aceitar as cláusulas e condições previamente redigidas e impressas pelo outro.

Maria Clara Calheiros (YAZBEK, 2007, p. 121) corrobora o presente entendimento, afirmando que

O swap surge-nos como contrato oneroso, consensual, de execução sucessiva, sinalagmático, *intuito personae* e aleatório que, procurando alterar a posição financeira

de cada uma e ambas partes, por referência a certas situações subjacentes, se traduz na cobertura de um risco financeiro, na realização de uma arbitragem ou mesmo numa operação especulativa. Logo, é detentor de uma peculiaridade, a vários níveis, que nos obriga a considerá-lo como categoria contratual autônoma, criada ao abrigo do princípio da liberdade contratual.

Ou seja, prevalece no contrato de *swap* o princípio da liberdade contratual, permitindo que as partes estabeleçam as suas obrigações e direitos baseados no princípio da autonomia privada.

## 5.6 Participantes dos mercados de derivativos

Depois de analisado o contrato de derivativo e sua classificação jurídica, entendo oportuno descrever brevemente quais são as modalidades de participantes deste mercado.

Como bem pondera Lauro de Araújo Silva Neto (2006, p. 27), “o desenvolvimento do mercado levou à especialização de seus participantes, que passaram a ser classificados conforme seu relacionamento com o produto objeto do contrato”.

Dessa forma, os participantes de mercado podem ser classificados como: *hedger*, especulador, arbitrador e *market maker*, conforme seu relacionamento com o produto objeto do contrato.

O participante do mercado pode ser classificado como *hedger* quando se utiliza dos contratos de derivativos para se proteger (*hedge*) de eventuais mudanças no preço de um determinado ativo objeto. Assim sendo, o participante que celebra diversas operações de derivativos com o intuito de se garantir de quaisquer oscilações no preço do ativo-objeto do contrato é o chamado *hedger*, ou seja, sua atividade econômica está diretamente relacionada com a produção ou consumo da mercadoria.

De acordo com Lauro de Araújo Silva Neto (2006, p. 28), *hedge* pode ser definido como uma operação realizada no mercado de derivativos com o objetivo de proteção quanto à possibilidade de oscilação de um preço, moeda, taxa ou índice. Por meio do *hedge*, o participante se vê livre de um risco inerente a sua atividade econômica principal.

O importante é o fato de que fazer o *hedge* pode ser considerado como fazer um seguro, ou seja, o *hedger* pode ou não ter um ganho, mas sobre quaisquer circunstâncias estará coberto ou travado.

Ao contrário do *hedger*, a pessoa ou empresa cuja atividade principal não está relacionada com o ativo-objeto do contrato de derivativo e que assume posições no mercado para obter a exposição ao risco de oscilação de preços pode ser definida como especulador. O especulador assume hoje o risco de perdas futuras na esperança de assumir ganhos futuros. O participante classificado como especulador é extremamente importante para o mercado de derivativos, pois, sem ele, o *hedger* não teria a quem repassar o seu risco.

Como explica Lauro de Araújo Silva Neto (2006, p. 27),

(...) desse fato deriva uma importante função dos contratos de derivativos. Qualquer atividade econômica gera risco. Esse risco está diretamente ligado ao mercado e pode ter um grande custo econômico e social. Portanto, diferente do que pregam alguns advogados e economistas, podemos dizer com total segurança que o mercado de derivativos não gera risco, ele distribui um risco gerado pela atividade econômica.

Portanto, uma função muito importante desempenhada pelos especuladores é a de projetar preços, ou seja, o especulador forma a expectativa dos preços dos bens. Nessa esteira, é necessário diferenciar o especulador do manipulador. O manipulador quer apenas provocar distorções artificiais nos preços dos contratos para auferir ganhos fáceis, geralmente assumindo posição simultânea no derivativo e no ativo subjacente. (BARBEDO, 2005, p. 25).

O arbitrador pode ser definido como o participante que, assumindo muito pouco risco, opera em mais de um mercado simultaneamente para se valer de distorções de preços relativos. São responsáveis pelo estabelecimento de preços futuros e pela manutenção de uma relação entre preços futuros e à vista.

Os *market makers* são, normalmente, instituições financeiras que operam sempre em determinado mercado, carregando posições próprias, e

que se especializaram em determinados produtos e papéis.

A atuação desse participante no mercado garante boa liquidez ao produto operado e auxilia muito na formação do preço.

## 5.7 Considerações acerca da crise cambial e lições oriundas de perdas e litígio com derivativos

Perdas e prejuízo nas operações dos mercados financeiro e de capitais não são novidade, mas para muitos perdas e prejuízos com derivativos são. De acordo com um estudo realizado na década de 90, as perdas e prejuízos com derivativos foram causadas, principalmente, por algum dos seguintes motivos: (i) má administração; (ii) modelo de risco de marcação a mercado utilizado; (iii) técnicas inapropriadas de *hedge*; (iv) movimentos de mercado inesperados; (v) risco elevado em relação ao capital; e (vi) fraude. (KLEIN; LEDERMAN, 1996).

Cumprе ressaltar que os fatores listados acima não são intrínsecos ao mercado de derivativos. Eles são os principais culpados que causaram grandes perdas em quase todos os mercados financeiros.

Com a constante valorização do real e a quantidade/qualidade das informações disponíveis aos agentes, proporcionou a criação de um ambiente econômico favorável, sob o prisma de determinados profissionais e participantes do mercado, para que diversas operações de derivativos fossem celebradas no âmbito do mercado financeiro brasileiro.

Em face da falta de regulamentação e da escassez de informações, muitas empresas, brasileiras e multinacionais, decidiram assumir, por mera liberalidade e com o intuito de aumentar os seus resultados, por meio da eventual redução do seu passivo, num primeiro momento, e a queda no seu custo de captação, determinados riscos proporcionais ao retorno esperado, *coeteris paribus*.

Os riscos assumidos à época da celebração das respectivas operações de derivativos pareciam baixos e, muitas vezes, improváveis, entretanto, conhecidos, analisados e aceitos. Antes da quebra do Lehman Brothers ou mesmo da insolvência de determinados *mortgage owners*, havia um

consenso de mercado acerca da valorização do real, bem como sobre o aumento das exportações e do preço do barril de petróleo.

Assim, vemos uma estrita relação entre as decisões adotadas pelas empresas, executivos e administradores diante da análise de informações disponíveis, reagindo a incentivos proporcionados pelo ambiente econômico e regulatório, em busca do resultado final para seus acionistas, o aumento do lucro.

Durante o primeiro semestre de 2008, muitas empresas brasileiras, inclusive as de capital aberto e com valores mobiliários negociados no novo mercado, reagindo a incentivos proporcionados pela conjuntura socioeconômica, celebraram diversas operações de derivativos, apostando na valorização do real, diminuindo seus custos e otimizando resultados.

Nota-se que o grande desenvolvimento do arcabouço regulatório do mercado de capitais brasileiro deu-se, em grande parte, pela adoção de conceitos, regras e procedimentos operacionais criados nos Estados Unidos.

Basta analisar os documentos brasileiros elaborados nas sofisticadas operações de mercados de capitais para se observar que os contratos dessas operações, muitas vezes com redação e conceitos americanos, possibilitam a utilização desses mecanismos de forma indiscriminada e, muitas vezes, inconsequente.

A simples tradução de conceitos utilizados nos Estados Unidos pode não ser a maneira mais diligente de formalizar e/ou estruturar produtos nos mercados financeiro e de capitais no Brasil, onde há certa insegurança jurídica nas controvérsias relacionadas a essas operações.

Pois bem, no mercado de derivativos não foi diferente. Muitas empresas brasileiras, que demandaram esse tipo de produto das instituições financeiras nacionais, já haviam celebrado operações semelhantes com bancos norte-americanos através de subsidiárias localizadas no exterior. Essas operações contratadas no âmbito do ISDA *Master Agreement* eram denominadas *Target Profit Forward* ou *FX Tarn Transaction*, dependendo de sua modalidade e qual ativo era objeto das chamadas verificações (ou *strikes*).

Vale mencionar que, quando não há demanda por determinado bem, não há oferta, ou seja, se as empresas não demandassem esses produtos, num primeiro momento, as instituições financeiras não os ofertariam.



Quando ocorreu a desvalorização do real em meados de setembro de 2009, grandes companhias (e pequenas empresas), em vista do prejuízo eminente e da má estratégia adotada, começaram a divulgar as prováveis perdas com os instrumentos em epígrafe.

Ao contrário dos Estados Unidos, o grande vilão não foi os CDS ou os CDOs, mas, sim, uma modalidade de derivativo conhecida no mercado brasileiro como *target profit*, *target forward* ou *swap* com verificações. Por meio dessa modalidade de derivativo e apostando na valorização do real, muitas empresas celebraram essas operações com diversas contrapartes.

Empresas que necessitavam de crédito para o desenvolvimento de seus negócios e/ou vislumbravam possibilidade de aumento de sua receita, bem como as que estavam apenas especulando, haja vista a pujança dos mercados nacional e internacional, celebraram operações de *swap*, por meio da qual o valor notional era equivalente ao principal do crédito contratado em dólares, e com verificações estabelecidas de acordo com determinada cotação do dólar, conforme previamente acordado entre as partes.

Ou seja, por meio dessa operação de derivativo, a empresa ficava passiva numa taxa pré-fixada ou na variação de determinado índice, como o CDI, por exemplo, e se obrigava, caso as verificações fossem atingidas ou superadas em determinada data, a pagar a diferença entre a cotação do dólar no dia útil imediatamente anterior à verificação, menos o respectivo verificador contratado.

Operação simples e eficiente para mitigar o risco da variação (*hedge*) de determinadas obrigações ou direitos em moeda estrangeira (nesse exemplo hipotético, o dólar), que foi muito bem utilizada por determinadas empresas que realmente tinham fluxos oriundos de exportação nas datas das verificações ou mesmo para aqueles que fizeram o seu *hedge* no mercado de balcão ou comprando dólar futuro na BM&F.

Quando começaram a ocorrer as grandes perdas, haja vista a desvalorização do real, empresas brasileiras que tinham entrado nessas operações por meio de suas subsidiárias ou filiais localizadas no exterior negociaram suas posições, pois a maioria dessas operações foi celebrada num ambiente com maior grau de segurança jurídica e formalizadas no âmbito de um ISDA *Master Agreement*.

Conforme mencionado acima, devido à sofisticação e tecnicidade das cortes e juízes de Nova Iorque, por exemplo, as operações de derivativos têm um tratamento diferenciado, contando até com uma regulamentação específica em determinados casos, como na falência e concordata. Mecanismos que dispõem sobre o instituto da compensação, como o *close out netting*, são largamente utilizados e reconhecidos pelas cortes americanas como método eficaz e ágil para diminuição dos valores devidos por contrapartes inadimplentes.

No Brasil, podemos observar que isso já não ocorre, especialmente em comarcas localizadas em determinadas regiões do país, a falta de tecnicidade e conhecimento sobre a matéria, gera uma insegurança jurídica muito grande para os participantes do mercado, prejudicando a economia e a sociedade como um todo. Observamos, dessa forma, que, em regra, um benefício de poucos acabou acarretando um prejuízo para todos.

Discurso recorrente nas petições iniciais de empresas que sabiam que tinham tomado a decisão errada, muitas vezes comprometendo toda a sua capacidade financeira ou até mesmo “vendendo” a sua capacidade de exportação pelos próximos anos, a alegação infundada desses argumentos foi afastada e repudiada pelos fatos e conjunto probatório apresentados nos poucos processos distribuídos pelo Brasil.

O cerne da questão é simples, quando um risco é assumido ele deve ser considerado. Quando alguém contrata um seguro, mesmo quando a possibilidade de sinistro é remota, a seguradora fica preparada para que isso ocorra. As empresas que entraram nessas operações com vistas a obter lucro, desconsiderando o risco intrínseco nesse tipo de negócio, acabaram por ver seus planos e ambições irem por água abaixo.

Alegação repetitiva utilizada por empresas que tentaram se escusar de cumprir com suas obrigações assumidas nas operações de derivativos era o discurso de que os controladores não tinham conhecimento de que as operações cursadas pela empresa e celebradas de acordo com os seus documentos societários envolviam determinado risco. Ademais, o abuso ou excesso de conduta interno à empresa não pode ser oposto aos terceiros que com ela contrataram, confiando na credibilidade e idoneidade dos que a representaram, pela adoção da teoria da aparência.

Ressalta-se que essas operações de derivativos foram contratadas diversas vezes pelas empresas que ingressaram no judiciário tentando se eximir de suas obrigações, e, enquanto estavam “ganhadoras” na operação, ou seja, estavam sofrendo “ajustes” positivos, não questionaram qualquer forma de representação.

Há casos nos quais empresas brasileiras especularam através de operações de derivativos simples, por exemplo, vendendo dólar a termo a uma taxa significativamente mais baixa, apostando na valorização do real.

É nessa fase que ocorre uma grande desvalorização do real, pois aqueles que estão expostos a qualquer tipo de risco oriundo da variação cambial e não fizeram *hedge* de suas posições precisam adquirir moeda estrangeira ou comprar opções para zerar os seus verificadores e, conseqüentemente, zerar suas posições no mercado. Aliado ao fato de que os grandes bancos americanos, investidores e participantes do mercado em geral precisam de recursos para aumentar a sua liquidez, realizam saques enormes em *Hedge Funds* que, por sua vez, possuem posições compradas em determinados valores mobiliários negociados na Bovespa, realizam a perda e se desfazem de sua posição nesses ativos, provocando uma enorme saída de investimentos estrangeiros pressionando ainda mais o câmbio dólar real.

Conforme prelecionado por André de Luiz Correia e Alexandre de M. Wald,

(...) os derivativos devem ser utilizados como ferramentas de proteção (*hedging tools*), ou seja, operações de derivativos atreladas ao dólar deveriam ter por objetivo fornecer proteção contra a variação cambial, todavia, elas têm sido usadas “também para a especulação financeira”, como reconheceu o Superior Tribunal de Justiça no julgamento do Recurso Especial n. 591.357<sup>7</sup>. (WALD; CORREIA, 2009).

Com efeito, a história do emprego dos instrumentos de derivativos está marcada por vários incidentes e perdas astronômicas. Entretanto, os instrumentos não são a causa dessas perdas, e sim a maneira que foram utilizados e, como não é dotado de vontade própria, não pode ser o culpado. Assim, voltamos a mencionar a frase de Warren Buffet – “*We use lots of things daily that can be dangerous like cars*” – “Podemos culpar um carro

por matar pessoas”? É claro que não; podemos culpar os motoristas, ou até mesmo os fabricantes, que colocaram uma peça que não funcionou como deveria. Todavia, nunca o carro.

Observamos que em épocas adversas, sempre procuramos algum culpado ou responsável pelos danos e prejuízos que determinadas transações acarretaram à economia e às empresas. Entre dezembro de 2001 e julho de 2002 ocorreram seis das maiores falências nos Estado Unidos, incluindo os escândalos da Worldcom e da Enron. Esses fracassos tiveram mais em comum do que apenas tempo e tamanho. Como bem observado pela repórter Emma Clark da BBC em fevereiro de 2002 – *“If you dig deep enough into any financial scandal”* – *“you can usually find a derivative or two to take the blame”*.

## 5.8 Derivativos e o seu papel econômico

De acordo com um projeto de pesquisa realizado pelo Instituto Catalyst, os mercados de derivativos proporcionam três funções econômicas essenciais, quais sejam: (i) administração de risco; (ii) difusão de preço; e (iii) eficiência negocial. (JORION; SILVA, 1995).

Podemos afirmar que a administração de risco proporciona aos agentes de mercado a faculdade de compensar riscos financeiros através dos derivativos. Em relação à segunda função, esta se refere à melhor alocação de recursos na economia, que é criada pela ampla difusão de um preço de equilíbrio que serve como medida de valor. E, por fim, a terceira função (eficiência negocial); os mercados de derivativos reduzem os custos de negociação e captação e, deste modo, intensificam suas funções de administração de risco e de difusão de preço.

Conforme exposto acima, uma das importâncias fundamentais do mercado de derivativos é a possibilidade de permitir a possibilidade de administração de risco por meio do *hedge*. Sem o mercado de derivativos, determinados riscos poderiam não ser administrados de maneira eficiente, e seu custo para a sociedade seria mais alto. Como resultado, estaríamos todos em pior situação.

Assim sendo, os derivativos são inovações na administração de risco, não no risco propriamente dito. O risco é intrínseco ao mercado, o risco existe porque não temos certeza de tudo o que pode ocorrer. Os derivativos não podem ser comparados com o jogo, porque o jogo envolve a criação de novos riscos. A especulação, ao contrário, envolve a suposição dos riscos existentes, e deve ser vista como a contraparte necessária no *hedging*.

Podemos afirmar que a administração de risco trata, principalmente, de quatro tipos de risco financeiro: risco acionário, risco de taxas de juros, risco de câmbio e risco de preço de *commodities*. Naturalmente, pode haver outras fontes de risco que não sejam desejáveis, como o risco político, mudanças nas políticas regulatórias e falta de direitos sobre a propriedade. Estes últimos riscos não podem ser objeto de *hedge*, ou seja, uma alternativa para fugir desses riscos é alterar a jurisdição.

As empresas estão envolvidas na busca de exposição ao risco; é dessa maneira que elas criam vantagem competitiva e acrescentam valor aos seus constituintes. Para uma empresa, o risco dos negócios pode impactar os lucros, sendo certo que a administração precisa lidar com esses fatores. O risco financeiro, como exposição à moeda ou ao risco das taxas de juros, não é controlável pela administração, e esta pode escolher uma operação de *hedge* para compensar o risco.

Em se tratando da difusão de preços, podemos defini-lo como o processo de fornecer preços de equilíbrio que reflitam a demanda corrente e a demanda esperada sobre a oferta corrente e a esperada, e de tornar esses preços transparentes a todos. Os mercados de derivativos são importantes, não apenas em termos de negociações reais, mas também porque guiam o resto da economia para decisões mais favoráveis de produção e consumo.

Os mercados de derivativos também proporcionam a difusão comparativa dos preços no tempo, estabelecendo preços para entrega em uma série de datas futura. Os preços futuros refletem expectativas correntes do mercado sobre como os preços à vista estarão em datas futuras.

Os mercados de derivativos reduzem significativamente o custo de se negociar nos mercados financeiros. Os custos das transações criam perdas para a economia, retardando o acúmulo de capital e, em consequência, o crescimento econômico a longo prazo.

Em regra, os contratos de derivativos oferecem maior liquidez e menores custos de transação do que mercados subjacentes à vista. Além disto, abrir mercados de derivativos permite aos *market makers* dos mercados subjacentes à vista fazer *hedge* com eficiência, bem como aumentando a liquidez em alguns dos mercados à vista. Como afirmado nos capítulos anteriores, taxas de juros e *swap* de moeda, por exemplo, são amplamente usados por empresas para reduzir seu custo de capital.

Como parte dos mercados financeiro e de capitais de bom funcionamento, os mercados de derivativos ajudam a promover o crescimento econômico. Mercados de capitais eficientes asseguram que os recursos sejam alocados de maneira eficiente para seus usos mais produtivos. Por sua vez, os melhoramentos na produtividade são fatores primários do crescimento econômico a longo prazo. A maior diferença entre países ricos e pobres é a eficiência com que usam seus recursos.

Cumprе salientar que os mercados de derivativos têm um efeito positivo na alocação de capital, aumentando a disposição de empreendedores em investir em projetos com maior risco, dando-lhes uma oportunidade de proteção contra os riscos financeiros.

Os mercados de derivativos também têm um efeito positivo sobre a acumulação de capital. O crescimento econômico de um país é acionado devido a melhoras na produtividade, resultantes de investimento de capital. Como os derivativos envolvem custos de transação muito baixos, eles elevam o volume líquido do capital que pode ser investido em recursos produtivos.

Os mercados de derivativos são também benéficos por causa de sua função de divisão de risco. Suponha que uma sociedade contrate um banco de investimento para levantar capital através de uma emissão de valores mobiliários. O banco estabelece o preço público de oferta e subscreve a emissão total, isto é, responsabiliza-se por vender a totalidade dos valores mobiliários a um preço fixo (garantia firme). A sociedade recebe, então, os recursos da oferta menos uma taxa de subscrição (garantia firme); esta taxa compensa os custos operacionais, assim como o risco de mercado de manter um estoque de valores mobiliários. O risco, entretanto, pode ser efetivamente protegido, através da venda de valores mobiliários a futuro, baixando com isso as taxas de subscrição para sociedades emitentes.

## 5.9 Conclusão

Derivativos são importantes instrumentos que devem ser utilizados pela administração, *dealers* e usuários em geral. Eles são, ainda, vitais para a continuidade e competitividade de muitas firmas.

A responsabilidade dos diretores, administradores, *trustees*, auditores é imensa. Uma característica essencial para administração de riscos é um maior controle nos conselhos de administração e comitês de risco, como também a implementação de políticas para celebração de instrumentos de derivativos com modelos de risco e classificação de operações de acordo com critérios de *suitability*.

Exatamente como os tribunais, câmaras de arbitragem, legisladores e reguladores irão acompanhar o desenvolvimento e as transações realizadas no mercado de derivativos, bem como os tribunais superiores decidirão sobre os futuros casos ainda não é certo e determinado. Nesse ínterim, as perdas e litígios com derivativos continuarão aparecendo em todos os mercados.

## REFERÊNCIAS

ANDRÉ. **O surgimento dos mercados de derivativos**. 2008. Disponível em: <<http://www.andrenafluxo.blogspot.com/2008/05/33-o-surgimento-dos-mercados-de.html>>. Acesso em: 21 abr. 2010.

BACEN (Banco Central do Brasil). **Resolução n. 3.505 de 26 de outubro de 2007**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=107367118&method=detalharNormativo>>. Acesso em: 14 abr. 2010.

BADER, Fani Lea C. **Derivativos de crédito** – uma introdução, Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?notastec>>. Acesso em: 21 abr. 2010.

BARBEDO, Claudio. **Mercado de derivativos no Brasil: conceitos, operações e estratégias.** Rio de Janeiro: Record, 2005.

BM&FBovespa. **Demonstrações Financeiras de 31 de dezembro de 2009 da BM&FBOVESPA S.A.** – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Disponível em: <[http://www.ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal\\_investidores/pt/informacoes\\_financeiras/relatorios\\_itr\\_dfp\\_ian/DFP\\_Divulgaçao.pdf](http://www.ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/informacoes_financeiras/relatorios_itr_dfp_ian/DFP_Divulgaçao.pdf)>. Acesso em: 10 de março de 2010.

BRASIL. 1º Tribunal de Alçada Cível. Apelação n. 246.808. Relator: Paula Bueno. São Paulo. 20 jul. 1978. **Revista dos Tribunais.** São Paulo, ano 68, v. 519, p. 163-164, jan. 1979.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 11.101 de 9 de fevereiro de 2005.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm)>. Acesso em: 14 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 10.406 de 10 de janeiro de 2002.** Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 14 abr. 2010.

BROWN, Gordon T. **How to Recognize a Derivative.** Londres: International Financial Law Review, 1995.

BULGARELLI, Waldirio. **Contratos mercantis.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

CARREAU, Dominique; FLORY, Thiebaut; JUILLARD, Patrick. **Droit International Économique.** Paris: Librairie generale de droit et de jurisprudence, 1978.

CARSTEN, Peter Claussen. **Bank-und Börsenrecht.** Berlim: Hermman Herold, F.Vahlen, 1962.

CASTRO Y BRAVO, Federico de. **El Negocio Jurídico.** Madrid: Editorial Civitas, 1991.

CORDEIRO FILHO, Ari. **Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos.** Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.

CORREIA, Alexandre; SCIASCIA, Gaetano. **Manual de direito romano.** São Paulo: Saraiva, 1961.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito brasileiro.** São Paulo: Saraiva, 2003. 3v.



EUROPEAN CENTRAL BANK. **The Incentive of the “Originate and Distribute” Model**. Dez. 2008. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/incentivestructureoriginatedistributemod el200812en.pdf>>. Acesso em: 16 abr. 2010.

HUERTAS, Thomas. **Securitisation and the Originate and Distribute Model: Does it have a future?** Abr. 2008. Disponível em: <[http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0421\\_th.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0421_th.shtml)>. Acesso em: 16 abr. 2010.

HULL, John. **Introdução aos mercados futuros e de opções**. São Paulo: BM&FBovespa, 1994.

ISDA. **Big Bang Protocol**. Mar. 2009. Disponível em: <[http://www.isda.org/bigbangprot/bbprot\\_faq.html](http://www.isda.org/bigbangprot/bbprot_faq.html)>. Acesso em: 21 abr. 2010.

JORION, Philippe; SILVA, Marcos Eugênio da. **A importância dos mercados de derivativos para as finanças modernas**. Chicago: Catalyst Institute, 1995.

KLEIN, Robert A.; LEDERMAN; Jess. **Derivatives Risk and Responsibility – The Complete Guide to Effective Derivatives Management and Decision Making**. Londres: Irwin, 1996.

Salomão NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2005.

SANTOS, José Evaristo dos. **Mercado financeiro brasileiro**. São Paulo: Atlas, 1999.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Derivativos**. São Paulo: Publifolha, 2003.

SCHWARTZ, Robert J.; SMITH, Clifford W. **Derivatives Handbook: Risk Management and Control**. New Jersey: Wiley, 1997.

SHILLER, Robert J. The Case for Derivatives. Jan. 2009. Disponível em: <<http://www.newsweek.com/id/181266>>. Acesso em: 21 abr. 2010.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, empregos e risco**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SWAN, Edward. **Building the Global Market – A 4000 Years History of Derivatives**. The Hauge: Kluwer, 2000.

SZTAJN, Rachel. **Futuros e “swaps” – uma visão jurídica**. São Paulo: Cultural Paulista, 1999.

WALD FILHO, Arnaldo; ANTUNES, Mariana Tavares; GAENSLY, Mariana. Trabalhos Forenses. **Revista de Direito Bancário**. São Paulo, ano 8, n. 28, p. 309-320, abr./jun. 2005.

WALD, Alexandre de M.; CORREIA; André de Luiz. O Judiciário e as operações de derivativos. **Valor Online**. Mar. 2009. Disponível em: <[http://www.valoronline.com.br/?impresso/legislacao\\_&\\_tributos/197/5470786/o-judiciario-e-as-operacoes-de-derivativos&scrollX=0&scrollY=0&tamFonte=](http://www.valoronline.com.br/?impresso/legislacao_&_tributos/197/5470786/o-judiciario-e-as-operacoes-de-derivativos&scrollX=0&scrollY=0&tamFonte=)>. Acesso em: 16 abr. 10.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

1 As modalidades mais conhecidas de derivativos ou *derivatives* são *forwards*, *futures*, *options* e *swaps*. (HULL,1994, p. 58).

2 Neste sentido, vide o relatório da administração constante das demonstrações financeiras da BM&F BOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de 2008.

3 Sobre o modelo *originate and distribute*, ver relatório emitido pelo Banco Central Europeu, em dezembro de 2008 – *The Incentive of the ‘Originate and Distribute’ model*. (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2008).

4 De acordo com o relatório da administração constante das demonstrações financeiras da BM&F BOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – “Ao final de 2008, o número de funcionários era de 1.168 pessoas e 79 estagiários, resultado do processo de integração entre a ex-BM&F e a ex-Bovespa Holding”.

5 Comentário de Warren Buffet no ano de 2002 *Annual Report* do Berkshire Hathaway INC., datado de 21 de fevereiro de 2003.

6 *Derivatives have become the universal symbol of Wall Street greed, yet few Main Streeters really know what they are namely, financial contracts between a buyer and a seller that derive value from an underlying asset, such as a mortgage or a stock.*

7 Nesse sentido, ver reportagem – “O Judiciário e as operações de derivativos” – elaborada por André de Luiz Correia e Alexandre de M. Wald no jornal Valor Econômico em 19 de março de 2009 – “A alusão à crise mundial não altera a situação, pois a realização de pagamentos em caso de valorização do dólar foi justamente o risco assumido e previsto nessas operações. Ademais, o STJ já decidiu que ‘a variação cambial é acontecimento previsível no ambiente negocial com moedas estrangeiras’ no julgamento do Recurso Especial n. 699.860, tendo enfatizado, em outra oportunidade – a análise do Recurso

Especial n. 614048 –, que ‘ao contratar em moeda estrangeira, o empresário sabe e espera que sua obrigação seja quantificada segundo a variação cambial. O mercado de câmbio, por natureza, é variável’. O Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) também decidiu que ‘a variação cambial do dólar não pode ser considerada fato imprevisível, conforme vem decidindo a jurisprudência’ ao julgar a Apelação n. 7.301.525-2, e também entendeu que ‘não caracteriza a propalada imprevisibilidade, apta a permitir a revisão almejada pela recorrente, porque inerente ao contrato o reajuste pela própria variação cambial, qualquer que fosse ela e sem balização de limites’ ao analisar a Apelação n. 591.035-0”. (WALD; CORREIA, 2009).

# 6 CONFLITOS DE INTERESSE NO MERCADO DE CAPITAIS

*Diego Barreto*

*Coordenador e professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; professor da FIA/USP; graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica (PUCSP); MBA em Finanças, Comunicação e Relações com Investidores pela FIPECAFI/USP; foi integrante da área de mercado de capitais do Mattos Filho Advogados, das áreas de relações com investidores da Lopes Consultoria de Imóveis e AES Eletropaulo, onde também foi coordenador de Estruturação Financeira; atualmente é gerente de Mercado de Capitais Relações com Investidores da Construtora OAS; também foi diretor do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI.*

*Rafael Pinho*

*Graduado em Engenharia Elétrica pela Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ; MBA em Gestão Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas (FGV-RJ); analista de ações, trabalhou no Banco UBS Pactual, Bulltick Capital Markets e Safra; atualmente é analista sênior de ações do Banco Morgan Stanley.*

## **6.1** Introdução

Nos últimos anos o mercado de capitais brasileiro apresentou um crescimento vigoroso, acompanhado de uma forte atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), BM&F Bovespa e agentes de autorregulação.

Esse crescimento inseriu o Brasil, definitivamente, no mercado de capitais mundial, local em que a sofisticação das operações, dos produtos financeiros e dos profissionais evoluiu paralelamente à complexidade das

relações dos agentes operadores desse mercado, que criou inúmeras situações novas e relações antes nunca esperadas, todas sempre movidas por incentivos essencialmente econômicos.

Neste sentido, as potenciais situações de conflitos de interesse tornaram-se mais comuns, exigindo dos advogados brasileiros uma atenção maior a estas relações, a fim de evitar danos ao mercado de capitais brasileiro, relevante fonte de financiamento das empresas, e à poupança popular, um dos pilares que sustenta a existência deste mercado.

A partir das experiências dos autores, no Brasil e exterior, bem como pesquisa na literatura, foi identificada uma grande exposição do mercado de capitais a conflitos de interesse, sendo estes rodeados por uma extensa regulação e autorregulação, bem como pela existência de estruturas de *compliance*.

Nesse contexto, este artigo propõe-se a mapear os conflitos de interesse existentes no mercado de capitais brasileiro, a partir da identificação de seus principais agentes, relações e limites legais e procedimentais. Em função da dimensão do mercado de capitais brasileiro, as análises estão limitadas às operações e atividades mais comuns, tais como ofertas públicas de títulos e valores mobiliários e a atividade de analistas de investimento.

## **6.2 Mercado de capitais**

O mercado de capitais pode ser definido como o mercado da desintermediação financeira. Nesse mercado, a entidade financeira não se interpõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e o que necessita de crédito, ou seja, a circulação dos recursos dá-se diretamente entre o que possui os recursos e o que necessita deles. A instituição financeira insere-se na relação apenas como instrumento para viabilizar a realização de operações no âmbito do mercado de capitais, também conhecido como mercado de valores mobiliários.

Assim, podemos afirmar que no mercado de capitais não há interposição de qualquer entidade financeira que, por sua conta e risco, capte recursos junto ao público, remunerando-os, e os empreste a terceiros a título oneroso. Conforme exposto acima, no mercado de capitais, via de regra, a

entidade financeira figura apenas como interveniente obrigatório na operação, e não como parte na relação existente entre o financiador e o financiado.

Exemplo prático de uma transação realizada no mercado de capitais é o negócio de bolsa; a companhia que necessita de recursos para expandir suas atividades pode captá-los no mercado de capitais por meio da emissão de títulos ou valores mobiliários. Por esse mecanismo, não há necessidade da existência de uma instituição financeira que inicialmente capte recursos e posteriormente os repasse à companhia que necessite de capitais. A aquisição dos valores mobiliários emitidos pela companhia faz-se diretamente entre a emissora e o investidor, figurando a instituição financeira como mera interveniente na operação, seja como colocadora dos valores mobiliários no mercado, seja como corretora, aproximando as partes para que estas concretizem os negócios realizados.

O mercado de valores mobiliários pode ser dividido em duas subespécies, quais sejam, o mercado primário e o mercado secundário.

No mercado primário, aquele que necessita de recursos financeiros coloca-se diretamente em contato com o financiador, emitindo títulos ou valores mobiliários e, dessa forma, financiando-se. É nesta fase do mercado que ocorre o real trânsito de valores entre os detentores de recursos e a parte carente de capital.

No mercado primário, as companhias que necessitam de recursos emitem valores mobiliários e os colocam à disposição de potenciais investidores. Nessa hipótese, há uma oferta de valores mobiliários. A partir de sua emissão, esses valores, em regra, têm livre negociação e circulação.

Ao mercado derivado do mercado primário, no qual os valores mobiliários poderão ser negociados, dá-se o nome de mercado secundário, no qual realizam-se operações de negociação com valores mobiliários já emitidos, viabilizando a liquidação dos investimentos realizados pelos poupadores. O mercado secundário tem a função de promover a liquidez ao mercado de capitais. Aquele que inicialmente aplicou seus recursos financeiros num determinado valor mobiliário poderá, a qualquer tempo, desfazer-se dele, ou porque está necessitando de capital ou simplesmente porque pretende alterar o perfil de suas inversões financeiras.

A interveniência da instituição financeira nas operações realizadas no mercado de capitais faz-se presente para viabilizar a colocação dos títulos e valores no mercado, aumentando a transparência das informações, a especialidade da profissão, a liquidez das operações e a racionalização do controle estatal. Ou seja, a participação da instituição financeira como interveniente torna-se quase obrigatória. Em vista das regras jurídicas que disciplinam o mercado de capitais, poderíamos destacar a Instrução CVM n. 400/2003 que organiza as ofertas públicas de títulos e valores mobiliários:

Art. 3º, § 2º A distribuição pública de valores mobiliários só poderá ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (“Instituições Intermediárias”), ressalvada a hipótese de dispensa específica deste requisito, concedida nos termos do art. 4º.

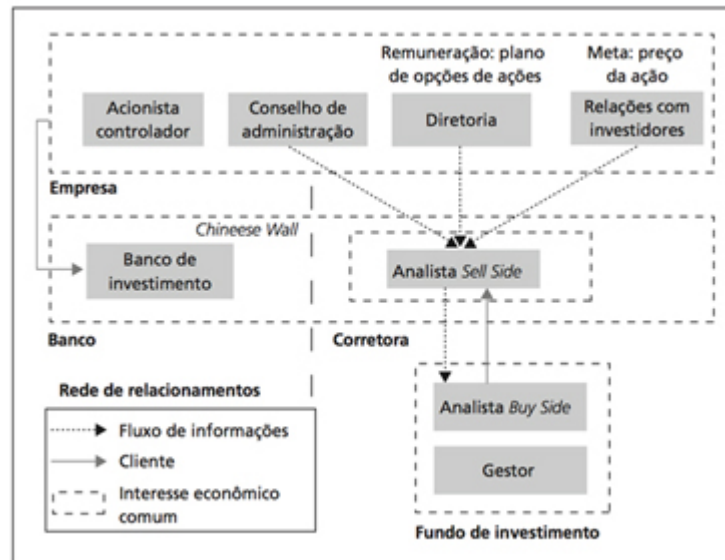
Ao conjunto de regras e normas jurídicas que disciplinam as relações intersubjetivas, verificadas no mercado de capitais, denominam-se Direito do Mercado de Capitais.

## **6.3 Os participantes do mercado de capitais**

O mercado de capitais possui uma infinidade de participantes, especialmente se pensarmos que a evolução recente dos mercados e a globalização têm permitido a entrada de novos participantes ou a intensificação de alguns já existentes. Para fins didáticos, é possível simplificar o mercado, com o foco nos entes privados, da forma apresentada abaixo.

Organização genérica do mercado de capitais

Foco na companhia, banco de investimento, corretora e fundo de investimento



Discutiremos com mais detalhes estes participantes para entender com maior precisão suas relações e os potenciais conflitos de interesse.

### 6.3.1 Bancos de investimento

Responsável por grande parte dos movimentos do mercado de capitais, os bancos de investimento são peças fundamentais na sofisticação desse mercado, bem como no estreitamento da relação entre detentores de recurso e tomadores de recurso.

Os bancos de investimento têm como foco o oferecimento de opções e estratégias de crescimento ou resolução de situações de iliquidez por meio de operações de fusões e aquisições, de mercados de capitais e estruturação de projetos. Isto se dá pelo assessoramento à clientes (empresas e fundos) que buscam crescimento no setor de atuação, por meio de iniciativas estratégicas que incluem reposicionamento de mercado, reestruturação societária e financeira e compra e venda de ativos, capitalizações e estruturação de projetos.

De acordo com o *website* do Banco Central do Brasil:



(...) os bancos de investimento são instituições financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros. Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão “Banco de Investimento”. Não possuem contas-correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. As principais operações ativas são financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos interfinanceiros e repasses de empréstimos externos. (CMN n. 2.624, 1999).

Os bancos de investimento, em função de sua importância estratégica, possuem contato direto com a alta administração das companhias e são, em sua grande maioria, remunerados com base na efetivação de uma operação em que estão assessorando ou participando como credor ou sócio.

### 6.3.2 Corretora

As corretoras são empresas destinadas a prover serviços financeiros a empresas e investidores, facilitando transações no mercado de capitais por meio de corretagem. A corretora de valores é uma pessoa jurídica auxiliar do Sistema Financeiro Nacional que intermedeia a compra e venda de títulos financeiros para seus clientes, especialmente os fundos de investimentos e investidores pessoas físicas.

As corretoras são supervisionadas pelo Banco Central, por meio da Resolução CMN n. 1.655/89, a qual aprova o regulamento que disciplina a constituição, a organização e o seu funcionamento. São também regidas pela Instrução CVM n. 387/2003, a qual estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros, e dá outras providências.

No exercício de suas atividades, as corretoras normalmente mantêm um departamento de análise de ações, também conhecido como *equity research*, responsável por estudar o mercado e estruturar opiniões, recomendando a compra ou venda de ações aos seus clientes com base nos estudos que produz. As corretoras permitem que o gestor de fundos de investimentos

tenha acesso a algumas características importantes em suas transações. Por exemplo, a corretora “cria” liquidez para a transação de posições de investimento carregadas por um gestor, seja por intermédio dos meios mais comuns, como execução de ordens na bolsa de valores, como por meio de seu *networking* no mercado, capaz de encontrar compradores/vendedores do ativo a ser negociado.

Adicionalmente, a corretora busca essa liquidez garantindo anonimato às partes envolvidas, o que facilita a negociação entre elas, além de emprestar sua credibilidade a ambos os lados para garantir a efetiva conclusão e liquidação das transações.

Tradicionalmente os participantes do mercado de capitais são divididos em três grandes grupos: os emissores, o *sell side* e o *buy side*. Os emissores são em sua maioria empresas que, a fim de captar recursos para suas operações conforme descrito anteriormente, emitem títulos e valores mobiliários, tais como debêntures e ações, colocando-os para negociação no mercado.

No binômio banco de investimento-corretora, encontra-se uma estrutura muito importante neste mercado: o *sell side*, o qual costuma oferecer serviços financeiros a emissores e investidores, sendo por isso denominado o lado “vendedor” do mercado.

Os *buy side*, alocados em gestoras de recursos, são os responsáveis por prover capital ao mercado, por meio da compra de títulos e valores mobiliários.

### 6.3.3 Fundo de investimento

Um fundo de investimento é o resultado da união de esforços que se organizam para a realização de investimentos visando um objetivo ou retorno esperado, dividindo proporcionalmente receitas e despesas oriundas da atividade do fundo. Nos termos da Instrução CVM n. 409/2004, o “fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

Um fundo apresenta a figura de um administrador e gestor, que possuem fins diferentes, mas responsabilidades próximas. Os administradores são responsáveis pelos aspectos legais e administrativos de um fundo, enquanto os gestores focam a estratégia de alocação de ativos.

Quando se fala em gestão nos fundos de investimento, dois profissionais são de suma importância para se entender as relações de conflito de interesse no mercado de capitais, são eles o gestor de fundo (do inglês, *portfolio manager*) e o analista de investimentos.

O gestor é o responsável pelas decisões de alocação do patrimônio do fundo nos ativos que podem ser considerados em função da política de investimento do mesmo. Ele reúne informações disponíveis no mercado e produzidas por seus analistas de investimento para suportar suas alocações.

O analista de investimento é o responsável pela análise dos potenciais ativos para um fundo de investimento. Por meio da análise dos setores da economia e das empresas que compõem estes mesmos setores, analistas fazem recomendações de investimento para o gestor em relação àqueles ativos de acordo com as estratégias e regulamento do fundo.

É comum no mercado o termo *buy side*, que é composto por investidores em geral, mas que para o escopo deste texto ficam restritos a gestores de recursos de terceiros (*asset managers*) que são responsáveis por prover capital ao mercado por meio da compra dos títulos e valores mobiliários disponíveis no mesmo, sendo o lado “comprador”.

Ao longo do artigo utilizaremos muitas vezes os termos “analistas *sell side*” ou “analistas *buy side*”, referindo-se aos analistas que trabalham para instituições componentes destas áreas do mercado.

O ponto de contato principal entre um fundo de investimento (analista *buy side*) e uma corretora se dá por meio do analista do *sell side*. Fundos típicos que possuem analistas *buy side* são as gestoras de investimentos, tais como fundos ativos, passivos, *hedge funds*, fundos multimercado, fundos de pensão, renda-fixa, *private equity*, entre outros.

## **6.4 Informação: maior ativo do mercado de capitais**

O mercado de capitais é resultado da necessidade de investidores alocarem recursos e empresas necessitarem destes. No mercado a informação ganha um aspecto relevante, uma vez que neste segmento compradores e vendedores passam a analisar todas as informações divulgadas na televisão, *sites*, *blogs*, entre outros meios e que possam ter

impacto nos preços dos ativos negociados em bolsa ou ainda em uma emissão inicial de um título ou valor mobiliário. Este impacto sobre os preços dos ativos se dá, em maior ou menor escala, por meio da formação de expectativas de risco e retorno, logo, o valor de uma ação, debênture ou outros valores mobiliários é moldado a partir do fluxo de informações sobre os mesmos.

Uma das principais teorias que tenta explicar o comportamento dos preços de ativos no mercado de capitais é a chamada Teoria dos Mercados Eficientes. Segundo a mesma, os preços dos ativos nos mercados devem refletir, a todo momento, todas as informações disponíveis. Em outras palavras, um mercado eficiente de capitais é aquele nos quais os preços dos títulos refletem completamente as informações disponíveis. Sem saber coisa especial alguma sobre uma ação, um investidor num mercado eficiente deve esperar apenas o retorno exigido de equilíbrio num investimento qualquer, e uma empresa deve esperar pagar um custo de capital de equilíbrio. Segundo Jaffe, Ross e Westerfield (2007),

A hipótese de mercado eficiente apresenta implicações para investidores e empresas: – Como a informação se reflete imediatamente nos preços, os investidores só devem esperar obter uma taxa normal de retorno. O conhecimento da informação, ao ser divulgada, não traz vantagem alguma a um investidor. O preço ajusta-se antes de que possa negociar a ação com o uso da informação. – As empresas devem esperar receber o valor justo dos títulos que vendem. A palavra justo significa que o preço que recebe pelos títulos emitidos é igual a seu valor presente. Portanto, em mercados eficientes de capitais não existem oportunidades valiosas de financiamento decorrentes de enganar os investidores.

Desta forma, esta teoria pressupõe algumas condições: (i) que toda informação relevante para a precificação de determinado ativo encontra-se ao alcance de todos os agentes financeiros interessados; (ii) que todas as expectativas de risco e retorno são perfeitamente homogêneas nos mercados, ou seja, que o mercado é racional; e (iii) que os ativos reagirão rapidamente de modo a precificar novas informações à medida que as mesmas se tornem de conhecimento público.

Assim sendo, assumindo a aplicação da teoria, uma importante conclusão é a de que nenhum investidor pode auferir lucros extraordinariamente maiores que o mercado em geral a não ser por pura

sorte. Em outras palavras, o mercado seria informacionalmente simétrico e eficiente, e investidor nenhum poderia levar vantagem sobre os demais.

Dada a importância do tema, no Brasil, a CVM possui regulamentação e, via Instrução n. 358/2002, prevê as linhas mestras da divulgação de informações a fim de minimizar a assimetria informacional<sup>1</sup>. Nos Estados Unidos, um dos principais instrumentos legais com importância de proporcionar a eficiência do mercado é a *Regulation FD (Fair Disclosure)*<sup>2</sup>.

Segundo Salotti e Yamamoto (2006),

a qualidade da informação influencia o nível de divulgação das informações voluntárias no mercado de capitais, ou seja, as empresas são estimuladas a divulgar mais informações voluntariamente quando as informações impactam positivamente nos preços das ações.

Entretanto, ao se observar o mercado e seus agentes, é possível deduzir que o mercado real não é eficiente. A cada dia a evolução dos meios de comunicação proporciona maior competição entre os agentes pela informação e nem todos investidores possuem recursos que os permitem gozar da melhor estrutura informacional. Mesmo que o mercado se comporte dentro dos limites da regulamentação imposta pelos órgãos reguladores dos países, a assimetria informacional sempre existirá em função da condição econômica dos agentes. Esta assimetria cria então distorções nos preços, permitindo então a atuação de agentes de modo a arbitrar os preços dos ativos.

Ademais, ao longo dos anos, foi possível observar que a conduta humana muitas vezes ultrapassou os limites da regulamentação. Agentes do mercado, de posse de informações privilegiadas ou confidenciais, nem sempre respeitaram os limites legais ou éticos. Há muito tempo os estudos de *Law & Economics* tem analisado o comportamento humano em função dos impulsos econômicos e, no caso em questão, o “tráfico” de informações poderia ser sustentado em função dos possíveis frutos financeiros advindos desta prática.

No mercado de capitais, a informação, no tempo certo, define uma estratégia vitoriosa e, logo, a remuneração dos agentes do mercado de capitais. Assim, ela é um ativo que demanda tratamento especial de todos os agentes deste mercado.

## **6.5 Legislação: o tratamento da informação**

De acordo com Mosquera (1998, p. 26-30), alguns princípios regem o Direito do Mercado de Capitais. Apresentamos, a seguir, de forma resumida, quais destes princípios estão mais ligados especificamente ao mercado de valores mobiliários:

- I. Proteção da mobilização da poupança nacional: o conjunto de normas jurídicas que regulamentam o mercado de capitais deve viabilizar a adequada mobilização da poupança nacional para os carentes de recursos.
- II. Proteção da economia popular: embora os agentes procurem ser bem-sucedidos em suas atividades, isso nem sempre ocorre, de modo que os fluxos de capitais são interrompidos e atinge-se a economia popular, que deve ser protegida.
- III. Proteção da estabilidade da entidade financeira: como as entidades financeiras exercem o papel fundamental de circulação de capitais, sem elas, não pode haver mercado de capitais. A legislação deve, portanto, evitar quebras de entidades financeiras, pois isso prejudica os clientes.
- IV. Princípio da proteção da transparência de informações: todos aqueles que têm interesse em realizar investimentos no mercado de capitais devem dispor das mesmas informações, a fim de evitar que alguns sejam beneficiados em detrimento dos demais.

Para fins do escopo deste artigo, daremos maior ênfase a este último princípio. É interesse público o desenvolvimento de um mercado de capitais que possibilite a adequada transferência de recursos, o crescimento dos agentes econômicos e viabilize o desenvolvimento econômico e social.

Para isso, é extremamente relevante que exista credibilidade. A existência e o crescimento do mercado estão diretamente relacionados com

a confiança que seus diversos participantes têm no sistema, o que, por sua vez, depende da eficácia do órgão regulador. A CVM, o Banco Central e as entidades de autorregulação devem, portanto, preocupar-se em garantir ao investidor o acesso às informações necessárias para que este tenha a certeza de que está incorrendo exclusivamente nos riscos de que tem conhecimento.

As informações referentes ao mercado de capitais devem ter algumas características, a fim de que possam conferir eficiência ao sistema e garantir práticas equitativas de mercado: fidedignidade, acesso fácil a todos os investidores (atuais e potenciais) e possibilidade de conhecimento tempestivo por parte dos investidores interessados.

Neste sentido, a regulação e autorregulação brasileira se mostram extensas e têm proporcionado a segurança necessária para o mercado de capitais nacional. Podemos destacar abaixo os seguintes instrumentos legais dentro do extenso arcabouço legal brasileiro, sem retirar a relevância dos demais não apresentados a seguir.

#### 6.5.1 Lei n. 6.385/76

No mercado de capitais brasileiro, a utilização de forma indevida de informação privilegiada constitui crime, indicando a real importância dada pelo regulador para o tema e conferindo importância para os potenciais conflitos de interesse existentes.

A tipificação está disposta no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que indica:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

#### 6.5.2 Resoluções CMN n. 2.451/97 e n. 2.486/98

No âmbito das instituições financeiras, o Conselho Monetário Nacional – CMN, por meio das Resoluções ns. 2.451/97 e 2.486/98, impõe

obrigatoriedades das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central de promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Adicionalmente, as instituições financeiras devem designar membro da diretoria ou sócio-gerente, sem qualquer vínculo com as demais atividades da instituição, para responder, civil, criminal e administrativamente, pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros, bem como pela prestação de informações a eles relativas.

A segregação das referidas atividades pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros, hipótese na qual não há necessidade de designar diretor ou sócio-gerente não vinculado a outras atividades da instituição para responder pela gestão de recursos de terceiros.

Como uma consequência destas imposições legais, buscando a segregação de atividades, tornou-se prática comum no mercado a constituição de empresas exclusivas para a gestão de recursos de terceiros, ainda que ligadas à instituições ou conglomerados financeiros.

### 6.5.3 Resolução CMN n. 2.554/98

Em 1998, o Conselho Monetário Nacional publicou a Resolução CMN n. 2.554/98 determinando que as instituições financeiras definissem, implantassem e gerenciassem controles internos com o intuito de garantir o pleno cumprimento de todas as atividades, e normas legais e regulamentares aplicáveis, por elas desenvolvidas, bem como sistemas financeiros e operacionais.

Esta resolução abordou todas as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, independente do tamanho, exigindo a criação de controles internos efetivos e consistentes com a natureza, complexidade e risco das operações por elas realizadas, estabelecendo às respectivas diretorias a responsabilidade pela implantação, implementação, estabelecimento de objetivos e procedimentos, bem como sua verificação.

### 6.5.4 Instrução CVM n. 358/2002

Como uma extensão destes princípios, a CVM, por meio da Instrução n. 358/2002, indica ser vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade



de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. Antes de divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios de uma companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

A autarquia federal ainda estende esta vedação e, nos termos do § 1º, art. 13, aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

#### 6.5.5 Instrução CVM n. 306/99

Buscando a segregação de atividades dentro de instituições financeiras, o mercado compõe-se por meio da constituição de empresas exclusivas para a gestão de recursos de terceiros, ainda que ligadas a instituições ou conglomerados financeiros.

Nessa hipótese, a CVM conta com a Instrução CVM n. 306/99 para regular a administração de carteira de valores mobiliários (por exemplo, fundos de investimento). Focada na redução dos possíveis conflitos de interesse existentes nesta atividade, a CVM estabelece no art. 15 da referida instrução que:

Art. 15. Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando:

I – a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa;

II – a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros;

III – a implantação e manutenção de programa de treinamento de administradores, colaboradores e funcionários que tenham acesso a informações confidenciais e/ou participem de processo de decisão de investimento;

IV – o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais; e

V – o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da entidade.

Ademais, também é vedado ao administrador de carteira, nos termos do art. 16, salvo algumas exceções, atuar como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre.

#### 6.5.6 Instrução CVM n. 483/2010

No âmbito do analista de valores mobiliários (*buy side* e *sell side*), a Instrução CVM n. 483/2010 estabelece normas de conduta sobre as análises e recomendações divulgadas ao público, visando a preservar a independência do analista. De acordo com o art. 4º desta instrução, é vedado omitir de seus clientes e do mercado informação sobre a existência de situação que caracterize conflito de interesse na análise de valores mobiliários. O art. 13 indica que “as regras, procedimentos e controles internos decorrentes do art. 12, inciso II, devem prever, ao menos, o que segue: I – formas de identificação das situações de conflito de interesses; II – formas de administração das situações de conflito de interesses; e III – tipo e forma de contato que o analista pode ter com os emissores objeto de suas análises.

Em função das normas existentes, resta claro que é uma premissa do mercado de capitais a vedação à utilização ou tráfego indevido de

informações relevantes sobre companhias abertas e seus valores mobiliários emitidos, por parte de pessoas que, pela natureza do cargo que ocupam ou de atividade que exerçam, têm acesso a dados sigilosos antes de divulgados ao mercado, capazes de afetar a cotação dos papéis de emissão desta companhia, valendo-se da informação privilegiada em benefício próprio ou de outrem. Para fins deste artigo, faz-se necessária aqui a definição de três tipos de informação: pública, confidencial e privilegiada.

- Informação pública é toda informação à qual todo e qualquer participante interessado do mercado tem acesso. Por exemplo, os resultados trimestrais de uma empresa e toda a documentação que os acompanha, por exemplo, o parecer dos auditores independentes da empresa são de conhecimento público e acessáveis, seja no *website* da CVM, seja no da própria empresa emissora. Fatos relevantes de divulgação obrigatória, tais como aquisições de vulto relevante também são classificadas aqui *ex post*, ou seja, depois de consumadas e devidamente informadas ao mercado.
- Informação confidencial é toda informação que ainda não constitui, certamente e de maneira material, motivo para gerar impacto nas cotações dos títulos emitidos por uma empresa. Por exemplo, uma empresa pode procurar um banco de investimento a fim de sondar o mercado por alvos de aquisição, revelando a intenção de estudar este tipo de operação, sem que isto signifique que vai (ou não) negociar e eventualmente comprar este tipo de ativo.
- Informação privilegiada é toda informação que pode ter impacto relevante e material sobre as cotações dos títulos emitidos por um emissor. Caso uma empresa esteja em estágio avançado ou final da conclusão de uma negociação de aquisição dos ativos de um terceiro, o mercado não deve ser informado até que as tratativas estejam finalizadas, quando, então, a informação deve se tornar pública, permitindo a correção dos preços dos títulos da emissora.

Assim, observa-se a necessidade dos envolvidos em quaisquer relações que possam constituir informações confidenciais ou privilegiadas em controlar o fluxo de divulgação das mesmas, a fim de minimizar o risco de mau uso das mesmas. Uma das formas de reduzir este tipo de risco se dá pela restrição máxima quanto ao número de pessoas que tenham

conhecimento de informações confidenciais e privilegiadas. Dessa maneira, a informação deve ser disseminada internamente somente àqueles profissionais que necessitam saber para desempenhar a contento suas funções (comumente denominado *need to know basis*).

Deriva ainda a ideia de que um profissional que possua esse tipo de informação está “sobre o muro” (*over the wall*). Aos indivíduos considerados nesta posição se aplicam medidas extras quanto à troca de informações, por quaisquer meios, com pessoas não familiares aos fatos, enquanto continuarem de posse daquela informação e até que os mesmos se tornem públicos.

### 6.5.7 Instrução CVM n. 400/2003

A oferta pública de valores mobiliários, regulada pela Instrução CVM n. 400/2003, ao ser realizada deve seguir normas de conduta próprias, estabelecidas nos arts. 48 e 49 da mesma.

Por meio destes artigos, seus incisos e alíneas, a emissora, o ofertante, as instituições intermediárias da oferta, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, bem como os profissionais que com estes estejam envolvidos, devem seguir uma série de procedimentos, a fim de mitigar eventuais danos no mercado.

A CVM preocupou-se em focar a utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta, sempre advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida. Além disto, determina a restrição à negociação, pelas partes citadas acima, até a conclusão da oferta, apresentação à CVM de pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação que eventualmente tenha elaborado, bem como a abstenção de manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a finalização da oferta (publicação do anúncio de encerramento de distribuição).

Também, a partir do momento em que a oferta se tornar pública, ao divulgar informação, relacionada à emissora ou à oferta, deve-se observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação e esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários.

Por fim, as partes citadas deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores.

#### 6.5.8 Instrução CVM n. 361/2002

As ofertas públicas de aquisição de ações, comumente denominadas OPAs, também são operações do mercado de capitais em que existem conflitos de interesse. Neste tipo de operação as partes (companhia, acionista controlador, acionistas minoritários, corretoras, entre outras) apresentam, muitas vezes, interesses diferentes entre si, envolvendo no relacionamento destas partes a busca final pelo valor da ação e/ou remuneração por prestação de serviços.

Desta forma, a CVM ao editar a Instrução CVM n. 361/2002, que dispõe sobre o procedimento aplicável às OPAs de companhia aberta, dentre outros, atentou-se para estes possíveis conflitos de interesse e indicou que ao ser contratada para a intermediação de OPA, a corretora, distribuidora de títulos ou instituição financeira com carteira de investimento, ficaria impedida de negociar com as ações de emissão da companhia objeto da OPA, bem como de efetuar pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação.

#### 6.5.9 Códigos de autorregulação ANBIMA

Os códigos de autorregulação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA são importantes instrumentos em que os participantes, por meio da entidade, estabelecem normas para regular suas atividades, proporcionando a elevação do padrão das práticas destes participantes no mercado financeiro e de capitais, proporcionando maior segurança e transparência aos participantes destes mercados.

A ANBIMA apresenta diversos códigos publicados tratando de matérias como ofertas públicas de valores mobiliários, fundos de investimento, *private banking*, entre outros. Ao tratar do tema conflito de interesses, a ANBIMA, por exemplo, enuncia no Código de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários (2009):

Art. 13. Ao participar de Ofertas Públicas, as Instituições Participantes deverão explicitar eventuais conflitos de interesses.

Art. 14. As Instituições Participantes que, no contexto da Oferta Pública, tiverem acesso a quaisquer informações confidenciais, deverão resguardar o sigilo necessário, comprometendo-se a não divulgá-las ou utilizá-las no aconselhamento a terceiros ou como parâmetro para a realização de negócios com valores mobiliários emitidos pela emissora e/ou ofertantes, ou com os valores mobiliários objeto da Oferta Pública.

Parágrafo único. Consideram-se confidenciais todas as informações que não sejam de conhecimento público.

Art. 15. Os Coordenadores de Ofertas Públicas deverão explicitar em seção específica criada no prospecto, denominada “Operações Vinculadas à Oferta”, de forma clara, compreensível, fidedigna e detalhada, as seguintes informações: (...).

O art. 13 do Código de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais (2009) reza que as instituições participantes devem cumprir exigências mínimas para prestar os serviços disciplinados no código, tais como o sigilo das informações decorrentes da prestação dos serviços envolvidos, apresentar área responsável pela prestação de cada um dos serviços devidamente segregada de quaisquer outras áreas em que possa ocorrer conflito de interesse, tais como os serviços de tesouraria, corretora, distribuidora e gestão de recursos, prever sistemas apropriados para processamento, registro, controle, segurança e comunicação das atividades de prestação dos serviços, descrever metodologia utilizada pela auditoria dos sistemas, dentre outros.

Ademais, o Código de Regulação e Melhores Práticas para a Atividade de *Private Banking* no Mercado Doméstico (2009), em seu art. 7º, indica que as instituições participantes devem cumprir exigências mínimas para desempenhar a atividade de *private banking*, tais como políticas internas que objetivem a integridade das atividades e o sigilo das informações decorrentes do desempenho da atividade.

## **6.6** Relações no mercado de capitais: potenciais conflitos de interesse

Há conflito de interesses quando um indivíduo possui interesses diversos junto a uma comunidade da qual também faz parte: um deles diz respeito ao seu interesse meramente individual, como parte na relação jurídica, o outro, ao seu interesse como membro do grupo. A satisfação do interesse individual somente poderá ocorrer mediante o sacrifício do interesse coletivo, e vice-versa.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, há conflito de interesse quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização. São exemplos de conflitos de interesse no mercado de capitais:

- O analista *buy side*, *sell side* ou pessoas a eles relacionadas que detêm ou transaciona, direta ou indiretamente ações da empresa analisada, ou papéis a estas vinculado em benefício próprio, em desconformidade com as políticas de *compliance*<sup>3</sup> da instituição em que trabalha.
- O agente de mercado (corretora ou fundo de investimentos) que envia ordens de compra ou venda de uma ação a fim de criar uma demanda artificial no mercado, atividade conhecida como *pump and dump*.
- O analista *sell side* emite recomendações favoráveis a uma empresa sem perspectivas que sustentem o investimento nas ações de forma a obter relação privilegiada para o banco ou corretora para a qual trabalha juntamente a empresa emitente das ações objeto da análise.
- A remuneração do analista *sell side* ser dependente do volume de negócios gerados a partir da recomendação ou com o volume de negócios gerados nas relações com uma dada empresa emitente.
- O analista *sell side* está a serviço da estratégia comercial dos intermediários financeiros para quem trabalha, em especial quando estes detêm ações da empresa analisada, participam em processo de distribuição de valores mobiliários, conhecido como *underwriting*, ou prestam serviços de recepção, transmissão e execução de ordens por conta de terceiros.
- O analista de *sell side* ou outros funcionários de corretora para a qual trabalha que, por ter conhecimento prévio de uma mudança de recomendação ainda por ser divulgada por seu analista, e, portanto, confidencial, compra (ou vende) o ativo antes da disseminação do

relatório favorável (desfavorável) daquela ação, conhecido como *front running*.

No âmbito das instituições financeiras é comum a existência de informações pertencentes a uma determinada área da instituição, geralmente a área de mercado de capitais, que, se em posse de outra área tal como a área de análise de ações, poderiam levar um ou mais profissionais a fazer uso privilegiado daquelas informações. Desta forma, foi criado o conceito do *Chinese Wall*, que faz referência à muralha chinesa que isolou, no passado, o território chinês de áreas que poderiam ser utilizadas por outros povos para invasão do território chinês. O *Chinese Wall* é, conceitualmente, o conjunto de procedimentos adotados por uma instituição ou conglomerado financeiro com o objetivo de impedir o fluxo indevido de informações privilegiadas e confidenciais para outros setores da instituição, de forma a evitar situações de conflito de interesse e uso indevido e privilegiado de informações.

Os procedimentos de segregação, denominados *Chinese Wall*, podem alcançar duas esferas na rotina dos agentes do mercado de capitais:

- Segregação de informações: Procedimentos para garantir que informações disponíveis em determinadas áreas de instituições não estejam disponíveis para administradores e funcionários de outras áreas, para reduzir eventuais conflitos de interesse.
- Segregação de gestão: Separação com objetivo de isolar a atividade de administração de recursos de terceiros em relação a recursos próprios (Tesouraria), bem como de outras atividades financeiras.

De acordo com a Associação Nacional do Mercado Financeiro – ANDIMA, atual ANBIMA, em relatório produzido para o relatório da *International Organization of Securities Commission – IOSCO* (2007), sobre conflitos de interesse, a entidade identificou:

Assim, o que ficou claro na pesquisa é que as instituições financeiras que participam dos processos de *underwriting* apresentam graus diferenciados de controle e/ou processos internos para o tratamento de conflitos de interesses, em função tanto de seu porte como de sua natureza. Foi observado, na amostra de instituições entrevistadas, que as de maior porte – dado o maior número de atividades que exercem



– estão mais preocupadas com o tratamento dos conflitos, já que nestas instituições conflitos potenciais aparecem com maior frequência.

Observou-se também que há processos internos às áreas de estruturação, distribuição, *research* e fundos que realizam avaliação e estabelecem critérios para a atuação (processos de aprovação). O maior ou menor grau de estabelecimento de regras de *compliance* e conduta influenciará no nível de possíveis conflitos de interesses, mas, ainda em função da preservação da imagem externa, todos estes conflitos são evitados (por exemplo, o risco do impacto negativo na rentabilidade dos fundos).

Adicionalmente, existem as denominadas “listas de restrição”, que são comumente denominadas *grey list* (do inglês, lista cinza) e *black list* (do inglês, lista negra), sendo utilizadas com ferramenta para monitorar a posse de informações confidenciais e restringir operações com determinados valores mobiliários.

A primeira visa monitorar que profissionais de uma empresa (comumente aplicável a instituições financeiras) negociem com títulos e valores mobiliários sem a prévia concordância da empresa, em virtude de potencial utilização de informação privilegiada não pública. A *black list* restringe totalmente a negociação com determinados títulos e valores mobiliários, em função da existência de informação privilegiada, não pública de posse daquela instituição, sobre uma empresa. A diferença entre estas ferramentas está na concretude, ou iminente concretização, de uma negociação envolvendo, pelo menos, uma empresa do mercado de capitais.

A partir do conhecimento por parte da área de *compliance* do banco de que membros da sua equipe possuem informações sobre determinadas empresas que potencialmente poderiam ser usadas de maneira privilegiada, os títulos ou valores mobiliários negociados daquelas empresas são incluídos em listas de restrição, impedindo que qualquer membro do banco negocie-os e que o *sell side* emita relatórios e/ou opiniões sobre aqueles ativos até que a informação detida pela instituição se torne de conhecimento público.

Em função da estrutura do mercado de capitais apresentada, bem como dos relacionamentos apresentados abaixo, podemos afirmar que a existência de conflitos de interesse é inerente a qualquer ambiente em que existam

interesses políticos e econômicos. Assim, devem as políticas, processos e incentivos internos a uma organização detectar tais potenciais e criar mecanismos de minimização de possíveis eventos, bem como as entidades de classe do mercado de capitais, todos com o papel de criar mecanismos a fim evitar danos à imagem e confiança do mercado, bem como lesão à poupança popular.

### 6.6.1 Relações de interdependência do *sell side* e *buy side*

São os analistas, presentes tanto nas instituições de *sell side* quanto na de *buy side*, os responsáveis pela maioria das interações no mercado de capitais. De uma maneira simplista, pode-se dizer que é o relacionamento entre os analistas de cada lado do mercado (acento) que gera liquidez nos negócios.

Deste ponto em diante vamos focar o escopo de nossa discussão somente no analista focado em empresas de capital aberto. Estaremos deliberadamente negligenciando conflitos entre os conceitos aqui descritos e aqueles que impactariam as funções, por exemplo, de um analista de *private equity* ou renda fixa.

Do ponto de vista prático, o analista de ações *sell side* funciona como um terceirizador do trabalho de um analista de ações do *buy side*. Esta visão sobre a relação entre ambos deriva de uma análise da estrutura da indústria de gestão de recursos (*asset management*). Por tratar-se de uma indústria extremamente competitiva, o controle rígido de custos e a busca por maiores resultados levam os gestores a, de certa forma, terceirizar partes do processo de análise para tomada de decisões de investimento utilizando-se para isso dos serviços do *sell side*.

Imagine que um gestor deve, a todo o momento, estar atualizado sobre tudo o que acontece no mercado, especialmente fatos, notícias e indicadores econômico-financeiros que possam ter impacto sobre o preço dos ativos que detém em portfólios sob sua gestão ou nos quais potencialmente possa vir a investir, a fim de tomar e reafirmar decisões de investimento em relação àqueles ativos.

Um exemplo tornará a visualização do problema mais simples. Um índice diversificado como o IBOVESPA<sup>4</sup> e composto por ações de empresas pertencentes a setores econômicos tão diversos como geração e

distribuição de energia elétrica, bancos, mineradoras, varejistas e incorporadoras imobiliárias. Assim sendo, o gestor de fundos que tem o IBOVESPA como sua referência e se dedica a bater a rentabilidade do índice deveria ter uma opinião sobre todos os ativos que o compõem. Em outras palavras, o gestor deveria ser um exímio conhecedor das tendências de preço do petróleo, aço, demanda de produtos no varejo, aumentos no preço do cimento, demanda real por imóveis, disponibilidade de crédito para consumo discricionário no país, somente para citar algumas poucas variáveis.

Vale ainda lembrar que o mercado brasileiro não se restringe apenas às ações do IBOVESPA, e sim de uma quantidade de outras empresas que consistem opções de investimento ao gestor, cada uma com suas próprias características e peculiaridades.

Não é preciso dizer que tal tarefa é praticamente impossível de ser executada a contento por um grupo relativamente restrito de profissionais. O conhecimento necessário para a tomada verdadeiramente informada de decisões é do tipo específico, em oposição ao conhecimento vago e generalista, e, portanto, demanda um time de especialistas.

Voltando à estrutura competitiva da indústria de fundos, tal time de especialistas dificilmente pode ser construído pela maioria dos fundos existentes no mercado. São raras as exceções onde gestores atingem o tamanho suficiente de ativos sob gestão que os permita atrair e remunerar adequadamente uma equipe com tantos talentos individuais distintos.

Para ajudar a resolver esse aparente paradoxo da indústria, surgiram as áreas de análise nos bancos e corretoras. Devido a bases diversificadas de clientes que utilizam sua estrutura como veículos para transacionar no mercado, os bancos de investimento conseguem formar equipes grandes o suficiente para monitorar em profundidade os mais diversos setores e empresas da economia em escala local, regional ou até mesmo global.

Dentro das equipes de *equity research*, especialistas devotam 100% do seu tempo a monitorar setores e empresas da maneira mais específica possível, buscando garantir qualidade superior de análise, suporte à tomada de decisões e geração de ideias de investimento.

É em parte do contato entre analistas de *sell side* e *buy side* que as ideias e conceitos microeconômicos sobre empresas listadas em bolsa são

difundidos pelo mercado para que gestores possam tomar decisões bem fundamentadas de investimento. Essa relação está baseada na maioria das vezes em um elo de confiança que existe no *buy side* em que as análises executadas pelo *sell side* estão de acordo com as melhores práticas de mercado do ponto de vista técnico, afinal, caso se decida por seguir as recomendações de um analista *sell side*, o gestor estará expondo os recursos de seus clientes ao risco e por dever fiduciário deve fazê-lo com a cautela adequada.

Além disso, o *sell side*, como qualquer outro negócio, depende de seus clientes para gerar receita e se sustentar. Conforme dito anteriormente, manter uma equipe vasta de profissionais focados em analisar os mais diversos setores econômicos não é uma tarefa fácil tendo em vista a necessidade de remunerar adequadamente e reter estes profissionais. Por este motivo, o *sell side* também é altamente dependente do *buy side* à medida que um depende do outro para manter-se operando a contento. Some-se a isso o fato de ambos os mercados, *buy side* e *sell side*, serem extremamente competitivos, o que torna a caça por excelentes profissionais e a agressividade na busca e manutenção de clientes bastante altas.

### 6.6.2 Relações analista-empresa

É importante destacar a relação do analista com as empresas--alvo de suas análises. Esta relação é uma via de mão dupla: enquanto a empresa depende do maior número possível de analistas interessados em suas atividades, gerando informação que permita a precificação de seus ativos em bolsa, também os analistas dependem das empresas para que lhes sejam fornecidas informações necessárias ao bom desempenho das suas funções.

O valor de qualquer empresa está além de seus números e intimamente ligado à qualidade das pessoas envolvidas na sua operação e tomada de decisões estratégicas. Assim, o acesso e a proximidade que o analista consegue com aquelas pessoas terá impacto decisivo na qualidade da avaliação que vai emitir sobre a empresa.

Em um mundo ideal, todas as empresas possuem interesse em que todos os analistas conheçam as pessoas-chave da organização e a avaliem no maior nível possível de detalhe. A mesma lógica se aplica a um analista que pretende emitir sua opinião da maneira mais embasada possível relativa a

uma ação. Para atingir esse objetivo, este deve realizar um exame profundo de todos os aspectos da empresa-alvo.

Entretanto, não vivemos em um mundo ideal, e a variável tempo causa uma revolução nas “regras do jogo”. Uma empresa, e seus executivos, não dispõe de todo o tempo do mundo para que seu presidente, diretores financeiros e outros executivos relevantes conheçam cada analista. Da mesma maneira, lembramos aqui que o mercado financeiro é altamente competitivo, e um analista não pode levar muito tempo para tomar suas decisões sobre o valor da empresa, sob o risco de perder oportunidades de investimento que identificou, mas não conseguiu aproveitar por falta de *timing*, dado que outros analistas concorrentes podem ter concluído suas análises antes, resultando em decisões de investimento que podem alterar o valor dos ativos e diminuir a atratividade do investimento.

É justamente a pressão pela identificação de boas oportunidades de investimento em tempos cada vez menores a partir de estudos não menos profundos que gera uma das dinâmicas mais interessantes nas relações entre empresas e analistas de *sell side* e *buy side* no mercado.

O acesso que um analista *sell side* possui junto aos executivos de uma empresa está intimamente relacionado à porção do mercado sobre o qual a opinião por ele emitida tem impacto. Este impacto pode ser quantificado observando-se o tamanho do universo atingido pelas opiniões do analista, seja medido por ativos administrados pelos clientes que consideram as opiniões deste, seja pelo alcance e influência da marca do grande banco que o emprega. Um analista cujas opiniões sejam respeitadas pelo mercado possui então um maior impacto potencial sobre o valor da empresa e esta, a partir de seu legítimo compromisso em maximizar o valor para seus acionistas, possui maior interesse em dedicar o tempo de seus executivos de maneira a influenciar positivamente as análises resultantes de seu trabalho.

De maneira análoga, a influência de um analista *buy side* está diretamente ligada ao volume de ativos sob gestão e ao fato de possuir (ou não) posição de investimento em determinada empresa. O motivo de esta influência estar restrita ao volume de ativos administrados pelo fundo ou instituição para a qual trabalha deve-se ao fato de que suas opiniões e análises não são divulgadas publicamente, portanto, somente influem os fluxos de investimento relativo àqueles ativos. Por outro lado, dado que o

*buy side* é um tomador de decisão com poderes para investir ou desinvestir na empresa-alvo, o impacto de suas opiniões em termos de valor para as ações e superior é mais rapidamente percebido quando comparado ao da opinião de um analista *sell side*. Afinal, para ter impacto, a opinião do *sell side* precisa antes convencer seus pares no *buy side*, que então poderão demonstrar sua concordância por meio de operações no mercado.

Levando em consideração as observações acima, a influência dos analistas e a necessidade, ou não, de uma empresa em tê-los no universo daqueles que merecem sua atenção (e tempo) são os dois principais fatores determinantes do nível de relacionamento que existirá entre ambos. Analistas cujas opiniões são respeitadas, tanto pelo mercado quanto pelas empresas, terão maiores acessos a executivos graduados e, conseqüentemente, maiores chances de continuarem a se perpetuar como bons analistas no mercado devido a melhor qualidade de suas análises do que o contrário.

Aqui fazemos um parêntese para analisar o caso quando as opiniões são negativas em relação a determinada empresa. Neste caso, analistas de *sell side* possuem uma enorme desvantagem: como idealmente todas suas opiniões devem ser documentadas publicamente por meio de relatórios de investimento, empresas objeto de conclusões desfavoráveis podem sentir-se no direito de cercear o analista de acesso aos seus executivos e outras informações, o que, como colocamos acima, pode ser prejudicial ao seu trabalho no futuro, resultando muitas vezes em opiniões enviesadas positivamente, atenuando eventuais opiniões negativas sobre empresas.

Esta prática, apesar de ser míope do ponto de vista de criação de valor ao acionista, do ponto de vista de um programa de relações com investidores (RI) é bastante comum no mercado de capitais brasileiro. Destacamos a notável evolução do mercado local nos últimos anos, apesar de reconhecer que este ainda encontra-se em amadurecimento. Entretanto, parece-nos no mínimo pouco razoável e questionável do ponto de vista de relações com investidores esta posição por parte de algumas empresas. Ao negar o contato do analista com os tomadores de decisão da empresa o profissional de RI pode justamente impedir uma eventual mudança de opinião, ou reavaliação positiva, daquele analista sobre a empresa.

Por outro lado, independentemente de suas opiniões, as empresas têm interesse em que suas ações avaliadas pelo maior universo possível de analistas tanto no *buy side* como no *sell side*. Em tempo, estudos acadêmicos já comprovaram que quanto maior o número de coberturas do *sell side* sobre uma empresa, mais bem avaliada esta será relativamente a empresas equivalentes com menos ou sem cobertura. Kelly e Ljungqvist (2007) e Irvine (2002) apresentaram pesquisas empíricas comprovando que os relatórios dos *sell sides* impactam, de forma geral, positivamente no valor e na liquidez de ações quando da publicação de um relatório inicial de cobertura, bem como impactam, de forma geral, na desvalorização ou redução de liquidez quando uma ação perde a cobertura de um analista.

### 6.6.3 Relações banco de investimento-empresa

Conforme exposto anteriormente, bancos de investimento têm foco em fornecer às empresas e ao mercado em geral estratégias de crescimento ou resolução de situações de iliquidez por meio de operações de fusões, aquisições, mercado de capitais e estruturação de projetos. Estes serviços são obviamente remunerados a partir de percentuais cobrados sobre o volume de operações executadas (*success fee*).

Assim sendo, um banco de investimento possui todo o interesse em viabilizar o maior número possível de operações com uma empresa. No Brasil, durante os últimos anos, o mercado assistiu a um grande número de empresas que abriu seu capital em bolsa, o que vai em direção ao objetivo da criação de um grande mercado para bancos de investimento, uma vez que aberturas de capital capitalizam fortemente as empresas criando inúmeras oportunidades adicionais de negócio para os bancos. Um exemplo deve nos auxiliar a ter uma visão clara desta relação.

Suponhamos que a Empresa Crescimento S.A. busque se capitalizar em bolsa, listando suas ações e tendo um banco de investimento como coordenador de sua oferta inicial. Em seguida, agora capitalizada, decida crescer suas operações inorganicamente a partir de uma série de aquisições, operação onde uma vez mais seu banco estará presente. A fim de manter uma boa estrutura de capital após as aquisições, a empresa pode decidir levantar dívida ou emitir mais ações em bolsa. Paralelamente, seus controladores, agora pessoas físicas de altíssima renda, serão clientes potenciais para a área de gestão de fortunas do banco. Por fim, aquela

empresa que abriu seu capital em bolsa e aumentou sua visibilidade por meio de coberturas de diversos analistas influentes no mercado, incluindo-se os do próprio banco de investimento, pode despertar a cobiça de um grande concorrente internacional que também é cliente daquele banco e, ao buscar opções de entrada no mercado brasileiro, vai utilizar seus serviços para comprar a Empresa Crescimento S.A.

Como podemos perceber, empresas figuram entre os maiores clientes de um banco de investimento, potencialmente muitas vezes maiores do que os investidores que operam no mercado por meio de corretoras controladas por aquele banco. A conquista e manutenção de clientes requerem que o banco zele pela relação que existe entre as duas partes. Este fato pode criar conflitos de interesse quando as opiniões emitidas por analistas de corretoras ligadas a bancos de investimento são colocadas em perspectiva.

## 6.7 Relações de confiança e conflitos de interesse

Assim como a relação do investidor com o gestor de seu fundo de investimento é baseada em confiança, demonstrada pela aplicação de seus recursos para administração por terceiros, a relação existente entre *buy side* e *sell side* também é baseada na confiança, que se baseia nas melhores práticas de análise das informações disponíveis.

O *buy side* sente-se mais confortável em aceitar as recomendações do *sell side* que julgar ser capaz de análises consistentes e embasadas nas melhores práticas para geração de estratégias de investimento. Dessa forma, um analista de valores mobiliários bem-sucedido consegue a confiança de um grupo significativo de fundos de investimento, o que torna o alcance de suas análises mais profundo, colaborando decisivamente para a formação de consenso em torno do valor de ativos.

Cada vez mais, a relação do *sell side* com o *buy side* tem sido pautada por preocupações com a independência das opiniões emitidas por aqueles, devido aos possíveis conflitos de interesse intrínsecos à atividade dos mesmos, conforme demonstrado anteriormente.

Por outro lado, as relações dos bancos com as companhias emissoras de títulos e valores mobiliários, do ponto de vista de atividades de mercado de



capitais, possibilitam conflitos de interesse na medida em que a empresa se torna cliente do banco, sendo a remuneração paga por ela significativa para os resultados dos bancos. A crescente sofisticação do mercado de capitais brasileiro tem tornado o acesso ao mercado de capitais brasileiro, via instituições financeiras, cada vez mais rotineiro, intensificando a situação descrita anteriormente.

É importante também ressaltar que o valor das comissões que cada empresa paga isoladamente aos bancos é substancialmente superior ao valor de comissões pago por inúmeros fundos que compõem a carteira de clientes dos mesmos. Além disto, o pagamento por estes últimos é bastante diversificado e pulverizado, tornando-se sua substituição e a lealdade do banco a um destes clientes, de maneira isolada, bem menos importante em termos de receita para o mesmo.

Por exemplo, imagine um cenário no qual um analista pertencente a um banco expressa suas opiniões negativas em relação a uma empresa-cliente. Esta, não compreendendo a natureza do serviço prestado pelo analista ao mercado, de natureza diferente em essência da assessoria em operações de mercado de capitais prestada pelo banco à empresa, ameaça cessar seu relacionamento com o banco. Em função deste potencial problema de natureza comercial, o analista passa a se encontrar em uma situação de conflito de interesse.

Em outro cenário, imagine um grande gestor de ativos, que é um dos maiores clientes de uma corretora, e possui grande exposição e interesse nas ações de determinada empresa listada em bolsa de valores. Uma recomendação contrária emitida por um analista com capacidade de formar opinião no mercado pode ser mal vista por aquele gestor, que, enquanto cliente da corretora, pode pressionar, ainda que tacitamente, o *sell side* para que reveja suas opiniões de modo a inclinar-se para o lado favorável às posições detidas por ele.

Dada a complexidade dos conflitos de interesse descritos acima, assim como inúmeros outros enfrentados pelos participantes do mercado, parece necessária uma complexa abrangente regulação e autorregulação no mercado de capitais brasileiro. Ademais, as instituições financeiras, por questões de imagem e sustentabilidade do mercado, precisaram incrementar os investimentos em processos, políticas e profissionais ligados a áreas de

*compliance* a fim de minimizar os possíveis desvios de conduta de profissionais no tocante ao uso indevido de informações confidenciais e privilegiadas.

Acreditamos que a legislação brasileira cobre, atualmente, as possibilidades de conflito de interesse no mercado de capitais brasileiro; entretanto, a evolução do mercado demandará uma constante revisão deste arcabouço legal.

Por fim, é importante enfatizar que acreditamos que nenhuma regulamentação, autorregulamentação ou normas de *compliance* é capaz de substituir a ética como norteadora do comportamento dos agentes do mercado de capitais, assunto que demandaria um artigo único para ser discutido a contento.

## REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. **Código de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários**. Publicado em: 2 dez. 2009. Disponível em: <[http://www.anbid.com.br/regulacao\\_downloads/regulacao/atividades\\_conv\\_eniadas/codigo\\_convenio.pdf](http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/atividades_conv_eniadas/codigo_convenio.pdf)>. Acesso em: 14 abr. 2010.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Resposta da ANDIMA para o relatório IOSCO “Conflitos de Interesses nos Processos de Ofertas de Títulos e Valores Mobiliários”**. Publicado em: maio de 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bi.asp>>. Acesso em: 8 fev. 2009.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS – BM&FBovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=Ibovespa&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 8 fev. 2010.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.bancoprosper.com.br/downloads/lei\\_6385.pdf](http://www.bancoprosper.com.br/downloads/lei_6385.pdf)>. Acesso em:

14 abr. 2010.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **COSIF** – Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <<http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=20060901compliance>>.

Acesso em: 8 fev. 2010.

Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN n. 1.655, de 26 de outubro de 1989.** Disponível em:

<<http://www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Resolução CMN n. 2.451, de 27 de novembro de 1997.**

Disponível em:

<<http://www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Resolução CMN n. 2.486, de 04 de maio de 1998.** Disponível em:

<<http://www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Resolução CMN n. 2.554, de 24 de setembro de 1998.**

Disponível em:

<<http://www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Resolução CMN n. 2.624, de 29 de julho de 1999.** Disponível

em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). **Instrução CVM n. 306, de 05 de maio de 1999.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM n. 358, de 03 de janeiro de 2002.** Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM n. 361, de 05 de março de 2002.** Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM n. 387, de 28 de abril de 2003.** Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM n. 483, de 06 de julho de 2010.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 18 ago. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** São Paulo, 4. ed., item 6.2. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 14 abr. 2010.

IRVINE, Paul. **The Incremental Impact of Analyst Initiation of Coverage.** Journal of Corporate Finance 9 (2003) 431-451. Publicado em: 1o ago. 2002. Disponível em: <[http://www.terry.uga.edu/profiles/pub\\_docs/jcf%20initiations.pdf](http://www.terry.uga.edu/profiles/pub_docs/jcf%20initiations.pdf)>. Acesso em: 14 abr. 2010.

JAFF, Jeffrey; ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph. **Administração financeira.** São Paulo: Atlas, 2007.

KELLY, Brian T.; LJUNGQVIST, Alexander. **The Value of Research.** EFA 2008 Athens Meetings Paper. Publicado em: 16 dez. 2007. Disponível em: Social Science Research Network – SSRN: <<http://www.ssrn.com/abstract=1005686>>. Acesso em: 14 abr. 2010.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Dialética, 1998.

SALOTTI, Bruno; YAMAMOTO, Marina. **Informação contábil: Estudos sobre a sua Divulgação no Mercado de Capitais.** São Paulo: Atlas, 2006.

1 Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

2 De acordo com a *Securities and Exchange Commission* – SEC: “A *Securities and Exchange Commission* está adotando novas regras para endereçar três questões: a divulgação

seletiva pelos emissores de informação relevante não pública; quando o risco de negociação com informação relevante ascende em conexão com o ‘uso’ ou ‘posse de conhecimento’ pelo negociador de bolsa de informação relevante não pública; e quando o rompimento de família ou outro relacionamento fora de negócio pode ascender risco amparado pela teoria da desapropriação da negociação com informação relevante não pública. As regras são editadas para promover a completa e justa divulgação das informações por emissores, e para clarificar e melhorar as proibições contra a negociação com informação relevante não pública”. *The Securities and Exchange Commission is adopting new rules to address three issues: the selective disclosure by issuers of material nonpublic information; when insider trading liability arises in connection with a trader’s “use” or “knowing possession” of material nonpublic information; and when the breach of a family or other non-business relationship may give rise to liability under the misappropriation theory of insider trading. The rules are designed to promote the full and fair disclosure of information by issuers, and to clarify and enhance existing prohibitions against insider trading.*

3 De acordo com o *website* do Cosif – Portal de Contabilidade, “o termo *compliance* tem origem no verbo *to comply*, que significa agir de acordo com uma regra, um pedido ou um comando. Os funcionários dos *Compliance Office* (Departamentos de *Compliance*) têm, portanto, a função de monitorar e assegurar que a instituição esteja cumprindo as regras aplicáveis a cada negócio”.

4 De acordo com o *website* da BM&FBovespa, o Índice Bovespa, IBOVESPA, é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. As ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BM&FBOVESPA e são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BM&FBOVESPA.

# 7 COMUNICAÇÃO E RELAÇÕES COM INVESTIDORES

*Valter Faria*

*Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; professor da Universidade Anhembi Morumbi; professor do Instituto de Finanças Saint Paul e professor da Brazilian Business School; MBA pela Fundação Getulio Vargas (FGV-SP); graduado em Administração de Empresas; executivo com passagem pelo ChaseManhattan Bank, Banco Itaú, Celanese Group, Grupo Rhodia e Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBovespa; atualmente é CEO e acionista da CORP Board Advisory Services; também é membro do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (Comissão de Comunicação e Certificação), da Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA (Comitê de Mercado de Capitais) e do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI (Membro Fundador).*

## 7.1 Uma breve introdução

O atual sistema de divulgação é baseado no conceito de *divulgação periódica*. Mas a divulgação periódica – que significa divulgação trimestral – subentende que a *informação é estática, e não dinâmica, (...)*.

(...) dada a nossa atual habilidade de comunicação instantânea, nós precisamos nos perguntar se os investidores não estariam sendo melhor servidos por meio de informações suplementares ao atual sistema de divulgação periódica inaugurando, assim, um novo conceito – o da divulgação contínua.

Harvey L. Pitt, ex-presidente da *Securities and Exchange Commission* dos EUA<sup>1</sup>.

A inspiração do sistema regulatório do mercado de capitais brasileiro (um dos mais fortemente regulados do mundo) certamente vem do modelo norte-americano, em que o pilar central da regulação é justamente a divulgação e a transparência das informações das companhias abertas. O

que se pretende preservar é a proteção ao investidor, a redução do risco sistêmico e, assim, a garantia de um mercado que seja eficiente, transparente e justo.

A teoria do mercado eficiente afirma que todos seus agentes têm o mesmo conjunto de informações disponível ao mesmo tempo, ou seja, as informações e expectativas se refletem corretamente e imediatamente nos preços dos ativos. De acordo com essa teoria, não existiriam distorções nos preços de ativos, já que os preços refletem todas as variáveis disponíveis, e nenhum investidor seria capaz de obter rendimentos acima da média de mercado.

Entretanto, o que nós vemos na prática é que o investidor está sempre querendo prever o futuro, sempre querendo antecipar o que vai acontecer, qual é o melhor ativo para comprar. A busca contínua por informações, a experiência e as habilidades específicas de cada investidor é o que lhes permitem projetar o desempenho das empresas, antecipar acontecimentos que outros investidores ainda não percebem e tomar decisões de investimento que lhes permitem maior rentabilidade.

Por isso podemos afirmar que os mercados não se tornam eficientes de uma forma automática. É preciso que seus diversos agentes desenvolvam seus papéis de uma forma adequada. Essa interação entre esses diversos agentes de mercado é que vai permitir que um mercado realmente atinja a eficiência.

É neste contexto que este capítulo trata do permanente conflito entre a dinâmica do mercado de capitais – onde investidores exercem forte pressão sobre os administradores de companhias abertas por mais informações, respostas rápidas, criatividade, agilidade e tempestividade – e o ambiente regulatório – que trabalha com regras, procedimentos e diretrizes que procuram prevenir desvios de conduta e proteger as partes mais fracas. Em outras palavras, trataremos de maneira pragmática os aspectos relevantes de como este equilíbrio de forças acontece por meio da comunicação e dos relacionamentos entre empresas, investidores e reguladores.

Considerando que este livro foi desenvolvido para compartilhar conhecimentos práticos do mercado de capitais com profissionais do direito, é importante que o leitor também tenha acesso a diferentes perspectivas sobre a função do mercado de capitais, o papel dos

profissionais que desempenham funções de comunicação e relacionamentos, as necessidades e interesses dos administradores das companhias abertas e dos investidores.

Para isso, neste capítulo tratamos de temas como o valor das empresas e a importância do relacionamento dos administradores das companhias abertas com seus públicos de interesse, notadamente analistas, gestores de fundos/carteira, corretores, investidores institucionais e individuais.

A experiência prática nos últimos trinta anos indica que o profissional do direito tem seu foco centrado na complexidade das regras (leis, instruções, portarias, pareceres etc.), nas penalidades previstas (e impostas) e nos mais variados riscos da atuação de empresas e administradores em um mercado tão sensível e regulado como o mercado de capitais. Entretanto, é preciso ponderar que a variável mais importante para manter a eficiência dos mercados é a “informação”. Não exatamente uma informação qualquer ou um “dado” em si, mas o conhecimento extraído de dados e informações que, combinados à experiência e capacidade analítica de cada investidor, pode resultar em importantes conclusões e decisões de investimento.

Portanto, o processo de comunicação das companhias abertas que tratamos neste capítulo nada mais é do que o meio utilizado por empresas e investidores para se relacionar, dialogar, aprender, se orientar, administrar suas expectativas e defender seus interesses legítimos. É desse diálogo que são construídas percepções sobre a economia real, o desempenho e o potencial de empresas, o acerto de estratégias e a competência de administradores em executá-las. Por consequência, essas percepções se transformam em valores, que são monetizados diariamente e geram fortunas, alimentam poupanças e previdências, determinam a saúde financeira de nações e garantem a desejável eficiência de mercado.

Pois bem, é dessa dinâmica que tratamos, como ela se dá na prática, como funciona o processo de comunicação e de relacionamento com investidores, e como os profissionais do direito podem decidir sobre questões do mercado de capitais e orientar administradores de companhias abertas.



## 7.2 Relações com Investidores (RI)

Os profissionais de RI costumam dizer que um de seus maiores desafios é provar que o exercício diário de sua função contribui para a valorização de sua organização. De fato, pode parecer meio evidente que desenvolver boas relações com os investidores é bom para uma organização, no entanto, quantificar esse benefício é uma árdua tarefa para o profissional de RI. Este tópico do livro discute alguns dos principais benefícios da função, alguns dos riscos envolvidos e como pode contribuir para a valorização de uma organização.

### 7.2.1 Definição

Relações com Investidores (RI) é considerada uma atividade corporativa estratégica e destinada a estreitar o relacionamento entre a organização e os seus investidores atuais e potenciais, combinando atividades de comunicação corporativa, finanças, contabilidade e marketing, bem como fornecendo ao mercado<sup>2</sup> informações relevantes e precisas sobre o desempenho da empresa. A atividade permite à companhia participar mais ativamente do processo de formação de preços de suas próprias ações e no custo de capital em financiamentos, além de preservar e aprimorar sua credibilidade. Ou seja, conduzida eficientemente, RI pode, no longo prazo, contribuir para a justa precificação do valor de mercado da companhia, enquanto reduz seus custos para obter recursos no mercado de capitais. Portanto, a atividade de RI é um processo dinâmico, pelo qual os executivos informam, orientam e discutem os valores intrínsecos e os riscos de suas companhias com o “Mercado”.

Essa função cresceu e se transformou de maneira acelerada ao longo das últimas duas décadas e isso ocorreu em função de quatro fatores primordiais:

- a) *Necessidade de Fundos*: tem sido crescente a necessidade das empresas tanto na captação de recursos para financiar suas operações e crescimento como para fazer frente ao processo de consolidação em diversas indústrias e diversas regiões do planeta.
- b) *Processo de Investimento*: o processo de investimento está em permanente mudança e sofisticação, exigindo novas e melhores respostas e atitudes por parte das companhias. Cada vez mais são

conectados conhecimentos, informações e novas tecnologias para o desenvolvimento de sistemas de análise, decisão e de transações.

c) *Tecnologia*: o grande avanço tecnológico tem alterado constantemente os padrões de relacionamento, levando à descoberta de novos e mais eficientes métodos de comunicação para alimentar e estreitar as relações entre a companhia e seus públicos estratégicos. A tecnologia alterou profundamente os vetores de velocidade do fluxo de informações e o alcance das interações, tornando incontestável a globalização dos mercados e, conseqüentemente, seus benefícios e riscos.

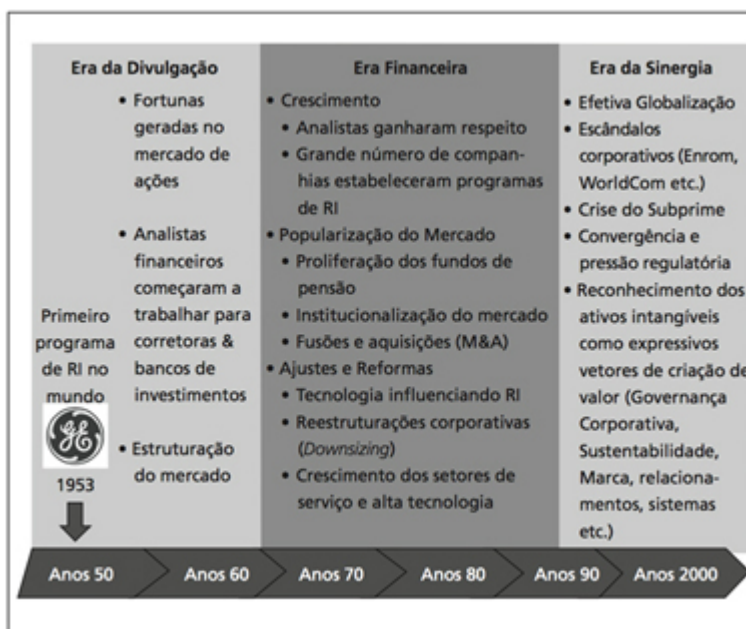
d) *Contexto e ambiente*: a combinação dos escândalos corporativos dos anos 2000 (Enron, WorldCom e outros), a efetiva globalização e interdependência dos mercados, a crise de confiança combatida de 2001 a 2004 (escândalos corporativos) e o reaceso recentemente com a “crise do subprime”<sup>3</sup> têm colocado a Governança Corporativa no centro das questões empresariais e de investimento. De um lado, há uma grande pressão de investidores e reguladores para assegurar práticas justas e equitativas por parte das empresas, já as empresas têm procurado formalizar processos de decisão estratégica, execução e relacionamentos que recuperem o ambiente de confiança que ficou prejudicado.

### 7.2.2 Evolução

O surgimento do primeiro investidor, na figura de um acionista, pode ser identificado na companhia mineradora sueca Stora Kopparberg, cujo título mais antigo data de 1288, conforme apurado na reportagem publicada pela Times Magazine em março de 1963. Nos Estados Unidos, a primeira *Corporation* (como lá é conhecida) foi a *Boston Manufacturing Company*, uma fazenda de algodão que se tornou beneficiadora e tem sua fundação empresarial registrada em 1813. No Brasil, nossa pioneira foi a Companhia de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira, fundada em 12 de agosto de 1872 e em plena operação no Estado de Minas Gerais. Essa figura do investidor ou acionista se torna importante para uma empresa quando o proprietário necessita acelerar a expansão dos negócios e, para tanto, vende parcela da propriedade da empresa (na forma de ações) para seus novos associados.

No entanto, a questão da comunicação com esses investidores e acionistas somente chamou a atenção dos executivos nos anos de 1960, com a criação do National Investor Relations Institute – NIRI nos EUA.

Para os mais jovens, vale a pena conhecer as três “eras”:



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

A primeira fase (1953-1970), a *Era da Divulgação*, foi caracterizada pela falta de perícia financeira entre os profissionais. Para a função de RI, foram designados profissionais de relações públicas e publicitários, os quais tinham a responsabilidade prioritária de colocar o nome da empresa na mídia de massa. Nesse período não era reconhecida como uma função estratégica e gerencial. As empresas não realizavam pesquisas para compreender os interesses e preferências de investidores. O fluxo de informação tinha a única mão da organização para os públicos e, principalmente, através dos canais de mídia de massa. Podemos dizer que RI era considerada uma atividade de publicação. O contexto da época já demandava muita informação, com fortunas sendo geradas nas bolsas e com

o crescimento da importância dos analistas, que começaram a ser pagos a peso de ouro por corretoras e bancos de investimento.

A segunda fase (1970-2000), a *Era Financeira*, viu a mudança de acionistas individuais para investidores profissionais. O mercado nos EUA estava se tornando institucionalizado, com a crescente participação de grandes fundos e instituições de previdência que já congregavam vultosos montantes de poupança pública. As responsabilidades dos RIs, então, foram mudando de especialistas em divulgação para contabilistas e profissionais da área financeira. Agora sob a supervisão dos diretores financeiros, as atividades de RI tornaram-se focadas no fornecimento de informações financeiras para os investidores. O foco da comunicação de massa voltou-se para reuniões individuais com acionistas institucionais e analistas financeiros. Esta nova natureza de comunicações interpessoais ativou os dois sentidos do fluxo de informação. Agora os interesses e expectativas dos investidores passaram a ser conhecidos e reconhecidos. Entretanto, esse conhecimento raramente era usado para modificar as estratégias e atividades empresariais. Pelo contrário, ela foi utilizada para “empacotar mensagens vendedoras” da organização com visão de curto prazo. A excessiva abordagem vendedora marcava os objetivos de RI para aumentar o preço das ações no curto prazo. Foi nessa época que se popularizaram expressões como “maximizar o valor das ações”, “maximizar o valor dos acionistas”, ou seja, quanto maior, melhor! Infelizmente, foi esse paradigma, combinado com os altos bônus de curto prazo dos executivos, que talvez tenha influenciado a “contabilidade criativa” da Enron e de outras empresas.

Na atualidade (a partir de 2000), alguns especialistas já reconhecem esta terceira fase como a *Era da Sinergia* ou *Integração*. Tanto as habilidades de comunicação como de conhecimentos financeiros são igualmente valorizadas, dada suas elevadas contribuições para o êxito da função de RI. O principal objetivo da função passou a ser o de assegurar a melhor compreensão dos atributos e potencialidades da empresa pelos investidores e analistas. Definitivamente o diálogo foi estabelecido, com informações transitando das organizações para os investidores e dos investidores de volta às organizações. A opinião dos investidores é ativamente procurada e detalhada nos estudos de percepção que são produzidos. A percepção dos

investidores é considerada nas reuniões do Conselho de Administração e passa a influenciar a tomada de decisões e o próprio planejamento estratégico. CEOs<sup>4</sup> esperam que os seus executivos de RI estejam envolvidos em todo o processo de tomada de decisões estratégicas, fornecendo valiosas informações sobre os investidores e sobre suas expectativas e interesses para a diretoria executiva. Esse é o foco da Era da Sinergia ou Integração, onde a melhor compreensão sobre a empresa exige do RI uma relação franca e aberta, oferecendo tanto informações positivas quanto negativas. O objetivo já deixou de ser o mais alto valor para as ações, mas, sim, o *valor justo* das ações. Uma supervalorização pode ser tão negativa como uma subvalorização, porque pode levar a fortes oscilações de preços e custos de captação, o que diminui a previsibilidade da empresa e afeta sua credibilidade no mercado. O profissional de RI moderno sabe que os investidores não estão mais interessados apenas no que a empresa divulga e muito menos somente nos resultados financeiros, mas estão interessados em entender os negócios da empresa e todos os fatores de oportunidades e riscos que possam afetar seu valor. Para criar esta melhor compreensão, as empresas precisam expandir as suas relações com os investidores e sua comunicação precisa ir além da divulgação financeira obrigatória. Da mesma forma, o profissional de RI precisa de múltiplas habilidades para desenvolver sua função (conhecimentos de relações públicas, estratégia empresarial, marketing, diplomacia, negociação, *valuation*, sustentabilidade, gestão e riscos, *branding*, gestão de reputação etc.).

No Brasil ainda temos empresas que estão atuando nas três eras. Empiricamente pode-se dizer que a grande maioria ainda se concentra em atividades de divulgação, uma minoria (especialmente empresas listadas na bolsa de valores de Nova Iorque e Novo Mercado) dá ênfase para o lado financeiro do relacionamento e apenas algumas empresas grandes e com maior histórico de relacionamento com o mercado estão dando alguns passos na Era da Sinergia e Integração.

### 7.2.3 A dinâmica do mercado

Como base de um relacionamento efetivo, é necessário que os profissionais de RI se comuniquem e mantenham contato constante com a comunidade investidora e com seus públicos estratégicos. É imprescindível

que estes profissionais adotem um processo contínuo de aprendizagem, reciclagem e aprimoramento, para, preventivamente, se moldarem aos novos parâmetros e conceitos de investimento e processos de decisão sobre alocação de capital.

As empresas ainda concentram-se no aumento do seu valor em Bolsa (*market capitalization*). A pressão sobre os executivos para que busquem melhores retornos para investimentos e operações a curto prazo, e, conseqüentemente, preços mais atrativos para suas ações, é decorrente da crescente concorrência por capital, principalmente nos chamados “países emergentes”. “Aumentar o valor ao acionista” tornou-se a missão de toda empresa e, especialmente, dos *CEOs*, *CFOs*<sup>5</sup> e responsáveis por RI.

À medida que um número maior de empresas adere ao mercado de capitais, os investidores passam a contar com uma maior gama de opções de investimentos, classificados *vis-à-vis* seu risco percebido. E a competição por capital e reconhecimento por valor se intensificam.

Investidores institucionais, detentores das maiores carteiras de investimento (em termos de volume financeiro e operações realizadas), têm a possibilidade de alocar recursos de maneiras mais seletivas. Esse tipo de investidor é administrado por gestores profissionais que se responsabilizam por maximizar os retornos dos investimentos e são pagos para alcançar os maiores retornos possíveis em suas carteiras. Por isso, são cada vez mais exigentes em termos de desempenho operacional, avaliação de estratégias e de transparência, credibilidade e responsabilidade, de atitudes concretas de governança corporativa.

Para atender a essa crescente demanda (para não dizer pressão em algumas situações), os executivos aprimoram-se na busca de um melhor desempenho financeiro para as empresas. Uma maneira de se conseguir isso é por meio de incrementos em receitas e melhor controle de despesas, o que leva a taxas mais elevadas de retorno e maior geração de fluxo de caixa.

As companhias podem investir os recursos extras em novos produtos, equipes de venda e métodos eficientes de redução de custos, aumentando ainda mais rendimentos e lucros. Podem, também, distribuir parte dos lucros aos acionistas na forma de juros sobre capital próprio ou dividendos, tornando-se, enfim, um investimento mais atrativo.

Em linhas gerais, o mercado acionário recompensa essa atuação positiva com a diminuição do risco percebido ou com o aumento do valor percebido do papel. Entretanto, ainda é considerável o *gap* entre o valor considerado “justo” ou ideal e o efetivamente praticado pelo mercado.

A pergunta que nos fazemos neste momento é: como estreitar essa diferença de percepção de valor e transformar uma valorização potencial (que a administração da companhia reputa “justa” ou “plena”) em valorização efetiva? Como manter a percepção em uma zona de valor justo?



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Parte dessa distorção deve-se a imperfeições sistêmicas, estruturais ou de conjuntura. Sobre estas, os executivos têm pouco, ou nenhum, controle.

Outra parte importante, porém, decorre de *ineficiências de comunicação*, de discrepância de informações e de fatores subjetivos, tais como expectativas, percepções e premissas. Os efeitos desses fatores na valoração da empresa poderiam e deveriam ser corrigidos ou minimizados com um efetivo processo estruturado de transferência de conhecimento da empresa aos seus públicos estratégicos.

Observando a lógica de atuação da maioria dos investidores, verificamos que eles adotam essencialmente um mesmo processo: reúnem a maior quantidade de informações possível, interagem com executivos das companhias e aplicam seus conhecimentos e habilidades na formulação de julgamentos e premissas de como a empresa se comportará nos períodos

futuros, produzindo seus modelos de projeção (o *investment case*) e tomando decisões sobre o mesmo.

Por isso, informação é um ingrediente-chave no processo de avaliação, e a qualidade e oportunidade de acesso à informação e a capacidade de transformar informação em inteligência (conhecimento aplicado) podem fazer a diferença entre uma boa ou má decisão de investimento.

A informação bem utilizada se traduz em um ativo, permitindo investidores tomarem decisões mais bem fundamentadas (ou com menor percepção de risco) sobre os fatores positivos e negativos, e perspectivas das empresas.

Nesse contexto, Relações com Investidores desempenham um papel crítico, dando subsídios para os investidores formarem juízo de valor e de avaliação de níveis de risco aceitáveis para tomarem as suas decisões de investimento. Atuando dessa forma, os profissionais de RI contribuem para elevar o valor percebido de suas empresas no mercado, funcionando como fontes vitais de informações e conhecimento para a comunidade investidora.

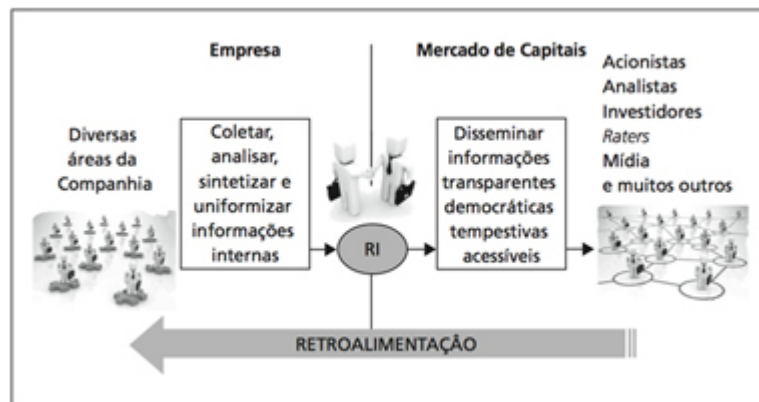
A finalidade de uma área de RI bem estruturada é, pois, auxiliar a companhia a estreitar a diferença entre seu valor “pleno” ou “justo” e seu valor percebido pelo mercado, por meio de interações consistentes e periódicas com investidores. A diferença de percepção de valor é tanto menor quanto maior for o grau com que informações e conhecimentos, apreendidos pelo mercado, estejam refletidos na atratividade relativa dos títulos da empresa.

A função de RI tem ainda um caráter de balizadora de diretrizes estratégicas. Por estarem em constante interação com o mercado de capitais, os profissionais de RI trazem à empresa um importante *feedback* sobre a maneira pela qual investidores constroem seu modelo de investimento (*investment case*), quais variáveis são consideradas pelo Mercado, críticas para o desempenho futuro do negócio, quais os fatores positivos e pontos fracos identificados e relativizados entre pares e *benchmarks* e, até, quando formulam sugestões sobre como realizar as melhorias necessárias.

Com isso, os executivos da Companhia poderão “balizar” decisões estratégicas futuras, tais como aquisições, recompra de ações, desmembramentos (*spin-off*) de unidades operacionais, ou outros esforços



dirigidos para o aprimoramento do desempenho financeiro e operacional. Podem, também, antecipar suas prováveis reações no Mercado. Esse *feedback* obtido pelos profissionais de RI é utilizado pelas empresas no processo de tomada de decisões estratégicas vitais.



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Isto posto, podemos afirmar que os principais desafios da função RI são:

- *Compreender* como a comunidade financeira determina o valor e o risco da companhia.
- *Aperfeiçoar a comunicação* e estreitar o relacionamento com o mercado.

### 7.3 O papel da comunicação corporativa nas relações com investidores

Para muitos executivos a noção de integrar relações com investidores e comunicação corporativa soa como misturar água e óleo, pois entendem que seus objetivos, processos e conhecimentos necessários não são convergentes ou requerem conhecimentos e habilidades muito diferentes.

Mas felizmente há alguns executivos de destaque – especialmente alguns CEOs e CFOs que já estão atuando na Era da Sinergia – que estão

cada vez mais reconhecendo os benefícios de certificar-se de que suas companhias têm um discurso coerente e consistente com seus principais públicos (investidores, empregados, consumidores e o público em geral).

Ao enfrentar o aumento da pressão por atitudes concretas de governança corporativa, tanto CEOs/CFOs como outros executivos de comunicação estão encarando a comunicação como meio de melhorar o real indicador *P/E*, que neste caso não quer dizer a relação Preço x Lucro (do inglês *price/earnings*), mas, sim, *PERFORMANCE versus EXPECTATIVAS*. Eles compreendem que uma eficiente – e consistente – comunicação pode ajudar a alinhar percepções com a realidade e diminuir eventuais *gaps* que poderiam, de outro modo, fomentar muitos mal-entendidos e conflitos com investidores e comunidade financeira de um modo geral. Isso seria um fator de assimetria que não é desejável pelos reguladores.

A meta a ser atingida, obviamente, é maximizar o valor relativo (percebido) da companhia. Contudo é difícil atribuir tal responsabilidade exclusivamente para a equipe de RI. Colocando isto de forma mais simples, as informações atualmente dão uma volta ao mundo em poucos minutos, e o que as companhias estão dizendo para seus empregados deveria ser consistente com o que está sendo dito aos seus investidores e vice-versa. Nada disso seria possível sem o total suporte e confiança dos altos executivos.

### 7.3.1 Importância crescente dos ativos intangíveis

A economia mundial passou por uma transformação radical nas últimas décadas. Saímos de um ambiente econômico relativamente estável, dentro de um sistema em que as companhias adquiriam seus insumos, manufacturavam seus produtos e os comercializavam. Essas transações eram contabilizadas e o relatório de desempenho, dando conta das atividades do período em comparação com igual período do ano anterior, era uma importante ferramenta por meio da qual se analisava a saúde econômico-financeira da empresa. Nessa época as demonstrações financeiras eram usadas pelos executivos como instrumentos de gestão dos negócios e pelos analistas e investidores, como auxiliares no processo de tomada de decisões de investimento. Tratava-se, portanto, de um processo bastante simples.

Pois bem, esses bons tempos de relativa estabilidade não voltam mais. A velocidade proporcionada pela tecnologia da informação, pela globalização

e pela crescente participação do segmento de serviços na economia influenciou bastante a maneira como é atribuído o valor das empresas. Essas profundas mudanças nos trouxeram a uma nova economia: a economia do conhecimento e dos serviços, em que o capital humano, o capital estrutural e o capital relacional passaram a ter uma capacidade de agregação de valor e de alavancagem quase ilimitada, enquanto a capacidade de alavancar ativos físicos e financeiros torna-se cada vez mais limitada.

Capital humano
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Know-how</i></li> <li>• Educação</li> <li>• Qualificação para a vocação</li> <li>• Conhecimento sobre o trabalho relacionado</li> <li>• Competências</li> <li>• Capacidade de reação</li> <li>• Capacidade de mudanças</li> </ul>

Capital relacional
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marcas</li> <li>• Consumidores</li> <li>• Lealdade dos consumidores</li> <li>• Reputação da empresa</li> <li>• Pedidos de devolução</li> <li>• Canais de distribuição</li> <li>• Parceiros</li> <li>• Capacidade de negociação</li> </ul>

## Capital estrutural

Propriedade intelectual
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Patentes</li> <li>• Copyrights</li> <li>• Design rights</li> <li>• Marcas registradas</li> </ul>

Ativos de infraestrutura
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Filosofia de gestão</li> <li>• Cultura corporativa</li> <li>• Processo de gestão</li> <li>• Sistemas de informação</li> <li>• Relações financeiras</li> </ul>

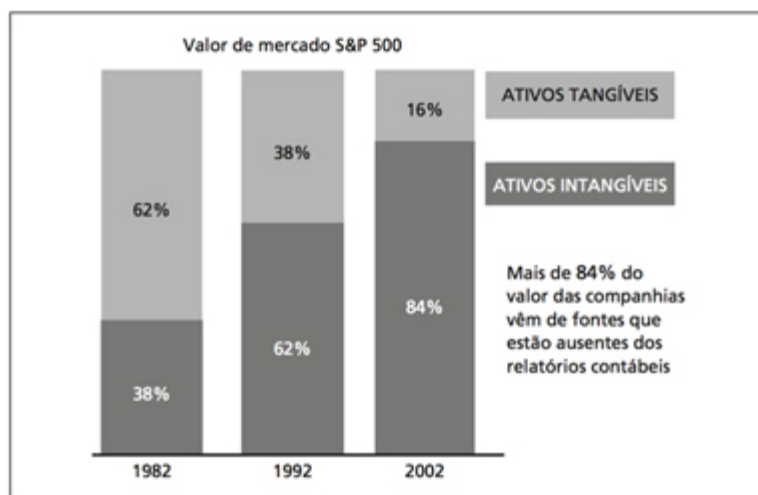
**Fonte:** IFAC – International Federation of Accountants.

Enquanto a economia passou por todas essas mudanças, ainda hoje podemos observar que os sistemas de avaliações financeiras e relatórios se mantiveram basicamente inalterados nos últimos cem anos. Historicamente, as companhias sempre foram avaliadas basicamente por seus ativos físicos

e financeiros, mais especificamente pelo que pode ser registrado em suas demonstrações contábeis.

Contudo, a maioria dos negócios mais promissores da nossa realidade atual vale muito mais do que a simples soma do valor desses ativos. Por exemplo, o valor de mercado da Microsoft em 27/10/2010 atingiu US\$ 225,4 bilhões, ou seja, vale 4,9 vezes os bilhões de dólares que estão em seu patrimônio líquido e 2,6 vezes os bilhões de dólares apurados no último exercício encerrado em 30/06/2010, os quais estão alocados em seu caixa, nos imóveis onde estão seus escritórios e o estoque de softwares em caixas.

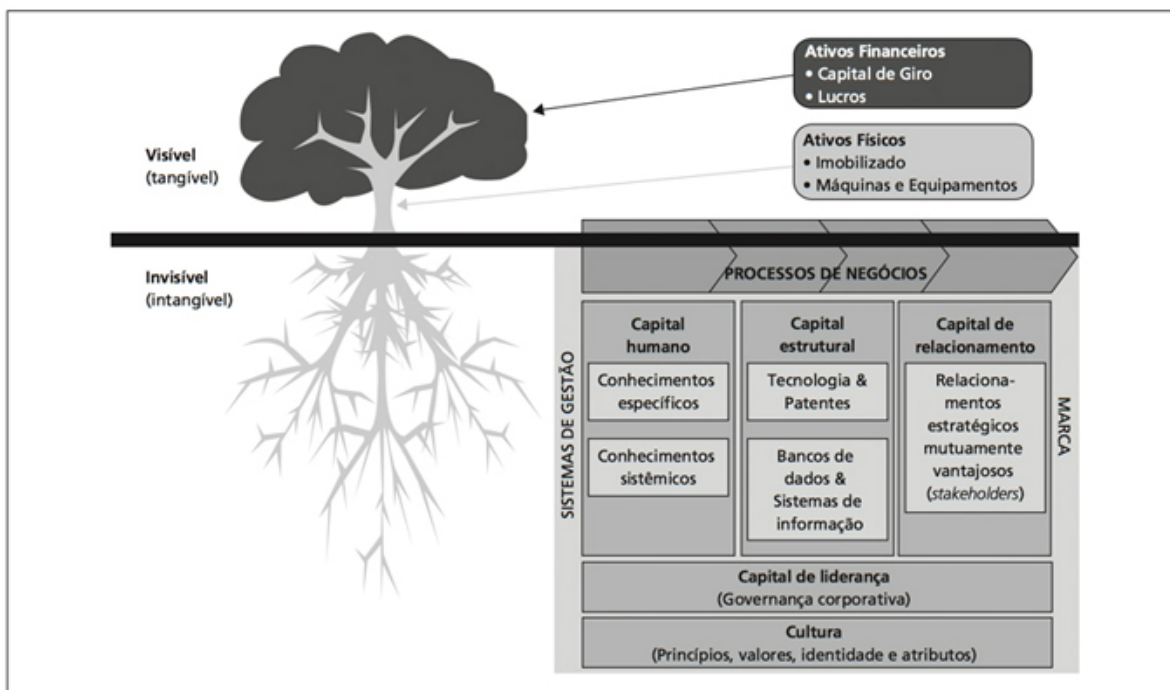
A Microsoft é apenas um exemplo do que pode ser observado hoje na maioria das companhias abertas. Como mostra o gráfico abaixo, entre 1982 e meados de 2002 cresceu a importância dos ativos intangíveis no valor de mercado das companhias. Atualmente, mais de 84% do valor das empresas advêm de fontes que não estão registradas em suas demonstrações contábeis. Em um estudo realizado pela Cap Gemini Ernst & Young, investidores do *buy side* atribuem aproximadamente 35% do seu processo de tomada de decisão ao valor dos ativos intangíveis. Além disso, os analistas *sell side*, cujos relatórios de análise cobrem aproximadamente 40% de questões relacionadas a ativos intangíveis, mostram um desempenho diferenciado em comparação aos analistas que pouco ou nada exploram essas questões.



**Fonte:** Jürgen H. Daum. *Intangible Assets and Value Creation*. John Wiley Sons, 2002.

É crescente o reconhecimento de que as informações não financeiras correspondem hoje à maior parte do valor das empresas. A figura a seguir ilustra essa questão do visível (tangível) e o invisível (intangível) nos dias de hoje. Enquanto os ativos físicos e os ativos financeiros possuem padrões e regulamentos para tratar de sua comunicação periodicamente, os ativos intangíveis permeiam toda a organização e, embora sejam os grandes responsáveis pela maior porção da criação de valor, estes não têm padrões de divulgação e não estão (ainda) cobertos por leis e regulamentos. A única maneira de estes valores serem conhecidos e reconhecidos pelos investidores é por meio da comunicação voluntária das empresas. Não uma comunicação periódica, trimestral ou anual, mas uma comunicação contínua e ininterrupta. Acreditamos que este é o grande desafio atual, pois estamos falando de um processo que ainda não é regulado e possui um alto grau de subjetividade. Para nos dar uma melhor noção da complexidade de que estamos diante, cabe ressaltar que atualmente esses valores intangíveis já são comunicados por diversas áreas da empresa, quando compartilham a mensagem estratégica, quando comentam decisões e iniciativas de gestão, quando fazem mudanças organizacionais para dar suporte à visão de negócios da companhia, quando lançam novos produtos, quando contratam executivos qualificados, e inúmeras outras situações. Daí a importância de uma comunicação organizada e planejada, que permeie a política de divulgação das diversas áreas da própria empresa, pois nem sempre o valor desses ativos intangíveis são efetivamente comunicados de maneira equânime e para os públicos de interesse.

Árvore de ativos geradores de valor empresarial



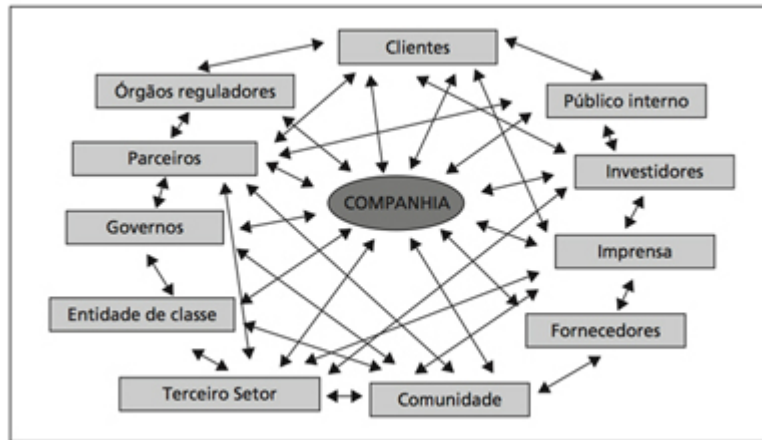
**Fontes:** Autor; TerraForum Consultores; Jüergen H. Daum. **Intangibles Assets and Value Creation.** John Wiley and Sons, 2002.

A figura anterior ilustra metaforicamente que o crescimento do que é visível e quantificável em uma empresa depende muito da profundidade, da solidez, da consistência, da coerência e da harmonia das forças que a empresa congrega em termos de pessoas, processos e conhecimentos. Estes últimos não são evidentes e perceptíveis pelo público externo e, muitas vezes, nem mesmo pelo público interno.

### 7.3.2 O papel da comunicação corporativa nos programas de RI

Atualmente a atividade das empresas de maior complexidade e de maior dificuldade para se administrar é a comunicação. É difícil afirmar que alguma empresa administra a comunicação de forma global, no que diz respeito aos diferentes segmentos de público com os quais se relaciona e os diferentes pontos de contato com eles. O que torna tão difícil a administração da comunicação é que ela invariavelmente ocorre. Administrada ou não, planejada ou não. Esta situação transmite uma falsa

sensação de que a comunicação está sob controle e sendo gerenciada, o que na realidade, geralmente, não acontece.



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Administrar a comunicação exige muito trabalho, planejamento e, acima de tudo, integração entre as diferentes áreas da empresa, principalmente entre as que trabalham profissionalmente a comunicação.

A comunicação hoje não rasteja vagorosamente como no passado (não muito longínquo), voa e cada vez com maior rapidez, com penetração em todas as camadas sociais. Isto coloca desafios a serem enfrentados pelas empresas com relação às suas posturas, aos seus atos e, principalmente, no que diz respeito à comunicação. O fato é que inevitavelmente as empresas interagem com uma multiplicidade de audiências por diversos meios de comunicação (*website*, relatório anual, catálogo de produtos/serviços, revistas internas, reuniões em diversos níveis, imprensa etc.). Essas audiências, por sua vez, interagem entre si, expressando suas opiniões formadas com base em experiências de relacionamento com a empresa, bem como na percepção e interpretação dos diversos meios de comunicação, inclusive os indiretos (repercussões na mídia, por exemplo).

Por conta disso, uma campanha institucional feita para sensibilizar clientes, por exemplo, pode causar um grande ruído para a reputação da empresa no mercado financeiro e seu valor de mercado. Ou, ainda, um

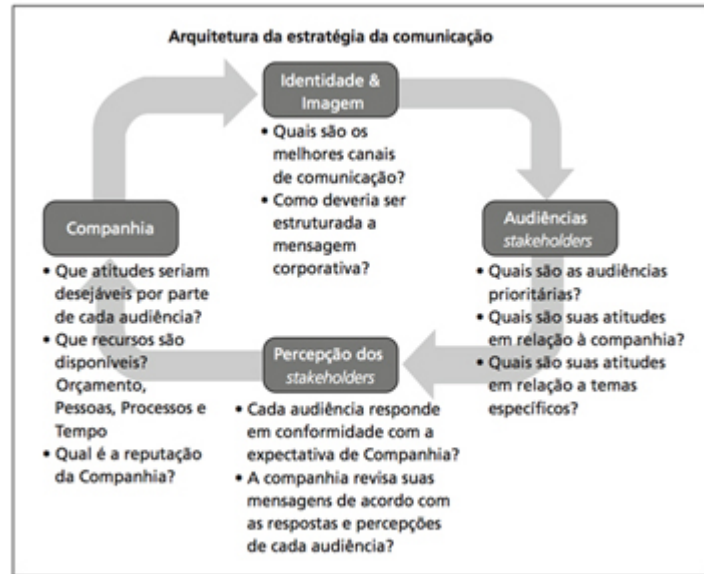


pronunciamento de algum executivo para atender demandas do mercado financeiro pode gerar grande mal-estar perante o público interno.

Portanto, administrar a comunicação de forma estratégica e harmonizar os interesses da empresa e de diversos públicos é um grande desafio na atualidade. Entre muitos, há seis fatores que contribuem para esse cenário:

- O ambiente e o mercado: cada vez mais globalizado, complexo e competitivo.
- Audiências mais e melhor informadas, conscientes e exigentes.
- Nova percepção de valor: *o intangível vale mais que o tangível*.
- Multiplicidade de públicos: um público monitora o que é dito para os outros.
- Nova dinâmica de interação: *real time* – pressão e risco contínuos.
- Grande volume de informação prejudica a compreensão e a assimilação.

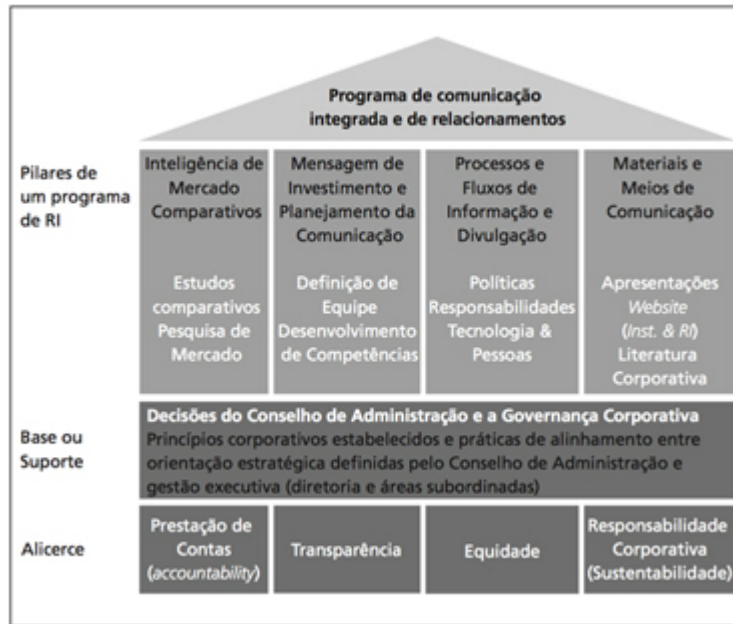
Por conta disso, mais e mais empresas estão chegando à conclusão de que a melhor maneira para assegurar consistência na comunicação corporativa é integrar as várias funções que praticam a comunicação dentro de uma empresa, bem como evitar eventuais batalhas interdepartamentais, tanto dos executivos como de prestadores de serviços pelas verbas de comunicação e publicidade da empresa. A designação de um único comando para administrar o conteúdo e fluxo da informação para o mercado financeiro e outras audiências é um grande passo para que as várias funções dentro da empresa tenham uma relação de trabalho alinhada e harmônica, pois somente assim poderão atuar de maneira integrada quando do exercício de comunicar as mensagens-chave da organização.



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

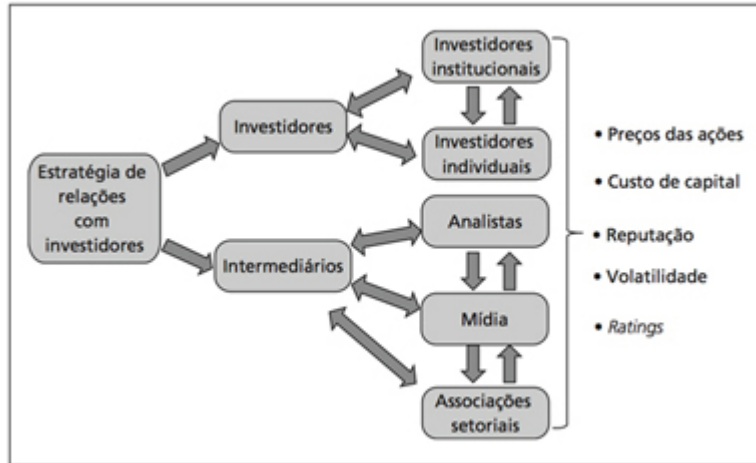
O diagrama anterior ilustra um processo de arquitetura da comunicação que considera a interação e a perfeita compreensão das percepções e atitudes dos principais públicos. Diferentes públicos possuem diferentes objetivos e perspectivas, além de interagirem uns com os outros, com é o caso de investidores que se aconselham com analistas e também se orientam pelas matérias que leem diariamente nas mídias especializadas e gerais. O desafio é falar em uma só voz para todas as audiências e administrar as expectativas a partir das percepções e atitudes de cada uma isoladamente. Isso somente é possível com interações e relacionamento humano.

Já o diagrama que segue nos demonstra como se dá a arquitetura de comunicação totalmente adaptada para que um programa de RI se integre ao programa de comunicação da companhia.



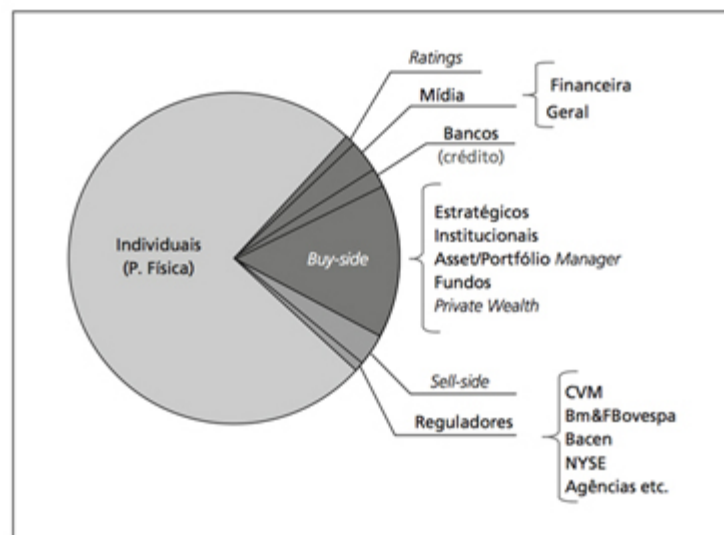
**Fonte:** Elaborado pelo autor.

É importante notar na ilustração da página anterior que os fundamentos e a base do programa de RI são compostos pelos princípios (alicerce) e pelas práticas e processos do modelo de governança corporativa da companhia (base ou suporte). A partir desta base é que se definem as etapas (Inteligência, plano, iniciativas e acompanhamento) e recursos (políticas, orçamento, pessoas & habilidades, tecnologia e eventos) de programa voltado para resultados práticos e a criação de valor.



Ainda, considerando-se os fluxos de relacionamento e interações mais constantes da área de RI, então temos o fluxo acima, sempre com o objetivo de adequar as percepções à melhor relação risco/retorno. Essas interações influenciam o preço das ações, o custo de capital, a reputação da companhia, a redução na volatilidade de preços e de projeções e, ainda, a influência nos relatórios das agências de *rating*<sup>6</sup>.

Já o gráfico seguinte ilustra uma quantidade teórica de públicos atendidos pela área de RI e demonstra sua multiplicidade. Por vezes há uma alternância de prioridades de públicos, conforme o momento e necessidade (ou interesse) da companhia.



## 7.4 É preciso respeitar as particularidades de cada empresa

Neste momento é importante reconhecer que as empresas possuem diferentes portes, estruturas, idades, filosofias e um jeito muito particular de conduzir seus negócios. Por isso, precisamos também reconhecer que alguns conceitos aqui discutidos devem ser adaptados para cada organização, conforme sua maturidade e profissionalismo. Este tópico procura comentar as principais diferenças a serem observadas.

### 7.4.1 Cultura organizacional

As organizações interagem a todo momento com o ambiente externo em que estão inseridas. São influenciadas e muitas vezes influenciam esse ambiente. Mas uma empresa não tem personalidade própria, ela age e é representada por pessoas (executivos), as quais têm papel ativo neste processo humano e interativo. A força da cultura organizacional é tão grande que passa a ser a mente da organização e se torna uma variável importante que atua nas suas próprias estratégias competitivas. Por isto, podemos dizer que a cultura organizacional leva a empresa a ser ou não competitiva e, assim, está ligada diretamente à sua própria sobrevivência.

Considerando que as companhias possuem diferentes culturas organizacionais, também podemos identificar diferentes estruturas funcionais para coordenar a comunicação e as atividades de RI das organizações. Elas possuem soluções e processos adaptados à sua cultura, aos talentos e experiências que a companhia já possui. Existem as mais abertas, as mais comunicativas, as mais retrógradas, as mais tímidas, as mais profissionais, as mais organizadas, e assim por diante. Em verdade, é valioso fazer uma avaliação das organizações como se fossem pessoas e, assim, notar seus diferentes estilos e os reflexos destes estilos em sua maneira de se relacionar e se comunicar.

Ainda é grande o número de altos executivos que enxergam seus porta-vozes (RI ou comunicadores) como taticamente focados em falar da empresa para audiências específicas e somente de maneira reativa (até

porque muitos ainda enxergam a comunicação como uma atividade que somente possui “custo” e não “benefício”). Essas empresas geralmente são muito cautelosas e se comunicam o mínimo possível. De preferência trimestralmente, por meio de formulários padrão e após consultar seus consultores jurídicos. Este tipo de empresa geralmente perde muita oportunidade de comunicar seu valores intangíveis, mas, em contrapartida, tem um menor risco de vazamento de informações via imprensa ou interações com algum público.

Por outro lado, também existe um pequeno grupo de executivos preparados para liderar empresas na era do conhecimento, que já entendem e valorizam o papel da comunicação e dos porta-vozes como vital para o êxito e perenidade de suas organizações. Esses executivos comunicadores serão vistos como importantes fontes de opinião e inteligência de múltiplas audiências para que CEOs e CFOs possam tomar suas decisões, bem como valorosos conselheiros que apoiarão e multiplicarão a visão estratégica da companhia, a construção da credibilidade dos executivos e da reputação corporativa. Esse modelo mais avançado, que geralmente cria muito valor por meio da comunicação de seus diferenciais e atributos intangíveis, também traz consigo uma grande responsabilidade e um maior risco de exposição. Esse tipo de empresa é que geralmente enfrenta alguns problemas de comunicação durante sua curva de aprendizado e geralmente recebe interpelação ou questionamento de reguladores e investidores.

Conforme comentou o Sr. Lou Thompson, ex-presidente do NIRI – National Investor Relations Institute dos EUA: “Todas as estradas da comunicação nos levam para o valor da companhia – seja na criação de valor se feita de maneira correta, ou na destruição de valor se feita de forma errada”<sup>7</sup>. Consultores jurídicos e advogados das empresas precisam ter em mente que, mais importante que informar as proibições legais e penalidades, deve sempre haver uma ponderação dos riscos e benefícios de cada decisão analisada. Isso vale tanto a empresa apenas “aberta de direito” (aquela que fala o mínimo necessário e obrigatório) como para a empresa “aberta de fato” (aquela que se relaciona de maneira franca, transparente e proativa com o mercado).

#### 7.4.2 Ambiente de colaboração ou de conflito

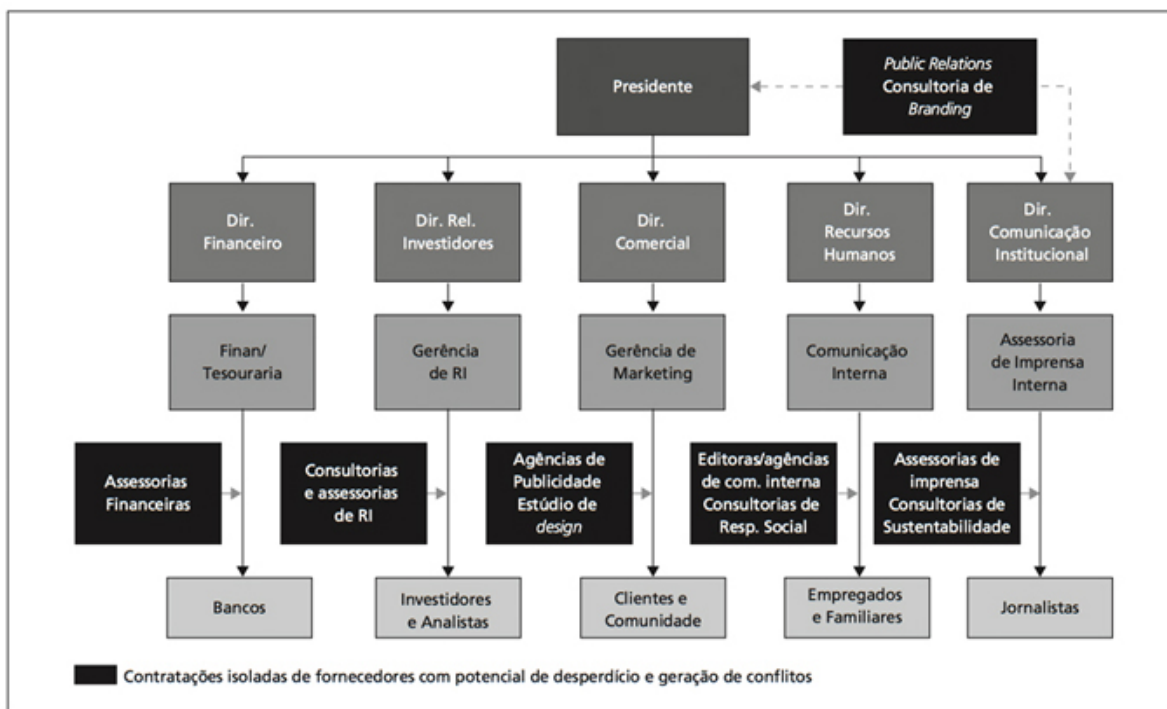
Considerando que a comunicação é um dos maiores desafios nas companhias modernas, existe grande benefício em alinhar a comunicação corporativa e garantir que as mensagens produzidas pelos diversos departamentos sejam harmônicas entre si e atendam aos objetivos do planejamento estratégico da companhia.

Não é fácil harmonizar a linguagem de executivos que atuam em diferentes áreas e com formações acadêmicas e profissionais tão distintas. Além disso, quanto maior a empresa, maior é o desafio. Afinar o discurso corporativo é um processo trabalhoso, que exige planejamento, disciplina, integração entre as áreas e, sobretudo, capacitação. Mas compensa, e muito.

De fato, diversas experiências em empresas com gestão de classe mundial mostram uma clara tendência em direção a uma crescente conexão entre RI, comunicação institucional, marketing, comunicação interna, relações públicas e relações governamentais.

Essa tendência é normalmente acompanhada por uma relação mais próxima e direta com o CEO e com o aumento de exposição de planos, estratégias e prestação de contas para o Conselho de Administração. A integração funcional, ou seja, combinar diversas atribuições em um único executivo (gestor centralizador), é uma tendência maior entre as pequenas e médias empresas. Já as grandes empresas procuram manter suas várias funções corporativas separadas e sob gestão de executivos especializados, sempre sob a coordenação de um alto executivo com autoridade e habilidade para orquestrar todos os esforços. Não raramente esse papel é desempenhado pelo CEO, ou seja, o trabalho colaborativo e coordenado pelo CEO produz o melhor resultado.

O diagrama a seguir ilustra a fragmentação da comunicação dentro das organizações e como essa fragmentação pode criar uma verdadeira “colcha de retalhos” na comunicação corporativa. Além da atuação de diversas áreas, também é bom observar uma possível batalha entre os fornecedores por uma fatia da verba de comunicação e publicidade.



**Fonte:** Professor Valter Faria.

## 7.5 Características da equipe de RI

É importante que o consultor jurídico ou o advogado da empresa conheça as características e as habilidades necessárias de uma equipe de RI, pois assim pode melhor entender os riscos envolvidos nas atividades.

Não existe nenhuma regra definida para a formação de equipes e de bons profissionais de Relações com Investidores. Muitas companhias os acham no departamento financeiro e na tesouraria, particularmente se a área de RI estiver sob a responsabilidade do CFO. Entretanto, outras companhias também os procuram nas áreas de comunicação, planejamento estratégico e operacional, pois as habilidades desses profissionais também são necessárias. A tendência de forte regulamentação do mercado e a preocupação crescente com as questões de governança corporativa têm levado algumas empresas a buscarem profissionais da área jurídica para desenvolver essa função.



A experiência indica que as melhores equipes de RI são formadas dentro das próprias empresas. Ainda que os profissionais internos precisem de investimentos em capacitação técnica e específica do mercado de capitais, geralmente este profissional leva grande vantagem por conhecer o negócio, o setor e já estar adaptado à cultura organizacional. Por isso, antes de se buscar a contratação de profissionais externos, as companhias devem esgotar as possibilidades de identificar seus talentos internamente. Outra preocupação constante de gestores da atualidade é a sucessão. Bons líderes sabem da importância da formação de sucessores e, particularmente nas funções de RI, esse desafio é ainda maior. Não se trata de uma função de produção, e sim de relacionamento. Relacionamentos não são transferíveis juntamente com títulos e cargos. Daí a importância das companhias continuamente trabalharem na formação e na sucessão de suas equipes de RI, pois promoções podem acontecer e propostas irrecusáveis também podem fazer com que talentos deixem a organização repentinamente e prossigam sua ascendente carreira profissional em outras companhias.

É desejável que a equipe de profissionais de RI preencham as seguintes características: *conhecer as exigências de compliance<sup>8</sup> e disclosure<sup>9</sup> locais e internacionais*

O contato primário da área de RI é responsável, em conjunto com os demais executivos da companhia, por informar ao Mercado sobre quaisquer mudanças materiais na situação da empresa. Obviamente, há outras exigências regulatórias de *disclosure* pelas quais esse profissional é responsável e que precisam de orientação legal.

Para que a divulgação de informações aconteça de uma forma uniforme e eficiente, ele também deve ser o contato primário para a distribuição das informações para o Mercado e Bolsas de Valores, nacional e internacional.

Saber o que, quando e como comunicar é o pilar fundamental do RI. É certo que há parâmetros mínimos de *disclosure* estabelecidos pela legislação. Entretanto, na maior parte das vezes, apesar de necessário, o padrão mínimo de *disclosure* não é suficiente para atender a todas as demandas do Mercado.

A administração desse fluxo de informações é o diferencial entre um RI bem-sucedido e outro “que apenas cumpre tabela”.

### 7.5.1 Principais obrigações de uma companhia aberta no Brasil

No caso de companhias brasileiras, em dezembro de 2009 foi editada a Instrução CVM n. 480, em substituição à Instrução n. 202, que estabeleceu novas regras para registro e prestação de informações a serem cumpridas pelos emissores de valores mobiliários.

A ICVM n. 480, juntamente com as demais regras editadas no decorrer de 2009, aproxima as regras locais aos padrões internacionais, notadamente aqueles recomendados por instituições como a Organização Mundial das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO, na sigla em inglês).

O objetivo pretendido pela CVM é que as companhias emissoras incrementem suas informações periódicas e eventuais, bem como as atualizem continuamente, permitindo agilidade no registro de novas emissões e captações, assim como melhor avaliação por parte do investidor.

Nesse contexto, a CVM introduziu o Formulário de Referência (FR) em substituição ao antigo IAN – Informações Anuais, o qual deverá conter informações completas e atualizadas das companhias. Com isso, os prospectos das ofertas públicas irão se restringir as informações sobre a oferta e o valor mobiliário a ser distribuído.

Isso possibilitará que as informações sejam revistas e melhoradas pelas companhias continuamente, com a ajuda do próprio mercado, aumentando, assim, a qualidade da prestação dessas informações e a redução do seu custo, mudando a dinâmica do relacionamento entre as companhias e seus investidores.

A íntegra desta Instrução pode ser facilmente obtida no *website* da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), mas podemos destacar as seguintes alterações:

- a) *Criação de duas categorias de emissores* – emissores “A”, aqueles autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados; e emissores “B”, aqueles que não podem negociar ações, certificados de depósitos (DR) ou quaisquer outros valores mobiliários conversíveis em ações ou títulos que deem direito a adquirir ações.
- b) *Estabelecimento de um novo regime informacional* com a criação do Formulário de Referência em substituição ao formulário de Informações Anuais – IAN, adotando elevados padrões de *disclosure*, melhorando a precificação dos valores mobiliários em circulação e facilitando a análise das informações prestadas, o que proporcionará a

comparação entre as companhias do mesmo setor. A ICVM n. 480 aprofunda o nível de informações de tal maneira que mesmo empresas que já foram ao mercado e já publicaram prospectos no passado estão tendo que trabalhar suas informações.

- c) *Consolidação das regras e procedimentos* de registro, suspensão e cancelamento de registro.
- d) *Ampliação da responsabilidade dos administradores* – responsabilidade não somente pelas informações prestadas no FR, e nas demonstrações financeiras, bem como pelo cumprimento da legislação de mercado, dentre outros.
- e) *Criação da figura do Emissor de Grande Exposição ao Mercado* – a companhia de grande porte, conforme definição da CVM, terá um prazo mais curto de análise de suas ofertas.
- f) *Critério de definição de emissores estrangeiros para fins de emissão de Brazilian Depository Receipts (BDRs)* – não é considerada estrangeira a companhia que tiver sede no Brasil ou se seus ativos localizados no Brasil corresponderem a 50% ou mais daqueles constantes nas demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor represente a essência econômica dos negócios da companhia.

Ainda com o objetivo de estimular a divulgação das informações de forma coerente com as melhores práticas de governança corporativa, visando à transparência e à equidade no relacionamento com os investidores e o mercado, bem como minimizar eventuais desvios e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências e aplicação de multas cominatórias e de penalidades pela CVM, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) expediu o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N. 001/2010 em 19 de janeiro de 2010. Este ofício esclarece em detalhes todos os procedimentos que devem ser observados pelas companhias abertas e estrangeiras. A íntegra deste ofício também está disponível no *website* da CVM.

## 7.5.2 Principais obrigações de uma companhia aberta no exterior

Uma companhia listada na Bolsa de Valores de Nova York (*NYSE*) está sujeita tanto às regras da *SEC* quanto aos regulamentos da Bolsa sobre

“Procedimentos para Divulgação Imediata”. A *NYSE* exige que “notícias sujeitas à publicação imediata devem ser divulgadas pela forma mais rápida possível”. Recomenda, também, que isso seja realizado por meio de um *release* a ser divulgado por agências eletrônicas de notícias (*newswire services*) e pela mídia (agências de notícia e *websites* de notícias), de forma que se faça chegar ao conhecimento dos investidores de maneira rápida e equânime.

Esse processo pode incluir o envio direto de e-mail aos investidores constantes do *mailing list* da empresa e em seu *website*. O arquivamento das informações na *SEC* pelo sistema “*Edgar*” pode ser feito posteriormente, “dentro de prazo razoável” – usualmente dentro de cinco dias úteis.

### 7.5.3 Principais habilidades e responsabilidades de uma equipe de RI

Ter conhecimentos de matemática financeira, análise de balanços, contabilidade e de modelagem/engenharia financeira para poder atuar de maneira decisiva, a equipe de RI deve ter, pelo menos, noções básicas de matemática financeira, contabilidade etc. Isso porque a maioria das discussões com o Mercado será concentrada na performance financeira da empresa, seja retrospectiva ou prospectiva.

Do mesmo modo, saber fazer um modelo financeiro ajuda o profissional de RI a se antecipar às dúvidas do Mercado. Nesse caso, o profissional de RI se torna apto a identificar, discutir e exemplificar efeitos de eventos futuros (sejam eles internos, conjunturais ou sistêmicos) no *investment case* da companhia.

### Conhecer disciplinas relacionadas com *marketing* e comunicação

Apesar de bastante específica e direcionada, nunca podemos relevar o fato de que RI é uma matéria de relacionamento interpessoal, de interação e de diálogo. Como tal, o fator comunicação e *marketing* são críticos para o sucesso de qualquer programa de RI.

Por isso, um bom profissional de RI deve ter um bom embasamento de disciplinas de comunicação. O relacionamento com investidores se dará por meio de uma série de interações entre representantes da empresa e do mercado, seja pessoalmente ou por meio de materiais de comunicação. A comunicação é o processo com que essas relações se dão.

Assegurar que a mensagem correta está sendo transmitida de maneira eficiente para o público-alvo certo é bastante desafiador, mesmo para grandes comunicadores. Quando levamos em conta a magnitude e diversidade da audiência, essa necessidade passa a ser premente.

Poderão ser objeto de discussão no dia a dia do RI assuntos como imagem de marca, identidade corporativa, atributos da organização, *targeting* de investidores, pesquisa de mercado e outras expressões técnicas às quais a equipe de RI deve estar familiarizada.

## Conhecer a comunidade investidora nacional e internacional

Há diferenças significativas quanto aos critérios utilizados pelos diversos agentes nos processos de tomada de decisão. Essas diferenças advêm não só de seu papel na cadeia de investimentos (*sell side, buy side, portfolio managers* etc.) mas também de seu foco geográfico de investimentos e perfil de riscos. Investidores do Brasil, Europa e Estados Unidos têm metodologias e critérios de decisão de investimentos muito distintos.

Quanto mais rápido e precisamente a equipe de RI conseguir identificar metodologias e critérios, mais eficiente ele será.

Durante viagens de apresentações da empresa (*roadshows*) para colocação de novas emissões, os executivos percebem, com mais clareza, a existência dos diferentes critérios e perfis de investimento. No entanto, com o tempo e o maior número de investidores interagindo com a empresa, essa percepção de diferenciação pode se dissipar.

As pessoas que exercem a função de RI deverão interagir e retroalimentar o processo de maneira permanente para que os interesses de cada grupo de investidores sejam tratados de forma a atender-lhes as expectativas. Da mesma forma, uma identificação dos distintos interesses permite ao RI melhor direcionar a comunicação para os temas relevantes, ganhando muito em eficiência.

## Conhecer os perfis dos analistas e instituições

A equipe de RI será cada vez mais eficiente quanto mais rápido ela se familiarizar com as estratégias de compra e venda de cada instituição e de suas políticas básicas de investimentos. A demanda de informações dos analistas de *sell side* tende a ser muito maior do que a média. Entretanto,

administradores de carteira têm uma avaliação mais estratégica e menos pontual. Mais uma vez, identificar e mapear interesses gera eficiência e diminui ruídos e incertezas.

## Conhecer as funções do banco depositário e do *market maker*

Todos os profissionais envolvidos da área de RI devem ter um profundo entendimento dos mecanismos do agente depositário e igual familiaridade com as funções do agente custodiante.

Muitas vezes, a área de RI é demandada por coisas que são eminentemente da alçada do Banco Depositário. Saber identificar essas situações e redirecionar a demanda, quando necessário, aumenta a eficácia do processo de comunicação da companhia.

*Market maker*, formador de mercado, agente de liquidez, facilitador de liquidez, promotor de negócios, especialista e *liquidity provider* são algumas das designações atribuídas àqueles que se propõem a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados, agentes de destaque na eficiência no mercado de capitais.

Os *market makers* são empresas (em geral, corretoras de títulos e valores mobiliários – CTVM) que estão aptas a comprar e vender um papel de maneira contínua e regular, em níveis de preço divulgados ao Mercado (por meio de uma ordem de compra e de venda).

O *market maker*, como regra, trabalha com ordens pequenas de compra e venda de ações. Por conta disso, uma grande ordem de compra ou venda por parte de investidores pode demandar mais do que um *market maker*, especialmente em papéis de menor liquidez.

O responsável pelas atividades cotidianas de RI também deve ter uma boa familiaridade com o *market maker* de seus papéis nas bolsas em que a companhia é listada.

Um bom gerenciamento das atividades do *market maker* pode incrementar a liquidez dos papéis da companhia, tornando-os mais atrativos à comunidade investidora.

Falar, além do português, ao menos outra língua (preferencialmente inglês), de maneira fluente

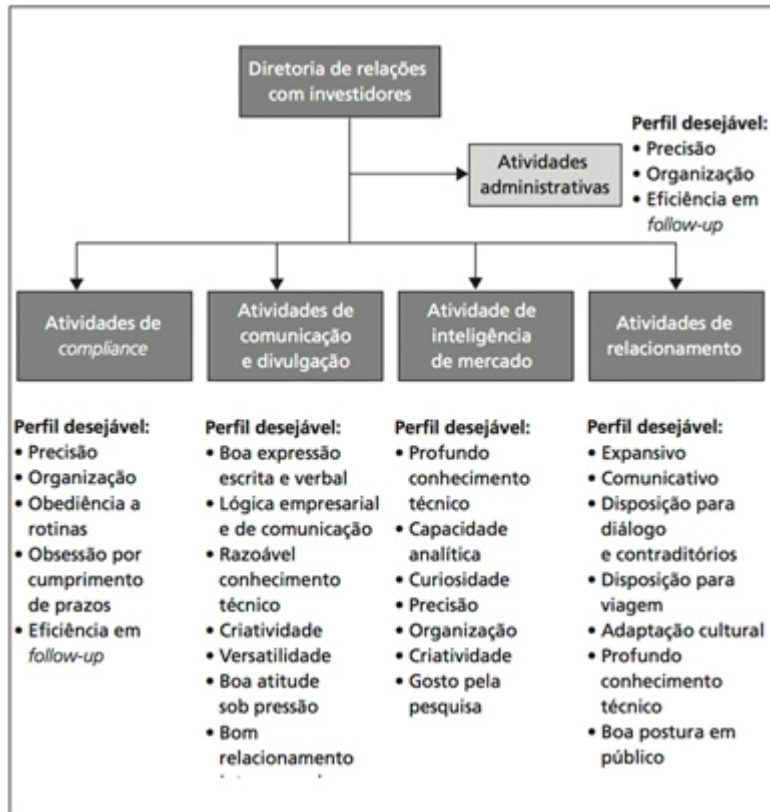
É necessário que a equipe de RI se faça entender pela comunidade financeira local e internacional. Há uma série de jargões e termos que, com o tempo, podem ser conhecidos, entretanto, em um ambiente de investimentos eletrônicos e cada vez mais globalizados, o inglês é mais do que fundamental. Espanhol, italiano ou francês são desejados.

#### 7.5.4 Grupos de atividades e organograma de uma equipe de RI

A experiência prática na estruturação de diversas áreas de RI nos últimos 15 anos permite recomendar que a estruturação de uma área conforme o tipo de função e as habilidades necessárias. Desta forma, podemos distribuir as atividades nos seguintes grupos:

- *Atividades Administrativas*: agendamento de eventos, trabalhos de secretaria (pagamentos e reembolsos), contratos com fornecedores, solicitações a bancos depositários e custodiantes etc.
- *Atividades de Compliance*: arquivamentos e atendimento CVM/Bovespa/SEC, Publicidade Legal etc.
- *Atividades de Divulgação*: redação de releases, atualização de conteúdo de *websites*, apresentações PPT, relatórios anuais, informes aos investidores, versões em outros idiomas, coordenação de eventos etc.
- *Atividades de Inteligência de Mercado*: estudos de percepção, avaliação de projeções e *researches*, modelos de *valuation*, monitoramento de mercado (*market surveillance*), *targeting* de investidores, preenchimento de pesquisas (DJSI, ISE etc.).
- *Atividades de Relacionamento*: *road-shows*, reuniões *one-on-one*, apresentações em grupo, discussão e atendimento telefônico de investidores/analistas etc.

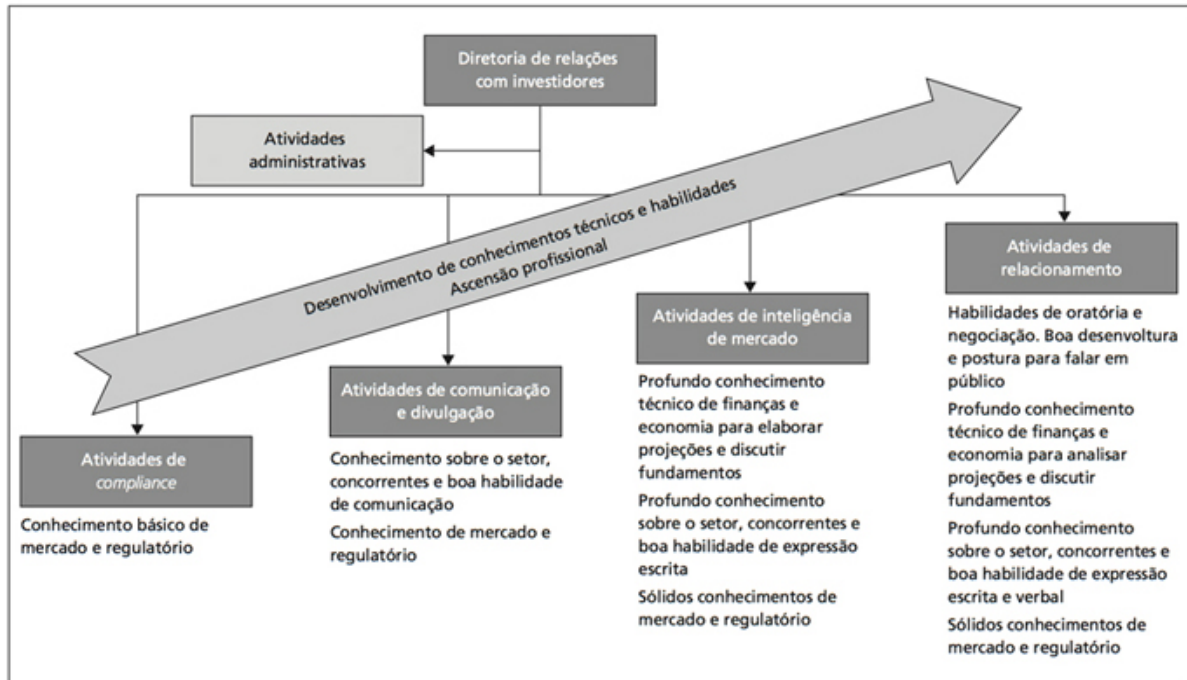
A seguir demonstramos como fica um organograma da área de RI distribuída nesses grupos de atividades, bem como descrevemos o perfil adequado para cada tipo de função.



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Note que a distribuição das atividades permite uma adequação de recursos e, com o auxílio da área de Recursos Humanos, poderá definir e mapear uma matriz de habilidades e experiências necessárias, o que permite realizar um planejamento de carreira dentro da própria área. Note no diagrama a seguir como isso pode se dar.





**Fonte:** Elaborado pelo autor.

### 7.5.5 Os recursos aplicados determinam os resultados

Fatores que determinam a estrutura de uma área de RI:

1. comprometimento da alta administração;
2. cultura organizacional;
3. modelo de gestão;
4. sistema de informações;
5. estilo/ênfase na comunicação;
6. orçamento;
7. políticas;
8. recursos humanos;
9. tecnologia;
10. momento na vida da empresa (expansão, pós-IPO, crescimento, estabilidade/maturidade e declínio).

Não existe uma maneira definitiva de se determinar a estrutura adequada para uma área de Relacionamento com Investidores, pois, como já dissemos

anteriormente, depende de uma série de fatores específicos de cada empresa.

Entretanto, a experiência em planejar diversos programas de relações com investidores e comunicação financeira nos últimos anos indica que o melhor caminho para determinar a estrutura ideal para uma área de RI deve partir do planejamento estratégico da empresa.

De nada adianta as empresas fazerem *benchmark* com empresas com realidades completamente diferentes da sua, por mais famosas e premiadas que sejam as áreas de RI na qual a empresa deseje se espelhar. Não funciona pelo simples fato de que uma área somente poderá produzir o seu melhor resultado se ela tiver claramente definido que as *atividades de RI dão suporte aos objetivos estratégicos da companhia* (ex.: acesso a *funding*, justa precificação das ações, potenciais aquisições, melhoria de *rating*, redução de custos, melhoria na reputação etc.).

Uma vez assegurado e compreendido que RI é efetivamente uma função estratégica e que, por conseguinte, está a serviço do plano estratégico da empresa, então parte-se para a fase de planejamento de médio e longo prazo. Esta fase envolve as seguintes atividades:

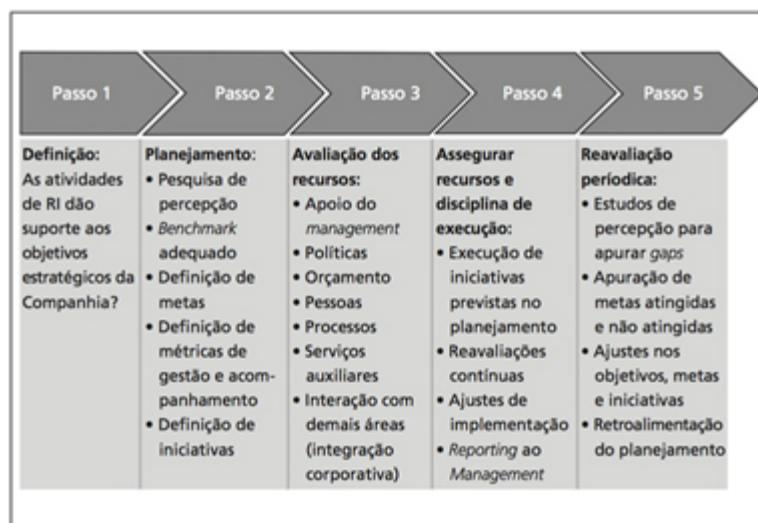
- a apuração de como a empresa é percebida por seus públicos prioritários (investidores, analistas, mídia especializada, reguladores, líderes de opinião etc.);
- a realização de um *benchmarking* adequado (utilizando-se empresas cujo porte, momento e desafios sejam equivalentes ou estejam um pouco adiante da companhia);
- a definição clara de metas (seus respectivos prazos de atendimento);
- a definição de métricas de acompanhamento e gestão;
- a relação de iniciativas que permitirão atingir os objetivos determinados para RI e que contribuirão para acelerar/assegurar a execução no planejamento estratégico da empresa.

Somente de posse dessas definições, e de uma cuidadosa análise dos demais recursos já existentes na companhia, é que será possível dimensionar uma área de RI. Essa definição depende de uma avaliação sistêmica de importantes variáveis e obter respostas para as seguintes perguntas:

- Que recursos poderão ser utilizados de outras áreas e funções já existentes (controladoria, comunicação, *marketing*, planejamento estratégico, assessoria de imprensa, jurídico, financeiro, recursos humanos/comunicação social etc.)?
- Que recursos poderão/deverão ser contratados externamente (manutenção de *website*, distribuição de notícias, operadores de teleconferência etc.)?
- Como se dará a dinâmica e interação da área de RI com todas essas pessoas e áreas no dia a dia e continuamente? Que riscos são conhecidos e podem ser gerenciados?
- De quais recursos (políticas, pessoas, processos e tecnologia) a área de RI precisará para assegurar um desempenho superior?

A discussão sobre estes questionamentos junto com a Alta Administração, e as decisões que decorrerão dessa discussão, é que permitirão definir a melhor estrutura possível para uma área de RI. Daí por diante será a disciplina de execução no trabalho diário que garantirá os resultados desejados, ou melhor, planejados.

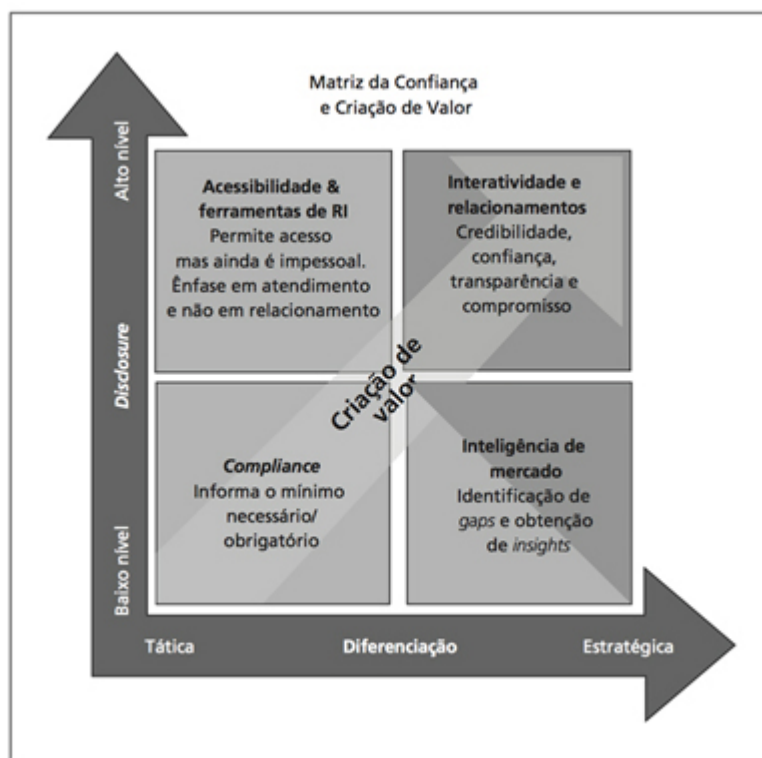
O diagrama a seguir ilustra os passos recomendáveis para se estabelecer metas e adequar iniciativas e estrutura de uma área de RI.



**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Para uma melhor clareza do que estamos tratando, ilustramos a seguir o que chamamos de *Matriz de Confiança e Criação de Valor*, onde os diferentes tipos de recursos aplicados e sua combinação determinam os resultados.

A matriz demonstra quatro níveis em que pode se situar um programa de RI. Por conseguinte, também pode determinar o que é possível ser feito com os recursos que são disponibilizados para o gestor da área.



**Fonte:** Professor Valter Faria.

Podemos dizer que, no eixo das ordenadas, a empresa pode estabelecer diversos níveis de transparência (*disclosure*). Sabemos que o mínimo de transparência para uma empresa aberta é o cumprimento do que determina a legislação. Ainda assim, poderíamos travar uma longa discussão sobre a qualidade do conteúdo informacional do “mínimo necessário” que é

informado por muitas empresas. Portanto, trabalhar neste *terceiro quadrante* (baixo nível de *disclosure* e diferenciação tática) corresponde a assegurar que a companhia cumpre com todas as obrigações legais e regulatórias em governança corporativa (possui um conselho de administração, políticas de divulgação de informações etc.), promove os arquivamentos de documentos CVM e SEC (*Filings*), publica seus relatórios, releases e comunicados, produz seu Relatório da Administração e comentários de desempenho trimestralmente, publica suas informações relevantes e avisos aos acionistas e cumpre suas obrigações com a custosa publicidade legal. O baixo nível de transparência (*disclosure*) determina o menor nível de criação de valor para um programa de RI. É o programa que apenas atende as obrigações legais, e o trabalho de RI muitas vezes é desempenhado por algum funcionário mais operacional da contabilidade, da área financeira ou mesmo da área jurídica.

O fato de haver uma correlação direta entre uma maior e melhor divulgação de informações pela empresa e a maior visibilidade e compreensão de sua história de investimento faz com que muitas empresas percebam que os investidores melhoram o acerto de suas projeções, o que reduz o nível de risco para a empresa. Por conseguinte, esse fato por si já propicia uma maior valorização (menor risco → maior valor → menor custo de captação).

Ainda nas ordenadas de *disclosure* também consideramos a acessibilidade da administração para interagir com o mercado seletivamente (especialmente *conference calls* e apresentações públicas) e esclarecer dúvidas. Indo para o *quarto quadrante*, identificamos que o fato de os investidores e analistas poderem interagir com os líderes que decidem também tem um grande potencial de criação de valor (ou redução do *gap* de desconto). Entretanto, tais interações, ainda que raras e impessoais (telefone, *webcasts* e auditórios com centenas de pessoas), permite aos altos executivos conhecerem seus investidores e entenderem melhor suas necessidades, desejos e preocupações. Oferecer mais *disclosure* corresponde a uma interação contínua com investidores e o mercado financeiro, ainda que seja com postura de atendimento (e não relacionamento). Este quarto quadrante envolve a segregação e estruturação da Área de RI (com a definição de funções, treinamento de executivos e o

planejamento anual de atividades), o *website* de RI, reuniões com analistas e investidores, eventos de mercado e conferências internacionais.

Já observando o eixo das abscissas descrevemos níveis de diferenciação. Os níveis de diferenciação das empresas é o que efetivamente determina o que faz investidores escolherem uma empresa especificamente e não outras inúmeras opções existentes tanto no mercado local como no internacional. Por isso, é extremamente importante a empresa possuir mecanismos para melhor compreender como o mercado determina seu valor e seus riscos, de seu setor, de empresas comparáveis e muitas outras opções que concorrem com sua empresa por capital. Trabalhar nestes fatores de diferenciação requer preparo, capacitação, trabalhos de pesquisa e, o mais importante, conscientização que sua aplicação tem uma grande capacidade de criação de valor para a companhia e seus acionistas. Trabalhar neste *segundo quadrante* equivale a obter conhecimento que se transforma em vantagem competitiva. Esse conhecimento geralmente é adquirido por meio de:

- estudos de percepção (onde se identifica os principais vetores de valor da empresa, uma avaliação externa da estratégia e execução, do desempenho dos administradores, uma comparação com concorrentes/*peers*);
- estudos comparativos de bases acionárias;
- análises de perfil e estilo de investidores institucionais;
- o monitoramento de calendário de eventos de mercado como um todo.

Trabalhar o *primeiro quadrante* é trabalhar com a capacidade máxima de criação de valor para a companhia. Este quadrante combina o mais alto nível possível de iniciativas de inteligência de mercado (*segundo quadrante*), o maior nível possível de *disclosure* e acessibilidade do *management* (*quarto quadrante*), e efetivamente diferencia a companhia por meio de relacionamentos mutuamente vantajosos e atitudes que permitem uma efetiva comunicação de valores intangíveis. Alguns exemplos são:

- a interação mais próxima de executivos onde o mercado possa atestar a experiência e competência profissional dos executivos-chave;
- a composição e funcionamento efetivos dos Comitês do Conselho de Administração;
- o cuidado e a gestão da informação confidencial e notificações públicas sobre *Insider Trading* (aqui entendido como a negociação

- lícita e dentro de períodos que permitem a negociação pelos *insiders*);
- a adoção na prática (e não apenas estética e retórica) do conceito de sustentabilidade na condução dos negócios;
  - dilatação de prazos de convocação de assembleias para discutir assuntos realmente relevantes, entre outros.

Considerando o que acabamos de expor sobre a *Matriz de Confiança e Criação de Valor*, então acreditamos que as áreas de RI deveriam ser estruturadas de acordo com o objetivo de criação de valor das empresas e reunindo recursos e talentos para atender os diversos níveis de exigências de cada quadrante.

## 7.6 O que os investidores esperam de uma empresa aberta?

Após apresentar um panorama geral da atividade de RI e compreender que sua função principal é gerenciar as expectativas dos investidores, neste momento é importante a discussão sobre principais características que a comunidade investidora nacional e internacional espera de uma área de RI de qualidade superior. Ou seja, a seguir discorreremos sobre as principais expectativas dos investidores sobre a relação com a empresa.

### Pronto atendimento

Os investidores esperam que suas solicitações sejam atendidas prontamente, ou o mais prontamente possível, dado que a análise de tais informações pode levá-los à tomada de decisões de investimento (comprar ou vender). Se eventuais demandas não puderem ser respondidas no momento da interação entre a companhia e o investidor, seu atendimento (ou sinalização de atendimento, isto é, uma mensagem como “Recebi seu e-mail/mensagem. Retornarei o mais rapidamente possível”) idealmente não deve demorar mais do que 12 ou 24 horas, seja via telefone, e-mail ou, ainda, fax.

Os investidores, em geral, esperam que, num primeiro contato, recebam uma pronta resposta à maioria de suas questões, mas sabem que nem todas serão respondidas. Eles também assumirão que a companhia está

mobilizando sua rede interna de informações para atender às solicitações pendentes. Com isso, cria-se a sensação de que demandas não atendidas de pronto e durante uma interação logo serão resolvidas em um curtíssimo espaço de tempo.

Entretanto, é extremamente importante que se tenha bem claro que tipo de informação *deve, pode e é desejável* que seja tornada pública. Lembremo-nos de que os investidores querem saber tudo, sempre (“quanto mais, melhor”). Eventualmente, entretanto, algumas demandas não deverão ou poderão ser respondidas, por restrições de legislação ou de políticas internas de divulgação e *disclosure*. Se for o caso e se realmente a informação solicitada tiver característica estratégica e puder prejudicar a competitividade da empresa, tal fato deve ser comunicado ao investidor de imediato, para que sua expectativa seja adequadamente administrada.

### Capacidade para discutir sobre o Brasil em geral

Os investidores residentes no exterior poderão frequentemente se dirigir aos executivos de RI da empresa com o intuito de averiguar qual o seu posicionamento em relação a questões macroeconômicas, setoriais ou políticas do País – e verificar se tal posicionamento está refletido nas ações estratégicas e operacionais que estão sendo adotadas.

À medida que o relacionamento entre as partes se desenvolve, e os investidores se sentem mais “íntimos” ou confortáveis, esse tipo de questionamento tende a ser mais frequente.

É recomendável que os responsáveis por RI se posicionem para o investidor como uma fonte eficiente e consistente de informações, inclusive transcendendo o âmbito da empresa propriamente dita. Deve-se, contudo, lembrar que a área de RI não deve ser uma “consultoria” macroeconômica e que os investidores farão os mesmos questionamentos a outras empresas para verificar a qualidade de sua opinião.

### Profundo conhecimento sobre a situação financeira da empresa

Os investidores esperam que os profissionais da área de RI tenham um profundo conhecimento sobre a situação econômico-financeira da empresa, que sejam capazes de comparar sua companhia aos principais *benchmarks* e *peers* nacionais ou internacionais e que possam discutir as semelhanças e



diferenças entre as companhias. Principais aspectos comerciais e operacionais também devem ser conhecidos.

Os profissionais de RI também devem estar preparados para esclarecer eventuais questões sobre resultados retrospectivos, bem como a influência nos resultados futuros de fatores recorrentes.

Análise de balanço, conhecimento das principais práticas contábeis, peculiaridades setoriais, tais como sazonalidade e cronograma (físico e financeiro) de investimentos, além de uma visão de grande abrangência sobre os negócios da companhia são *sine qua non* para um bom profissional RI.

### Conhecimento sobre a estratégia

Parcela significativa de investidores investe em um horizonte de longo prazo. Além de apresentar questões a respeito da situação econômico-financeira, os investidores estão interessados em saber o rumo que a administração da companhia adotou para direcionar seus negócios. Mais do que uma visão imediatista, investidores têm uma preocupação estratégica constante.

Espera-se que esse tipo de informação lhes seja fornecida de maneira efetiva, eficiente e consistente por *todos* os interlocutores da companhia, desde que desejável e permitido pela legislação e pela política de divulgação de informações (*disclosure*).

Um cuidado que se deve tomar em relação aos investidores é que, para obter um volume maior de informações, eles procuram interagir com o maior número possível de pessoas que possam prestar novas e diferenciadas informações sobre a estratégia da companhia, ou seja, tentam expandir suas “fontes internas e externas” (por exemplo, falam com profissionais da contabilidade, responsáveis pelas áreas comerciais, operadores de tesouraria, contatos dos bancos, fornecedores, parceiros, reguladores, grandes clientes etc.).

Há um incremento no nível de credibilidade da companhia quando fica claro que o contato primário dos profissionais responsáveis por RI trabalha de forma integrada, faz parte ou é informado do processo decisório estratégico da companhia. Inconsistências podem levar a dois subprodutos: uma ampliação da percepção de risco (e a consequente aplicação de

descontos nas ações da companhia) ou o igualmente indesejável descrédito dos profissionais responsáveis por RI.

## Transparência e franqueza nas respostas

Os investidores demandam respostas claras, objetivas e concisas, que possam lhes dar uma ideia ampla da situação econômico-financeira, operacional e estratégica da companhia. As respostas da administração formarão a opinião inicial dos investidores acerca da transparência da companhia.

Por força de hábito, por pudor ou por percepção de risco de estarem “entregando o ouro para o bandido”, entretanto, informações estratégicas críticas podem ser mantidas no âmbito interno da empresa. Nesse caso, se um evento “não esperado” ou “não precificado” ocorrer, o mesmo pode ser entendido como falha do processo de comunicação ou pior, como falta de transparência ou sonegação de informação relevante para o mercado.

Quando o investidor é surpreendido, positiva ou negativamente, por fatos novos, ele irá refletir alterações em seu *investment case* com desconto no preço dos papéis (mesmo se a surpresa for positiva, haverá desconto). Em geral, nessas situações, as perguntas que os investidores costumam se fazer são do tipo “será que eles estão escondendo mais alguma coisa?”, ou “qual será a próxima surpresa?”. Em ambos os casos, gera-se uma percepção ruim.

Apesar de estarem sempre à busca dos melhores resultados para os seus investimentos, os investidores sabem que nenhuma companhia é perfeita. Por outro lado, eles criam uma relação de confiança e crédito com executivos que reconhecem os problemas de sua organização e, em contrapartida, estão sempre em busca de soluções viáveis e plausíveis.

Um fator adicional a esse tema diz respeito ao tipo de interação. Principalmente no que diz respeito a investidores internacionais, a maioria dos contatos se faz por telefone ou e-mail. Apesar de manter um fluxo constante de informações, esses meios tendem a ser impessoais e “frios”. Boa parte da credibilidade que se deseja alcançar só será obtida em interações pessoais, do tipo “olho no olho”.

A distância entre os interlocutores pode criar inseguranças. A ausência de interações pessoais periódicas reduz a percepção de transparência, sendo,

portanto, uma questão importante a considerar no relacionamento entre a companhia e os investidores internacionais. A companhia deve considerar, periodicamente, visitar ou convidar investidores potenciais e estratégicos para visitas. Por isso, *non-deal roadshows* e a participação em *broker conferences* são importantíssimas.

Neste momento cabe reforçar um alerta que temos feito ao padrão de atendimento que muitas companhias dispensam aos seus investidores. Embora suas áreas tenham o nome de Relacionamento com Investidores, na verdade ela apenas “atendem” seus investidores, o que efetivamente não cria o valor que poderia na construção de um relacionamento. O relacionamento, por sua vez, permite aproximação e conhecimento recíproco e o alinhamento de interesses para benefício comum. Para se relacionar com investidores requer preparo, postura, conhecimento e autoridade que possibilitam extrair valiosíssimos *insights* dos investidores e analistas.

### Uma atitude equânime combinada com respeito aos investidores

Ao se relacionar com pessoas responsáveis por investimentos, o profissional de RI perceberá que sua função pode ser bastante demandante, tanto quanto estimulante.

Investidores se relacionam bem com os contatos da companhia que apreciam as perguntas feitas por eles e que atendam às suas necessidades. Os investidores tendem a evitar contatos com profissionais de RI e companhias que demonstrem falta de conhecimento sobre as operações e o Mercado, ou que se neguem, sistemática e injustificadamente, a responder questionamentos importantes.

O grande desafio de um RI é, portanto, balancear o volume e a qualidade das informações prestadas a determinados investidores estratégicos, com o que é divulgado a todos os públicos estratégicos.

Além disso, é necessário que se estabeleçam, com clareza e de maneira formal, quais serão as regras para a divulgação de informações sobre o desempenho futuro da companhia (*guidance*). Uma recente pesquisa do National Investor Relations Institute – NIRI demonstrou que a grande maioria das empresas pesquisadas provê *guidance*, porque, segundo o executivo do NIRI, “(...) as empresas ainda acreditam que investidores

precisam de um direcionamento pela companhia para evitar uma maior volatilidade no preço das ações”.

A pesquisa revelou, contudo, dois fatores bastante relevantes. Primeiro, o número de empresas que provê *guidance* está caindo consistentemente. Segundo, que os ajustes de *guidance* são feitos especialmente em casos de mudanças, financeiras e operacionais, consideradas materiais pela administração.

Ater-se à Política de Divulgação, e prever quais as regras de divulgação de *guidance*, mais do que uma salvaguarda importante dos executivos da companhia, é zelar pela equidade das informações divulgadas.

Embora esse assunto seja polêmico, nossa recomendação particular é contra a prática de *guidance* em situações normais, pois é uma prática de alto risco para a credibilidade dos administradores, pois entendemos que não há *upside* para o relacionamento em termos de transparência e credibilidade. Se o administrador acertar no *guidance* será considerado pelo mercado como “não fazer nada além da obrigação”. Mas para o caso de errar, seja para mais ou para menos, então o mercado entenderá como falta de previsibilidade ou como falta de controle e/ou conhecimento pelo administrador. Sempre recomendamos a declaração de metas, de aspirações de objetivos (ainda que quantitativos), pois estes podem ter suas premissas discutidas e alteradas ao longo do relacionamento com o mercado e eventuais variações sempre terão explicações baseadas nestas mesmas premissas e fundamentos que, obviamente, nunca estarão sob controle dos administradores.

## Total confiança e apoio dos executivos seniores

Esta é uma característica que precisa ser demonstrada o mais rapidamente possível pela empresa. Uma das mais importantes tarefas dos profissionais de RI é resguardar a alta administração da companhia da interação cotidiana com o Mercado. Nesse caso, é muito importante que os executivos de RI estejam bem informados, aptos a atender investidores e apresentar visões operacionais e estratégicas.

Os executivos seniores precisam depositar sua confiança nos profissionais responsáveis pela função de RI, fornecendo as informações suficientes para que os mesmos possam atuar de forma eficiente. Se o RI funcionar a contento, a alta administração pode escolher eventos

estratégicos e de maior visibilidade para atender ao Mercado, sem comprometer a qualidade do relacionamento com os vários públicos, o fluxo de informações e o equilíbrio de atendimento a todos os públicos estratégicos.

## **7.7 Reputação corporativa: uma questão de benefício *versus* risco**

A reputação corporativa é o que as pessoas pensam e sentem sobre uma empresa, com base em informações (ou desinformações) que elas tenham tido sobre seus produtos, serviços, empregados, iniciativas sociais, desempenho financeiro e operacional passado ou perspectivas futuras. Por isso, é importante tratar de reputação quando falamos de empresas abertas e de valores mobiliários, pois, comprovadamente como já vimos, tem um valor que faz da reputação um ativo econômico importante.

Entretanto, da mesma forma que a reputação é um valor (benefício), também é um risco para as organizações. Devemos considerar que há riscos de que eventos negativos atinjam criticamente a reputação de uma empresa – geralmente denominados “risco reputacional” ou de “imagem”. Na verdade não se constituem num tipo específico de risco, mas, sim, numa consequência do mau gerenciamento dos riscos que se tornam públicos, conforme está descrito no Caderno de orientação e gerenciamento de riscos corporativos do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

A gestão de Reputação Corporativa é um conceito ainda novo no meio empresarial, embora esteja em expansão nas assessorias de comunicação e agências de relações públicas mundo afora. Poucas empresas ainda compreendem que seja possível a gestão de sua reputação (tanto do valor como do risco). Mais do que possível, eu diria que é desejável, pois a reputação é algo que as empresas constroem no dia a dia, sem perceber que cada uma de suas atitudes, decisões e interações nas mais variadas áreas a influenciam. Já outras empresas acreditam que podem gerenciar sua reputação apenas com publicidade, ou seja, é uma função de comunicação. Para esses, eu digo que gestão de reputação não é apenas uma função de comunicação ou mesmo dos programas de RI.

A reputação de uma empresa não começa com sua comunicação. Nenhum plano de *marketing*, de relacionamento com a mídia ou sofisticadas estratégias de *branding*<sup>10</sup>, por mais audaciosos que sejam, sustentarão os negócios da empresa e a maneira como ela é percebida por seus públicos estratégicos.

Ao contrário, a reputação de uma empresa é reflexo de um inspirado modelo de negócios, implementado por meio da visão e princípios de seus controladores, da habilidade e capacidade de execução de seus administradores, do talento de suas lideranças e da capacidade de resposta em momentos de adversidade. Outros aspectos críticos e determinantes da reputação corporativa são gestão financeira, competitividade dos produtos, *marketing*, tecnologia, expertise da força de trabalho, responsabilidade social, cultura, práticas de governança corporativa e conduta ética de seus executivos e acionistas.

Ainda que uma empresa se comunique com frequência e de forma proativa, destinando vultosos orçamentos para esta ação, a falta de credibilidade de suas mensagens é um forte sinal de que os problemas vão além da ineficiência da comunicação. Portanto, a credibilidade da empresa está diretamente relacionada com sua reputação. Um entendimento correto dos elementos que compõem essa reputação deveriam ser informações vitais para alimentar o plano estratégico das Companhias, assim como seus processos de decisão, para o dia a dia (curto prazo) e ano após ano (longo prazo).

A reputação de uma companhia é, portanto, um valioso ativo intangível que se reflete diretamente em todos os demais esforços e iniciativas – desde seu custo de capital até seu sucesso no recrutamento de talentos. A reputação e o nível de confiança são os primeiros pontos de referência quando investidores estão avaliando o preço de suas ações ou estudando potenciais fusões. A mesma reputação e nível de confiança também são importantes pontos de referência quando reguladores estão verificando o cumprimento das obrigações ou estudando licenças solicitadas, quando jovens profissionais talentosos estão decidindo nas mãos de quem confiarão o desenvolvimento de suas carreiras, quando os consumidores e clientes estão decidindo pela compra de produtos/serviços e a realização de

negócios, e muitas outras situações importantes e relevantes do dia a dia de uma empresa.

Portanto, a reputação pode ser um grande catalisador na criação de valor em momentos de resultados favoráveis e iniciativas positivas, acelerando os negócios e potencializando resultados. Por isso, a reputação torna-se importante nas relações com investidores.

Entretanto, em situações negativas pode representar um importante valor a ser descontado quando o inesperado acontece, não importando se é um rumor ou uma repercussão negativa na mídia, uma reclassificação no balanço (é bom lembrar a implementação do IFRS<sup>11</sup> a partir de 2011) ou uma transação de fusão ou aquisição com resultados indesejados. Lembremos que a reputação de uma empresa também pode fazer a diferença em uma iniciativa hostil de acionistas minoritários ou, ainda, em desafios públicos envolvendo questões ambientais, sociais ou assuntos relacionados a movimentos sindicais.

Toda essa discussão sobre os benefícios e riscos que envolvem a reputação corporativa é necessária para que comecemos a mudar um paradigma enraizado em nossa cultura: a avaliação *Custo x Benefício* (no mundo jurídico é a relação risco x benefício). Talvez não percebamos, mas o mundo jurídico pratica muito essa maneira de pensar quando se depara diante de decisões empresariais, da mesma forma que muitos administradores. Somos treinados para pensar em custos que precisam ser sempre reduzidos (quando não eliminados) e de riscos que precisam ser mitigados (quando podem ser medidos) antes mesmo de avaliar os benefícios. Esse modelo mental nos leva a ser pessimistas e desmotivam qualquer iniciativa empreendedora. Nos amedronta e paralisa.

Já o mundo empresarial, ou, melhor dizendo, a lógica do empreendedor, é totalmente invertido. Ele avalia primeiro o benefício (o sonho, o desejo, o ideal etc.) e se desafia ponderando os eventuais riscos e custos. Sem perceber, nós mesmos também fazemos essa inversão em nossas vidas pessoais. Quem de nós, antes de cursar uma boa universidade, de fazer um curso no exterior, de se casar ou de ter um filho parou para pensar detalhadamente nos custos e riscos dessas decisões? Se tivéssemos pensado, talvez a decisão tivesse sido diferente. Não?

Por isso, meu desafio aqui é que pratiquemos essa inversão de lógica quando estivermos pensando na transparência de nossas empresas, na interação com o mercado, nas operações financeiras que viermos a estudar e nas opiniões jurídicas que nos forem solicitadas. Fica aqui o convite para que primeiro pensemos nos benefícios (valor a ser criado) e vamos examiná-los, pelo menos, com o mesmo cuidado que dedicamos aos riscos e aos custos. Estou certo de que veremos um mundo diferente e nossas decisões e recomendações passarão a ser mais ponderadas.

Em um ambiente cada vez mais dinâmico, interativo e complexo, as organizações somente irão prosperar se estiverem atentas e forem proativas na gestão de sua reputação e na criação e manutenção de relacionamentos positivos e sustentáveis com todos seus investidores e outros públicos estratégicos. Essa interação em um ambiente de transparência e franqueza é que criará um valor inigualável. Há riscos, por certo, mas os benefícios seguramente superarão os custos e riscos. “A confiança nas relações determinará o valor das empresas no futuro.”

## **7.8 Conclusão**

Como pudemos observar ao longo deste capítulo, é importante que os profissionais do direito conheçam os diversos aspectos que envolvem as práticas de comunicação e relacionamentos das companhias com o mercado. Pudemos avaliar e evolução histórica da função do profissional de relações com investidores, a função do mercado de capitais, as necessidades e interesses dos administradores das companhias abertas, dos investidores e dos reguladores.

Também pudemos verificar que as informações que mais criam valor nesse mercado não estão expressas nas demonstrações financeiras, pois se tratam de ativos intangíveis e são percebidos pelo mercado na medida em que ocorrem as interações no dia a dia, tais como as práticas efetivas de governança, a competência dos administradores, os reconhecimentos públicos e premiações são divulgados, as inovações são divulgadas etc.

Outra variável importante que pudemos discutir é a particularidade de cada empresa interferindo no seu padrão de comunicação e relacionamento,



desde o setor em que atua até mesmo a cultura organizacional e a maturidade de sua administração. São fatores importantes e determinantes de como a empresa planeja e executa sua política de divulgação de informações, bem como a qualidade dos recursos próprios e assessorias que envolvem no seu processo de divulgação.

Detalhamos as expectativas dos investidores em relação ao comportamento de uma companhia aberta e pudemos notar que para atender tais expectativas são necessários recursos humanos e assessorias de elevado padrão.

Por fim, pudemos comentar a importância que a construção de uma reputação sólida tem para uma companhia aberta e como esse processo de construção se dá tanto em atividades diretamente relacionadas ao mercado de capitais como nas outras diversas atividades empresariais e institucionais.

Acreditamos que este capítulo tenha lhe proporcionado um amplo espectro de conhecimentos e ideias que precisam ser conectadas para permitir o correto entendimento dos desafios e oportunidades que a dinâmica no mercado de capitais nos apresenta cotidianamente.

## REFERÊNCIAS

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS GOVERNING COUNCIL. **Reunião de abertura**. Miami: 22 out. 2001. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/spch516.htm>>. Acesso em: 15 abr. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Caderno de orientação e gerenciamento de riscos corporativos do IBGC**. Disponível em: <<http://translate.google.com.br/translate?hl=ptBR&langpair=en%7Cpt&u=http://www.ibgc.org.br/English.aspx>>. Acesso em: 15 abr. 2010.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS – IFRS. **Conjunto de normas e pronunciamentos de contabilidade internacionais publicados e revisados pelo IASB** – International

Accounting Standards Board. Disponível em: <<http://www.ifrs.com>>. Acesso em: 21 abr. 2010.

MARTINS, José Roberto. **Branding**: um manual para você criar, gerenciar e avaliar marcas. 3. ed. Disponível em: <<http://www.ebah.com.br/branding-pdf-a23440.html>>. Acesso em: 15 abr. 2010.

NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE – NIRI. Disponível em: <<http://www.niri.org>>. Acesso em: 15 abr. 2010.

1 Comentário que teve uma livre tradução do autor deste capítulo e faz parte do discurso de *Ex-Chairman da SEC – Securities & Exchange Commission*, no auge das discussões que resultaram na Lei Sarbanes-Oxley. Este comentário ocorreu na abertura da reunião do American Institute of Certified Public Accountants Governing Council, em Miami, no dia 22 de outubro de 2001. A referência no final deste capítulo indica o endereço eletrônico em que a íntegra do discurso pode ser lida.

2 Quando nos referimos ao “Mercado” neste texto, estamos nos referindo a analistas de investimento e de crédito, gestores de fundos/carteiras de investimento, gestores de ativos (*asset managers*), corretores de valores, analistas de agências de *rating* (notas de risco), investidores institucionais e individual.

3 Movimento de alta inadimplência iniciado em fevereiro de 2007 no mercado imobiliário norte-americano, lastreado em títulos de crédito hipotecário, e que levou à falência diversas instituições financeiras tradicionais e de grande porte. Esse movimento forçou diversos bancos centrais a socorrerem instituições para estabilizar e preservar a confiança do sistema. Estimativas indicam que foram injetados US\$ 3 trilhões no sistema (*Internacional Monetary Fund – Global Financial Stability Report – outubro de 2009*).

4 CEO: *Chief Executive Officer*, equivalente ao Diretor Presidente na estrutura organizacional brasileira.

5 CFO: *Chief Financial Officer*, equivalente ao Diretor Financeiro na estrutura organizacional brasileira.

6 Notas de risco de crédito.

7 O original é *All roads of communication lead to corporate value – either creation of value if done well, or destruction of value if done poorly*.

8 No âmbito institucional e corporativo, *compliance* é o conjunto de disciplinas para fazer cumprir as normas legais e regulamentares, as políticas e as diretrizes estabelecidas para o negócio e para as atividades da instituição ou empresa, bem como evitar, detectar e tratar qualquer desvio ou inconformidade que possa ocorrer. O termo *compliance* tem origem no

verbo em inglês *to comply*, que significa agir de acordo com uma regra, um comando ou um pedido.

9 *Disclosure* é um jargão do mercado de capitais para transparência. A expressão tem origem na exigência empresarial da lei americana para que empresas com ações em bolsas de valores (capital aberto) divulguem informações ao mercado, buscando maior ética e transparência nos negócios.

10 *Branding*: é o conjunto de ações ligadas à administração de marcas. Tomadas com conhecimento e competência, essas ações levam as marcas além da sua natureza econômica, passando a fazer parte da cultura, influenciando e simplificando as nossas vidas, num mundo de relações cada vez mais confusas, complexas e desconfiadas.

11 IFRS (*Internacional Financial Reporting Standards*) – conjunto de normas e pronunciamentos de contabilidade internacionais publicados e revisados pelo IASB (*International Accounting standards Board*). Diversos países já adotaram a metodologia e atualmente numerosos países têm projetos oficiais de convergência das normas contábeis locais para as normas IFRS, inclusive o Brasil.