

A ESTRUTURA EMPRESARIAL BRASILEIRA E A ATUAÇÃO DO BNDE NO MERCADO DE CAPITAIS

Ney O. Brito

PhD em Finanças pela Graduate School of Business da Universidade de Stanford. Professor Adjunto do Programa de Administração da COPPE-Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Hélio Touriel

Coordenador de Economia e Finanças e Mestre do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, respectivamente.

Os autores agradecem os comentários de Virgílio Gibbon e Marcos Villela. Os eventuais erros remanescentes são de nossa responsabilidade.

INTRODUÇÃO

Como observado por Brito e Portela (1976), em economias fundamentadas no princípio da livre iniciativa deve-se esperar o desenvolvimento natural de um mercado de capital de risco. Dois princípios básicos levariam a este desenvolvimento:

(a) — o princípio da especialização e separação entre administração e propriedade — existem agentes econômicos mais eficientes em administrar propriedade e capital identificando oportunidades de investimento promissoras, enquanto outros agentes são mais eficientes em administrar operações de empresas criadas para explorar as oportunidades identificadas; os agentes

identificadores de oportunidades de investimento são os capitalistas do sistema e os agentes que operam as empresas são os administradores do sistema - e

(b) — o princípio da diversificação de risco — à medida em que eventuais únicos proprietários de firmas vendem frações de suas firmas e adquirem frações de outras firmas, eles vão atingindo carteiras de ações diversificadas e com menor nível de risco.

O mercado de capitais seria o veículo que promoveria esta separação entre administração e propriedade e diversificação de risco. Mais ainda, à medida em que a administração das empresas torna-se mais profissional

e à medida em que o nível agregado de risco diminui, deve-se esperar que a economia obtenha ganhos de eficiência e esteja mais propensa a aceitar projetos de maior risco, do tipo desenvolvimento de tecnologia. A relevância destes aspectos para o desenvolvimento econômico e social deve ser evidente.

Em relação a mercados financeiros, mercados acionários oferecem risco e uma rentabilidade esperada superior à taxa de renda fixa. Mercados acionários são, pois, mercados onde se negocia risco contra rentabilidade esperada. Como observado por Arrow (1971), em quaisquer mercados de risco os problemas de "perigo moral" são significativos e Brito e Portela (1976) discutem em detalhes estes problemas em contexto de mercados acionários. Ao colocarem ações de suas empresas junto ao público sem perder o controle, seus proprietários podem utilizar seu poder de controle para obter ganhos pessoais, ainda que causando prejuízos à empresa. O objetivo geral deste trabalho é examinar o potencial de problemas de "perigo moral" no mercado brasileiro.

Para examinar tais problemas, este trabalho estudará: (i) a distribuição do capital de empresas nacionais e sua capitalização no passado recente, (ii) a alavancagem do capital de grupos controladores e (iii) a separação entre administração e propriedade na estrutura empresarial brasi-

leira. Os objetivos do primeiro item são evidentes; no segundo item, o trabalho examina quantas unidades de capital são controladas por unidade de capital de grupo com maioria votante e, no terceiro item, o trabalho discute a proporção de diretores profissionais nas empresas da amostra. À medida em que existe grande alavancagem de capital controlador e pouca separação entre administração e propriedade, o potencial de problemas de "perigo moral" no ambiente econômico tende a ser significativo. Infelizmente, este é o caso brasileiro, o que contribui para as dificuldades de desenvolvimento de nosso mercado acionário.

As conclusões deste estudo basearam-se em amostra de 168 empresas de porte médio para grande que formaram capital de risco via oferta pública ou via subscrições do sistema do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) no período 1973-1976. Esta é uma amostra de empresas que, na época, estavam bem próximas de abrir seu capital para negociações no mercado e muitas delas já são hoje negociadas no mercado. Por motivos evidentes, este tipo de amostra é o mais relevante para estudos de desenvolvimento do mercado acionário e da estrutura empresarial nacional.

As características da amostra também permitem uma discussão explí-

cita da atuação do BNDE no mercado acionário nacional. Observando as diferenças entre os resultados das empresas subscritas pelo BNDE e os das empresas com ofertas públicas, o trabalho prossegue com a avaliação de eficiência do BNDE em selecionar empresas para subscrever. Os resultados não são animadores e mostram que as empresas subscritas pelo BNDE são mais endividadas e vêm sofrendo perdas de patrimônio líquido.

A Amostra de Empresas

Este estudo examinou uma amostra de 168 empresas brasileiras de capital aberto ou em vias de abrir seu capital no período de 1973 a 1976. Existiram dois grupos básicos de empresas na amostra: um grupo de empresas que formaram capital de riscos através de subsidiárias do BNDE e um grupo de empresas que formaram capital de risco via ofertas públicas registradas no Banco Central. O grupo associado a operações do BNDE teve 83 empresas e o grupo associado a ofertas públicas 85 empresas.

As empresas do grupo BNDE foram aquelas que tiveram ações subscritas pela IBRASA (Investimentos Brasileiros S/A), pela EMBRAMEC (Mecânica Brasileira S/A) e pela FIBASE (Insumos Básicos S/A). As empresas do grupo BNDE aparecem no Anexo I deste trabalho. Cada operação do sistema BNDE é supor-

tada por relatório de análise desenvolvido por sua equipe operacional e catalogado no Departamento de Orçamento. Os dados das empresas do grupo BNDE foram coletados dos relatórios de análise no Departamento de Orçamento, nas bibliotecas da IBRASA e da EMBRAMEC e no Departamento de Documentação da FIBASE. A quase totalidade das operações das três subsidiárias foi coletada. Entretanto, algumas empresas e operações não puderam ser coletadas por falta de relatórios ou de informações razoavelmente completas. Estes casos foram poucos e não afetam a significância da amostra.

As empresas que formam capital de risco via oferta pública são obrigadas a apresentar informações padronizadas de acordo com a Resolução 214 do Banco Central, quando do registro do lançamento. Os relatórios da Resolução 214 eram arquivados pela Gerência de Mercado de Capitais (GEMEC) do Banco Central e estes arquivos foram transferidos para a Divisão de Registro de Emissão da Comissão de Valores Mobiliários. Todos os lançamentos do período 1973-1976 cujos registros estavam disponíveis até Setembro de 1978 na Comissão de Valores Mobiliários foram coletados para este trabalho. Adicionalmente, foram coletados os dados de alguns lançamentos diretamente do Banco Central. Três subgrupos de empresas formaram capital de risco via

oferta pública: as ofertas públicas sem incentivos fiscais com código de registro BC 300, as ofertas públicas com incentivos na área da SUDAM (Superintendência de Desenvolvimento da Amazônia), com código de registro BC 322, e as ofertas públicas com incentivos na área da SUDENE (Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste), com código BC 323. As empresas e operações coletadas em cada subgrupo são apresentadas no Anexo II deste trabalho.

Para cada empresa foram coletados dados de balanço, dados de distribuição de capital e dados de composição de diretoria para o desenvolvimento deste trabalho. É conveniente destacar-se a diferença entre as amostras do BNDE e do Banco Central (BACEN). A amostra do BNDE inclui a quase totalidade das operações do banco, enquanto a amostra do BACEN consiste em 85 registros de lançamento, extraídos de um total de 193 registros de lançamentos efetuados no período 1974-1976. A representatividade da amostra do BNDE é óbvia¹, mas cabe discutir a representatividade da amostra do BACEN. A Tabela I apresenta, para cada setor e para o agregado do BACEN, o volume total subscrito no período 1974-

1976, bem como a participação percentual de cada setor; apresenta também esta distribuição para a nossa amostra. A amostra representa um pouco menos da metade do volume total subscrito (1,13 de 2,6 bilhões) e a sua distribuição percentual foi muito próxima da distribuição do universo total. No conjunto total, as subscrições BC 300 representaram 58,4% do volume subscrito e representam 51,3% das subscrições da amostra. Para as subscrições BC 322 os resultados foram de 6,1% e 8,8%, respectivamente, e para as subscrições BC 323 os resultados foram de 35,5% e 39,9%, respectivamente. Esta proximidade entre a distribuição da amostra e a distribuição total suporta a representatividade de nossa amostra de lançamentos registrados no BACEN.

É importante observar que, no caso geral, os dados utilizados neste trabalho foram extraídos apenas dos relatórios de análise e suporte para decisões de subscrições, os relatórios de análise do BNDE e os relatórios da Resolução 214. Quando médias e outras variáveis são apresentadas por grupo (BNDE e BACEN) e por ano, elas correspondem à amostra de empresas do grupo que incluiu aquele específico ano em relatório de análise submetido para fins de subscrição.

¹ Ela abrange a quase totalidade das operações do BNDE.

TABELA I

**A DISTRIBUIÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS COM REGISTRO
NO BANCO CENTRAL (TOTAL E AMOSTRA) NO PERÍODO 1974-1976**

VARIÁVEL SETOR	MONTANTE SUBSCRITO		PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL	
	TOTAL	AMOSTRA	TOTAL	AMOSTRA
BACEN Consolidado	2567859,	1131694,	100,0	100,0
BC 300 (s/incentivos)	1499675,	580277,	58,4	51,3
BC 322 (SUDAM)	155760,	99799,	6,1	8,8
BC 323 (SUDENE)	912421,	451618,	35,5	39,9

OBS.: Valores em Cr\$ 1.000,00

Algumas Características Gerais das Operações no BNDE e das Ofertas Registradas no BACEN

Antes de prosseguir, para analisar aspectos da estrutura empresarial brasileira, convém discutir algumas das características gerais das operações do BNDE e das ofertas registradas no BACEN. Vamos aqui discutir os montantes subscritos em ações ordinárias e preferenciais, os preços de subscrição e a proporção do montante subscrito em preferenciais para as duas amostras de empresas.

As características gerais das opera-

ções do BNDE são apresentadas na Tabela II. Esta apresenta o montante de ações preferenciais subscritas em sua coluna (1) e a média e o desvio-padrão² do preço de subscrição de preferenciais nas colunas (2) e (3). As mesmas variáveis para subscrições em ordinárias são apresentadas nas colunas de (4) a (6) e a relação entre o montante subscrito em preferenciais e o montante subscrito em ordinárias é apresentada na coluna (7), a última da tabela. Os resultados são apresentados por subsidiária e por ano, por subsidiária consolidando-se todas as suas operações, por ano para o sistema BNDE agregando-se todas as suas

²O desvio-padrão é uma medida de dispersão da variável. Ele indica que dois terços das observações estiveram compreendidas entre o valor médio menos o desvio padrão e o valor médio mais o desvio padrão.

subsidiárias e para o agregado do BNDE consolidando-se todas as suas operações em todos os anos.

Os resultados indicam que o BNDE vem subscrevendo preponderantemente ações preferenciais. Os resultados para o consolidado das operações do banco aparecem na última linha e indicam que o BNDE vem subscrevendo Cr\$ 3,20 de ações preferenciais por cruzeiro de ações ordinárias subscritas. Analisando-se o consolidado de cada subsidiária, vemos que esta relação chega a Cr\$ 10,96 de preferenciais por cruzeiro de ordinárias para a EMBRAMEC, sendo de Cr\$ 4,49 por cruzeiro para a IBRASA e de Cr\$ 1,56 por cruzeiro para a FIBASE. No período em estudo o BNDE subscreveu cerca de dois bilhões e cem milhões de cruzeiros em ações preferenciais e ordinárias, a FIBASE subscreveu 846 milhões, a IBRASA subscreveu 667 milhões e a EMBRAMEC subscreveu 580 milhões³

Os resultados para as ofertas públicas de nossa amostra são apresentados na Tabela III. A estrutura desta tabela é idêntica à da anterior e os resultados são apresentados por classificação do registro no BACEN-BC 322 (incentivos SUDAM),

BC 300 (sem incentivos) e BC 323 (incentivos SUDENE). Os resultados indicam que as preferenciais também predominam em ofertas públicas do período 74-76. Como apresentado na última linha da tabela na amostra agregada, observou-se uma subscrição de Cr\$ 1,98 em preferenciais por cruzeiro subscrito em ordinárias. Esta relação foi razoavelmente estável para os diversos setores da amostra, sendo de 2,41 1,80 e 1,50 cruzeiros em preferenciais por cruzeiro em ordinárias para o BC 323, o BC 300 e o BC 322, respectivamente⁴. Em suma, não só a proporção de preferenciais tem sido menor em ofertas públicas, mas tem sido mais estável do que a proporção em subscrições das subsidiárias do BNDE que variaram de 1,56 (FIBASE) a 10,96 (EMBRAMEC).

Cabe agora discutirmos as características de preços das subscrições das duas amostras. As características de preços de subscrições do BNDE em preferenciais e em ordinárias são apresentadas na Tabela II, nas colunas (2) e (3) e (5) e (6), respectivamente. Os resultados indicam que os preços médios de subscrição de ações preferenciais e ordinárias são de Cr\$ 1,18 e Cr\$

³ Como os dados de algumas operações do BNDE não puderam ser coletados, os números precisos são ligeiramente superiores aos apresentados. Como apenas algumas poucas operações não foram incluídas, as diferenças não são significativas.

⁴ Convém lembrar que a distribuição e montante subscrito nas ofertas públicas de nossa amostra são apresentados na Tabela I.

TABELA II
 CARACTERÍSTICAS GERAIS DAS OPERAÇÕES DO BNDE

Variável Amostra	Ano	Subscrições em Preferenciais (1)	Preço Subs. Pref.		Subscrições em Ordinárias (4)	Preço Subs. Ordinárias		Relação Pref/Ord (7)
			Média (2)	Desvio (3)		Média (5)	Desvio (6)	
Ibrasa	74	122.780,	1,081	0,044	21.894,	1,072	1,102	5,61
	75	121.953,	1,042	0,031	55.219,	1,068	0,054	2,21
	76	300.425,	1,143	0,074	44.260,	1,042	0,041	6,79
Ibrasa Cons.	74/76	545.158,	1,104	0,041	121.373,	1,058	0,026	4,49
Fibase	75	308.767,	1,042	0,049	253.778,	1,514	1,529	1,22
	76	206.123,	0,922	0,081	77.139,	0,357	0,179	2,67
Fibase Cons.	75/76	514.890,	0,982	0,047	330.917,	0,935	0,729	1,56
Embramec	75	187.526,	1,874	0,813	43.848,	1,000	0,000	4,28
	76	343.979,	0,994	0,006	4.662,	1,000	0,000	73,78
Embramec Cons.	75/76	531.505,	1,522	0,481	48.510	1,000	0,000	10,96
BNDE	74	122.780,	1,081	0,044	21.894,	1,072	0,102	5,61
	75	618.246,	1,364	0,308	352.845,	1,219	0,543	1,75
	76	850.527,	1,039	0,044	126.061,	0,714	0,120	6,76
BNDE Cons.	74/76	1.591.553,	1,184	0,135	500.800,	0,994	0,279	3,18

Observações: (a) — Valores de Subscrições em Cr\$ mil,

(b) — As colunas (2) e (5) apresentam preços médios, as colunas (3) e (6) apresentam desvios padrão.

TABELA III

AS CARACTERÍSTICAS DA AMOSTRA DE OFERTAS PÚBLICAS COM REGISTRO NO BANCO CENTRAL

Variável	Ano	Subscrições em Preferenciais (1)		Preço Subs. Pref.		Subscrições em Ordinárias (4)		Preço Subs. Ordinárias		Relação Pref/Ord (7)
		Média (2)	Desvio (3)	Média (5)	Desvio (6)					
Amostra										
BC 322 (Sudam)	74	14.750,	0,000	1,000	0,000	12.250,	0,000	1,000	0,000	1,20
	75	9.413,	0,000	1,000	0,000	586,	xxxxx	1,000	xxxxx	16,06
	76	35.670,	0,000	1,000	0,000	27.130,	0,000	1,000	0,000	1,31
BC 322 Cons.	74/76	59.833,	0,000	1,000	0,000	39.966,	0,000	1,000	0,000	1,50
	73	12.000,	xxxxx	1,000	xxxxx	7.000,	xxxxx	1,000	xxxxx	1,71
BC 300 (sem Incent.)	74	3.750,	xxxxx	1,000	xxxxx	463,	0,000	1,000	0,000	8,10
	75	47.816,	0,000	1,000	0,000	38.859,	0,000	1,000	0,000	1,23
	76	321.554,	0,123	1,257	0,123	167.835,	0,199	0,911	0,199	1,92
BC 300 Cons.	73/76	385.120,	0,087	1,176	0,087	214.157,	0,107	0,950	0,107	1,80
	74	14.500,	0,000	1,000	0,000	17.220,	0,091	1,083	0,091	0,84
BC 323 (Sudene)	75	21.256,	0,000	1,000	0,000	13.110,	0,000	1,000	0,000	1,62
	76	283.438,	0,000	1,000	0,000	102.094,	0,025	1,024	0,025	2,78
BC 323 Cons.	74/76	319.194,	0,000	1,000	0,000	132.424,	0,026	1,034	0,026	2,41
	73	12.000,	xxxxx	1,000	xxxxx	7.000,	xxxxx	1,000	xxxxx	1,71
	74	33.000,	0,000	1,000	0,000	29.933,	0,052	1,050	0,052	1,10
BC Geral	75	78.485,	0,000	1,000	0,000	52.555,	0,000	1,000	0,000	1,49
	76	640.662,	0,047	1,093	0,047	297.059,	0,070	0,975	0,070	2,16
BC Cons.	73/76	764.147,	0,028	1,055	0,028	386.547,	0,037	0,998	0,037	1,98

Observações: Idem Tabela II.

0,99 respectivamente. Os desvios-padrão em torno destas médias são de Cr\$ 0,14 e 0,28, respectivamente, ou seja: 2/3 das subscrições em preferenciais foram feitas a preços entre Cr\$ 1,04 e 1,32 e 2/3 das subscrições em ordinárias foram feitas a preços entre Cr\$ 0,71 e Cr\$ 1,28.

As características de preços de ações preferenciais e ordinárias inscritas em ofertas públicas registradas no Banco são apresentadas na coluna (2) e (3) e (5) e (6) da Tabela III, respectivamente. Os preços médios de subscrições em preferenciais e ordinárias foram de Cr\$ 1,06 e 1,00, respectivamente. Os desvios-padrão são de Cr\$ 0,03 e 0,04, respectivamente, ou seja: 2/3 das preferenciais foram inscritas no intervalo Cr\$ 1,03 – 1,09 e 2/3 das ordinárias no intervalo Cr\$ 0,96 – 1,04.

Os preços de subscrições do BNDE e da amostra de registros no BACEN oscilam em volta de Cr\$ 1,00. Os preços do BNDE são mais variáveis do que os de ofertas BACEN; estes últimos se concentram em um intervalo bastante estreito em torno de Cr\$ 1,00. Os resultados supor-

tam a mística de que “ação inscrita no Brasil vale Cr\$ 1,00” O valor econômico de um lote de ações é o valor da fração da firma que ele representa. Para que o mito da “ação inscrita vale Cr\$ 1,00” tivesse fundamento econômico, seria necessário que as quantidades de ações das empresas sempre se ajustassem de modo a representar o valor das empresas. Se o valor de uma empresa é de Cr\$ 5 milhões, esta deveria sempre se ajustar de modo a ter 5 milhões de ações em circulação. É difícil admitirmos que este ajuste quantidade venha sempre sendo seguido pelas empresas, o que nos leva à conclusão de que o processo de determinação de preços de subscrição no Brasil não parece ser muito eficiente. Um sistema que talvez devesse ser experimentado é o sistema francês de leilões com ofertas lacradas⁵

A Estrutura e Distribuição do Capital de Empresas

Basicamente, uma empresa pode se capitalizar de duas formas: via empréstimos e via formação de patrimônio líquido. A capitalização através de empréstimos e endividamento apresenta vantagens fiscais⁶, au-

⁵Para uma discussão detalhada do sistema francês de subscrições em leilões com ofertas lacradas, o leitor deve consultar Macdonald e Jaquillat (1974). Basicamente, o sistema é um leilão como o leilão de LTNs no Brasil, em que a Bolsa de Valores atua distribuindo e avaliando o mercado de ação.

⁶Estas vantagens são associadas ao tratamento fiscal de juros abatidos como despesa para fins do imposto de renda. Uma discussão de efeito fiscal aparece em Modigliani e Miller (1963).

menta o nível de risco do capital acionário⁷ e alavanca o capital controlador da empresa⁸. A capitalização através da formação de patrimônio líquido pode ser feita através da melhoria dos resultados operacionais ou através de subscrições de capital social e diminui o nível de risco do capital acionário da empresa. Nesta seção do trabalho, examinaremos as características da capitalização das empresas de nossa amostra no período 1972-1976.

Nesse período, o primeiro aspecto a ser discutido seria a distribuição da capitalização em empréstimos e patrimônio líquido. Examinando-se os balanços das empresas da amostra, pode-se obter o seu nível de empréstimos e de patrimônio líquido em cada ano. O nível de empréstimos em um ano menos o nível de empréstimos no ano anterior nos dá o volume de empréstimos captados no ano, uma variável que denotaremos por ΔE . Da mesma forma, o nível de patrimônio líquido em um ano menos o nível de patrimônio líquido no ano anterior nos dá a formação de patrimônio líquido no ano, uma variável que denotare-

mos por ΔPL . A capitalização total da empresa no ano será $\Delta E + \Delta PL$ e a proporção da captação de empréstimos na capitalização total da empresa será dada pela razão $\Delta E / (\Delta E + \Delta PL)$. Esta foi a razão utilizada neste trabalho para examinar a evolução da estrutura de capital das empresas de nossa amostra.

É interessante discutir algumas propriedades da razão de endividamento $\Delta E / (\Delta E + \Delta PL)$. Observe-se que essa é uma razão de fluxo, isto é, evidencia a proporção de endividamento na capitalização do ano e não a proporção de empréstimos na capitalização total da empresa. Sendo uma razão de fluxo, é mais adequada para o exame da evolução ano a ano da capitalização das empresas⁹. Observe-se também que, se a formação de patrimônio líquido em um ano for igual à captação de empréstimos, então a razão $\Delta E / (\Delta E + \Delta PL)$ assume o valor 0,5 e, se a formação de patrimônio líquido for negativa, assume um valor superior a 1,0. Em suma, a razão, estando entre 0 e 0,5, indicará uma predominância da capitalização na formação de patrimônio

⁷Como os juros devem ser pagos antes de determinar o saldo à disposição dos acionistas, o risco da remuneração do capital acionário aumenta quando a carga de juros aumenta. Ver Brito e Kantz (1978) e Modigliani e Miller (1958) para uma discussão do assunto.

⁸Isto é, usualmente o capital de empréstimo é desembolsado por terceiros e administrado pelos controladores da empresa. Tomando empréstimos, os sócios controladores administram maior volume de capital do que o volume que colocam na empresa.

⁹Os estudos anteriores de proporção de endividamento de empresas sempre analisaram a proporção de empréstimos na capitalização total das empresas.

líquido; estando entre 0,5 e 1,0, indicará uma predominância de capitalização via empréstimos com acréscimos no patrimônio líquido e, sendo maior que 1,0, indicará a predominância de capitalização via empréstimos com decréscimos e perdas de patrimônio líquido.

A evolução da razão de endividamento das empresas com operações no BNDE é apresentada na Tabela IV para cada ano e para cada subsidiária, bem como para o sistema BNDE consolidado. As operações do IBRASA tiveram médias anuais que oscilam entre 0,59 (em 1973) e 1,16 (em 1976), apresentando sensíveis acréscimos em 1974 e em 1976, quando atingiu os valores de 0,85 e 1,16, respectivamente. Em palavras, as empresas do IBRASA têm sido capitalizadas predominantemente via empréstimos e, em 1976, existiu perda de patrimônio líquido em suas empresas¹⁰ As médias da EMBRAMEC elevaram-se de 0,55 em 1972 a 0,77 em 1974, reduzindo-se a 0,21 em 1976. Na EMBRAMEC existiu um rápido crescimento na proporção de endividamento em 1974 e 1975 e uma rápida queda nesta razão em 1976. Com exceção de 1976, os resultados indicam que as empresas obje-

to de operações da EMBRAMEC vêm se capitalizando predominantemente via empréstimos. Os resultados para o consolidado do sistema BNDE seguem as mesmas linhas dos resultados do IBRASA, a razão média é sempre superior a 0,5 e sofre grandes acréscimos em 1974 e em 1976 onde atinge os valores de 0,82 e 1,19, respectivamente. Em palavras, as empresas objeto de subscrições do sistema BNDE vêm se capitalizando predominantemente via empréstimos e, em 1976, sofreram perdas de patrimônio líquido, em média¹¹

A evolução da proporção de endividamento das empresas com subscrições via ofertas públicas registradas no Banco Central (BACEN) é apresentada na Tabela V por ano, por grupo de operações e para o consolidado do BACEN. A proporção oscilou entre 0,43 e 0,56 para ofertas na área da SUDAM, entre 0,37 e 0,65 para ofertas sem incentivos e entre 0,28 e 0,67 para ofertas na área da SUDENE. Para o consolidado das ofertas públicas, a proporção de endividamento mostrou-se muito estável, oscilando entre 0,49 e 0,62. Em palavras, os resultados sugerem que as empresas com registro de ofertas públicas vêm se capitalizando um pouco mais através de

¹⁰ Observe-se que a razão, sendo maior do que 1, indica perdas em patrimônio líquido.

¹¹ Convém destacar a baixa variabilidade dos resultados do BNDE. Os desvios-padrão são uniformemente baixos em quase todos os anos e subsidiárias. Apenas em 1976 eles se tornaram maiores.

empréstimos do que formando patrimônio líquido¹²

É interessante comparar alguns dos resultados do BACEN e do BNDE. À exceção de 1972, as razões médias de endividamento das empresas subscritas pelo BNDE foram sempre superiores às razões médias de endividamento das empresas com ofertas públicas registradas no BACEN. Não só as empresas do BNDE são mais endividadas como, no último ano da amostra (1976), a proporção média de endividamento atingiu o dobro da proporção média do BACEN, ou seja: elas são muito mais endividadas. No ano de 1976 as empresas subscritas pelo BNDE sofreram inclusive perdas de patrimônio líquido, como observado anteriormente. Finalmente, observe-se que as taxas médias de endividamento oscilam menos no BACEN do que no BNDE: os intervalos de variação foram de 0,49/0,62 e de 0,60/1,19, respectivamente.

Cabe agora prosseguir com o exame da distribuição do capital de risco das empresas nas duas amostras.

Tanto os relatórios das operações de subscrição do BNDE quanto os relatórios de registro de ofertas no BACEN contém informações com relação ao montante e à distribuição do capital votante (ordinário) e do capital não — votante (preferencial) das empresas. A distribuição do capital é detalhada a nível de participações individuais; somando-se as participações dos indivíduos de uma mesma família¹³ pode-se obter a participação do grupo majoritário no capital ordinário e no capital preferencial.

A proporção do grupo majoritário nos dois tipos de capital nas empresas subscritas pelo sistema BNDE é apresentada na Tabela 6. Mais precisamente, esta apresenta a participação média e o desvio-padrão das observações para cada subsidiária e para o agregado do BNDE, por ano e consolidado para todo o período. Os resultados indicam que, nas empresas subscritas pelo IBRASA, o grupo majoritário detém 68,9% do capital ordinário e 28,8% do capital preferencial. Como os desvios-padrão foram de

¹² Os resultados para os diversos setores de registros no BACEN mostram-se um pouco mais variáveis que os resultados por subsidiárias do BNDE. Entretanto, os resultados do BACEN consolidado mostram baixa variabilidade e, como no caso do BNDE, a variabilidade em 1976 parece ser maior.

¹³ Nesta soma foram incluídas as participações de instituições obviamente controladas pela família. Por exemplo, a participação da Fundação Aloísio de Farias no capital de empresas do Grupo Real foi somada à participação dos membros da família Farias. Somente casos tão óbvios como este foram incluídos nas participações familiares. Por este motivo, as estimativas de participação registradas neste trabalho são sempre limites inferiores da participação efetiva dos grupos controladores.

TABELA IV

A Evolução do Endividamento das Empresas com Operações no BNDE

Anos		1972	1973	1974	1975	1976
Ibrasa	Média	0,6039	0,5888	0,8577	0,6201	1,1608
	Desvio	0,0722	0,0476	0,1656	0,0450	—
Fibase	Média	—	—	—	0,3972	1,4682
	Desvio	—	—	—	0,0559	0,5680
Embramec	Média	0,5506	0,6774	0,7732	0,7311	0,2085
	Desvio	—	0,0855	0,0545	0,0752	0,1934
BNDE Consolidado	Média	0,5991	0,6154	0,8270	0,6377	1,1855
	Desvio	0,0652	0,0411	0,1054	0,0412	0,4175

- Observações: (i) — O endividamento foi medido pela razão $\Delta E / \Delta E + \Delta PL$ onde:
 ΔE = captação de empréstimos no ano = Empréstimos no ano (I+1) — Empréstimos no ano (I)
 ΔPL = formação de patrimônio líquido (PL) no ano = PL no ano (I+1) — PL no ano (I).
- (ii) — Para cada grupo de operações a tabela apresenta a média e o desvio padrão das observações da razão $\Delta E / \Delta E + \Delta PL$ no grupo.

TABELA V

A Evolução do Endividamento das Empresas com Ofertas Públicas Registradas no Banco Central

Anos		1972	1973	1974	1975	1976
BC 322 (Sudam)	Média	0,4279	0,5438	0,4664	0,5602	—
	Desvio	0,2257	0,1205	0,1564	0,2474	—
BC 300 (Ofertas Publ. s/Incen.)	Média	—	0,3739	0,5373	0,6513	0,5896
	Desvio	—	0,1195	0,1170	0,0825	0,2168
BC 323 (Sudene)	Média	0,6680	0,5346	0,5515	0,2847	0,5379
	Desvio	0,1325	0,0922	0,0825	0,0610	0,2200
Banco Central Cons.	Média	0,6166	0,4928	0,5378	0,5245	0,5724
	Desvio	0,1113	0,0625	0,0606	0,0647	0,1465

Observações: Idem Tabela IV

3,1% e 6,5%, respectivamente, pode-se afirmar que 2/3 das empresas tiveram participações do grupo majoritário entre 65,8% e 72% no capital ordinário e entre 23,3 e 35,3% no capital preferencial¹⁴ Para a EMBRAMEC, as participações médias no capital ordinário e preferencial foram de 73,6% e 53,4%, com desvios-padrão de 5,5% e 35%, respectivamente. Para a FIBASE, as participações médias no capital ordinário e preferencial foram de 62,5% e 27%, com desvios-padrão de 8,6% e 17,8% respectivamente. Os resultados para o sistema BNDE consolidado indicam que 2/3 de suas empresas são controladas com participações entre 65,7 e 71,3% do capital votante, sendo a participação majoritária média de 68,5%. As participações de majoritários em preferenciais situaram-se entre 25,7% e 38,1% para 2/3 das empresas, sendo a participação média de 31,9%.

A participação dos grupos majoritários em ações ordinárias e preferenciais de empresas objeto de oferta pública registrada no Banco Central é apresentada na Tabela 7. A tabela apresenta médias e desvios-padrão

por tipo de registro e para o agregado do BACEN, por ano e consolidado para o período estudado¹⁵ A participação média dos grupos majoritários no capital votante das empresas foi de 71,4%, 57,3% e 60,4% para ofertas públicas BC 322 (SUDAM), BC 300 (sem incentivos) e BC 323 (SUDENE), respectivamente. Para o consolidado do BACEN, em 2/3 das empresas a participação dos grupos majoritários no capital ordinário esteve entre 56,8 e 65,3% sendo a participação média de 60%. A participação dos grupos majoritários no capital preferencial esteve entre 20,6 e 48,2% em 2/3 das observações, sendo a participação média de 34,4%.

A proporção de ações preferenciais no capital social das empresas subscritas pelo BNDE e nas empresas objeto de ofertas públicas é também apresentada nas Tabelas 6 e 7 respectivamente. As empresas do BNDE tiveram, em média, 34,7% de seu capital em ações preferenciais. As empresas da EMBRAMEC, da IBRASA e da FIBASE tiveram, em média, 18,4%, 40,2% e 36,5% de seu capital em ações preferenciais, respectivamente. As empresas obje-

¹⁴ *Relembre-se que 2/3 das observações ocorrem entre o valor médio menos o desvio-padrão e o valor médio mais o desvio-padrão. Assim, 2/3 das observações de participação dos grupos majoritários no capital ordinário de empresas subscritas pelo IBRASA situaram-se no intervalo entre $68,9 - 3,1 = 65,8\%$ e $68,9 + 3,1 = 72\%$.*

¹⁵ *Para alguns anos, foi difícil obter estimativas da participação de grupos majoritários no capital preferencial de empresas com ofertas registradas no BACEN. Isto explica os brancos existentes na Tabela 7.*

TABELA VI

DISTRIBUIÇÃO DO CAPITAL DE RISCO NAS EMPRESAS SUBSCRITAS PELO BNDE

Razão	Ano	% Majoritária no Capital Votante		% Majoritária no Capital Preferen.		Proporção de Ações Preferenc. Cap. Social	
		Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio
Amostra							
Ibrasa	74	68,760	11,490	20,865	0,190	0,272	0,110
	75	67,233	4,745	24,988	16,129	0,475	0,028
	76	69,802	4,449	32,643	8,748	0,408	0,056
Ibrasa Cons.	74/76	68,882	3,127	28,776	6,461	0,402	0,036
	75	75,247	14,056	29,500	40,305	0,364	0,090
Fibase	76	55,271	11,289	24,500	34,648	0,367	0,078
Fibase Cons.	75/76	62,535	8,592	27,000	17,795	0,365	0,057
	75	64,230	2,994	35,585	50,324	0,219	0,101
Embramec	76	81,331	9,054	95,000	—	0,092	0,062
Embramec Cons.	75/76	73,558	5,468	55,390	34,950	0,184	0,074
	74	58,760	11,490	20,865	0,190	0,272	0,110
BNDE	75	68,235	3,595	28,345	11,513	0,353	0,048
	76	68,640	4,183	36,482	9,065	0,355	0,040
BNDE Cons.	74/76	68,514	2,751	31,940	6,271	0,347	0,030

FONTE: Relatórios de Análise do BNDE (DEIOR).

to de ofertas registradas no BACEN tiveram, em média, 46,3% de seu capital em ações preferenciais. Esta proporção foi de 36,7%, 55,7 e 34,6% para as ofertas na área da SUDAM, na área da SUDENE e para as ofertas sem incentivos, respectivamente. Como as áreas incentivadas permitem anormalidades¹⁶ com relação à proporção de preferenciais, é significativo comparar apenas as ofertas públicas sem incentivos (BC 300) com as subscrições do BNDE. A proporção de preferenciais nestes dois casos foi literalmente idêntica: 34,6% e 34,7%, respectivamente. Isto indica que o tratamento de preferenciais nas duas amostras foi idêntico no período estudado¹⁷

A similaridade entre os resultados obtidos para o BACEN e os resultados obtidos para o BNDE é muito grande. As participações médias do grupo controlador no capital ordinário (61 e 68,5%) e no capital preferencial (34,4 e 31,9%) são bastante próximas. As principais conclusões são idênticas para as duas amostras e seriam: (i) o controle das empresas de nossa amostra é exercido com uma participação de

cerca de 65% do capital ordinário, (ii) a participação dos grupos majoritários no capital preferencial das empresas é mais reduzida do que sua participação no capital ordinário, sendo da ordem de apenas 33%, e (iii) a proporção de ações preferenciais no capital social das empresas é elevada, sendo da ordem de 35%. Estas conclusões com relação à distribuição do capital de risco das empresas acrescem-se à conclusão inicial de que as empresas vêm formando capital predominantemente via endividamento no passado recente.

Estas conclusões têm implicações profundas para o desenvolvimento de mercados acionários no Brasil. Se o grupo majoritário detém mais do que 50% do capital votante de uma empresa, não precisa ter qualquer preocupação com a eficiência de operações de sua empresa, pois os demais acionistas não têm qualquer possibilidade de demiti-lo; na terminologia do mercado, ele não está exposto à disciplina do mercado. É preciso ainda reconhecer que o grupo majoritário médio, ao deter o controle da empresa com 65% do capital votante, tem à sua dispo-

¹⁶ Isto acontece porque a antiga lei das S/A, que vigorava no período em estudo, permitia que as áreas incentivadas tivessem proporção de preferenciais superior à proporção de ordinárias. Observe-se, por exemplo, que a proporção de preferenciais na área da SUDENE foi, em média, de 55,7%.

¹⁷ A nova lei das S/A, em vigor a partir de 77, elevou de 50% para 2/3 a proporção máxima permitida de preferenciais. Observação causal dos lançamentos a partir de 77 sugere que a proporção de preferenciais na capitalização das empresas vem crescendo.

TABELA VII

Distribuição do Capital de Risco das Empresas com Ofertas Públicas Registradas no Banco Central

Razão		% Majoritária no Capital Votante		% Majoritária no Capital Preferen.		Proporção de Ações Preferenc. Cap. Social	
Variável	Ano	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio
Amostra							
BC 322 (Sudam)	74	42,945	44,257	—	—	0,677	0,074
	75	68,175	43,805	—	—	0,195	0,276
	76	87,305	2,875	—	—	0,311	0,132
BC 322 Cons.	74/76	71,432	11,609	—	—	0,367	0,099
BC 300 (s/Incent.)	74	75,230	—	—	—	0,000	0,000
	75	58,240	16,362	—	—	0,408	0,090
	76	55,284	7,861	41,046	25,964	0,369	0,052
BC 300 Cons.	74/76	57,329	6,808	41,046	25,964	0,346	0,046
BC 323 (Sudene)	74	81,896	6,705	24,450	4,610	0,702	0,045
	75	58,690	20,682	—	—	0,476	0,096
	76	51,377	8,075	—	—	0,536	0,062
BC 323 Cons.	74/76	60,378	6,194	24,450	4,610	0,557	0,042
BC	74	74,262	8,119	24,450	4,610	0,581	0,087
	75	60,320	11,198	—	—	0,419	0,062
	76	56,983	5,303	41,046	25,974	0,447	0,041
BC Cons.	74/76	61,020	4,244	34,408	13,803	0,463	0,032

FONTE: Banco Central (GEMEC) e Comissão de Valores Mobiliários (registro) — Resolução 214.

sição inúmeras alternativas para distribuir os lucros e resultados da empresa de forma a beneficiar-se diretamente, ainda que prejudicando os acionistas minoritários. Esses benefícios constituem uma remuneração indireta que Brito e Portela (1976) denominam "dividendos de controle" distribuídos pelo grupo controlador. Além do risco de perdas gerais de eficiência, os minoritários ficam expostos ao risco de manipulação da distribuição dos resultados da empresa. A conclusão de que as empresas vêm formando capital predominantemente via empréstimos e de que a proporção de preferências no capital das empresas é elevada complicam ainda mais este quadro¹⁸. Ao se endividarem, as empresas aumentaram o risco de, eventualmente, não remunerarem ou remunerarem de forma inadequada o seu capital acionário. Uma remuneração direta inadequada pode ser satisfatória para o acionista majoritário, que dispõe de alternativa de remuneração indireta através da distribuição de dividendos de controle, mas não será satisfatória para o acionista minoritário, que não tem essas alternativas.

Não se pode deixar de constar que as características de formação e distribuição de capital de empresas

no Brasil elevam o risco carregado pelos acionistas minoritários que detêm ações das empresas. A consequência imediata é a compressão de preços e dificuldades de desenvolvimento de mercados acionários.

A Alavancagem do Capital Controlador

Os resultados do capítulo anterior mostram que o capital das empresas brasileiras é mal distribuído e que existe o potencial de práticas de remuneração indireta e dividendos de controle na estrutura empresarial brasileira. Para melhor avaliar a significância destas práticas, é relevante examinar o grau de alavancagem do capital controlador das empresas brasileiras. Ao se endividar e lançar ações preferenciais, o capital controlador aumenta o volume de recursos e bens sob sua administração sem diluir sua participação no capital ordinário votante das empresas. Na terminologia de finanças, ao tomar estas medidas o capital controlador se alavanca. Quanto mais alavancado o capital controlador, maior o potencial de práticas de dividendos de controle.

Cabe agora discutir e propor medidas da alavancagem do capital controlador. Considerando-se que o ca-

¹⁸O quadro de endividamento crescente e alta proporção de preferências é consistente com o quadro de elevada participação de controle, pois a capitalização via endividamento e preferências não dilui o controle e não requer recursos do grupo majoritário controlador, beneficiando-se ainda de vantagens fiscais e/ou subsídios, no caso de endividamento.

TABELA VIII
ALAVANCAGEM DO GRUPO CONTROLADOR NAS EMPRESAS SUBSCRITAS PELO BNDE

Variável \ Amostra	Ano	Cap. Votante G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Total G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Votante G. Contr. Patr. Líq. + Emprest.		Cap. Total G. Contr. Patr. Líq. + Emprest.	
		Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio
Ibrasa	74	0.474	0.242	0.520	0.199	0.124	0.001	0.141	0.018
	75	0.183	0.086	0.278	0.212	0.066	0.017	0.096	0.058
Ibrasa Cons.	74/75	0.329	0.129	0.399	0.126	0.095	0.020	0.119	0.025
Fibrase	75	0.203	—	0.207	—	0.105	—	0.107	—
	76	0.295	0.239	0.427	0.426	0.119	0.094	0.172	0.169
Fibrase Cons.	75/76	0.264	0.125	0.354	0.231	0.114	0.047	0.150	0.088
Embramec	75	0.139	—	0.139	—	0.098	—	0.098	—
Embramec Cons.	75	0.139	—	0.139	—	0.098	—	0.098	—
BNDE	74	0.474	0.242	0.520	0.199	0.124	0.001	0.141	0.018
	75	0.177	0.032	0.225	0.080	0.084	0.013	0.100	0.019
	76	0.295	0.239	0.427	0.426	0.119	0.094	0.172	0.169
BNDE Cons.	74/76	0.281	0.070	0.349	0.091	0.103	0.016	0.128	0.028

Observação: Para manter consistência comparativa entre as diversas variáveis os resultados incluem apenas as empresas com dados suficientes para a obtenção de todas as variáveis.

TABELA IX

A Alavancagem do Capital Controlador nas Empresas Objeto de Ofertas Públicas Registradas no Banco Central

Variável	Ano	Cap. Votante G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Total G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Votante G. Contr. Patr. LÍq. + Emprest.		Cap. Total G. Contr. Patr. LÍq. + Emprest.	
		Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio
Amostra									
BC 300	76	0.219	0.006	0.285	0.085	0.049	0.044	0.055	0.036
BC 323	74	0.229	0.069	0.411	0.086	0.103	0.015	0.189	0.046
B. Central	74	0.229	0.069	0.411	0.086	0.103	0.015	0.189	0.046
	76	0.219	0.006	0.285	0.085	0.049	0.044	0.055	0.036
B. Central Cons.	74/76	0.224	0.023	0.347	0.058	0.076	0.023	0.122	0.049

Observação: Idem Tabela VIII

pital majoritário controla o patrimônio líquido das empresas, duas medidas podem ser propostas:

- (i) Capital Votante do Grupo Controlador/Patrimônio Líquido — esta medida nos dá a proporção do Patrimônio Líquido com a qual o controle é exercido — e
- (ii) Capital Total do Grupo Controlador/Patrimônio Líquido — esta medida nos dá a proporção que o capital total do grupo controlador (ordinário + preferencial) representa em relação ao Patrimônio Líquido da empresa.

Apesar de estas duas medidas serem indicativas do grau de alavancagem do capital controlador das empresas, não se pode deixar de observar suas limitações. A principal delas decorre de o capital majoritário controlar a capitalização total das empresas, isto é, patrimônio líquido mais empréstimos. Medidas mais adequadas do grau de alavancagem do capital controlador seriam, pois:

- (iii) Capital Votante do Grupo Controlador/Patrimônio Líquido + Empréstimos — esta medida nos diz com que proporção da capitalização total da empresa o controle é exercido — e
- (iv) Capital Total do Grupo Controlador / Patrimônio Líquido + Empréstimos — esta medida nos

dá a proporção que o capital total do grupo controlador (ordinário + preferencial) representa em relação à capitalização total da empresa.

Apesar de estas duas últimas medidas de alavancagem do capital controlador parecerem mais adequadas, este capítulo prossegue, para examinar as empresas subscritas pelo BNDE e as empresas objeto de ofertas públicas registradas no Banco Central, utilizando todas as quatro medidas descritas.

As medidas de alavancagem do capital controlador para as empresas subscritas pelo BNDE são apresentadas na Tabela VIII¹⁹. A tabela apresenta a média e o desvio-padrão de cada medida por ano e por subsidiária do BNDE, bem como o consolidado por subsidiária, por ano e total para todo o sistema BNDE. Os resultados para o consolidado do BNDE em todo o período mostram que, em média, o capital votante do grupo controlador representava 28,1% do patrimônio líquido e 10,3% da capitalização total (patrimônio líquido + empréstimos) das empresas. O capital total do grupo controlador (ordinárias + preferenciais) representou, em média, 34,9% do patrimônio líquido e 12,8% da capitalização

¹⁹ Para manter consistência comparativa entre as diversas colunas das Tabelas VIII e IX, estas incluem apenas as empresas para as quais existiam dados suficientes para a obtenção de todas as medidas de alavancagem. As tabelas correspondentes, incluindo as empresas com dados disponíveis para cada uma das medidas, são apresentadas no Anexo III deste trabalho.

total das empresas. Em palavras, uma unidade de capital majoritário votante controla cerca de 10 (dez) unidades de capital à disposição da firma e uma unidade de capital do grupo majoritário (votante e não-votante) controla cerca de 8 (oito) unidades de capital à disposição da firma. O grau de alavancagem do capital controlador das empresas subscritas pelo BNDE foi, pois, significativo.

Os resultados obtidos para as empresas objeto de ofertas públicas registradas no BACEN são apresentados na Tabela IX. Os resultados para o consolidado do BACEN no período indicam que o capital votante do grupo controlador representava, em média, 22,4% do patrimônio líquido e 7,6% da capitalização total das empresas. O capital total do grupo controlador (ordinárias + preferenciais) representava, em média, 34,8% do patrimônio líquido e 12,9% da capitalização total das empresas. Em palavras, uma unidade de capital majoritário votante controla cerca de 13 (treze) unidades de capital à disposição da firma e uma unidade de capital do grupo majoritário (votante e não-votante) controla cerca de 8 (oito) unidades de capital à disposição da firma.

Os resultados para as duas amostras

foram idênticos em gênero e quase idênticos em número²⁰. O capital controlador das empresas é alavancado a níveis elevados, tanto na amostra do BNDE quanto na amostra do BACEN. Os níveis de alavancagem sugerem que seja grande o potencial de prática de remuneração indireta e de dividendos de controle na estrutura empresarial brasileira, pois esta alavancagem é conjugada a elevadas participações do grupo majoritário no capital votante.

A Separação entre Administração e Propriedade

O quadro de elevada participação dos grupos majoritários no capital votante das empresas e de altos níveis de alavancagem do capital controlador dificulta o desenvolvimento de mercados acionários no ambiente econômico. Talvez se pudesse argumentar que estas dificuldades não seriam significativas se existisse uma grande separação entre a administração e a propriedade das empresas. Se a administração da empresa é exercida por técnicos e profissionais não diretamente ligados ao grupo majoritário, pode-se pensar em argumentar que suas decisões serão fundamentadas em princípios técnicos sem vinculação com os interesses dos capitalistas majoritários. Para examinar esta possibili-

²⁰ *Observe-se que a melhor medida, a alavancagem do capital majoritário total em relação à capitalização total das empresas, é idêntica para as duas amostras.*

dade, este capítulo prossegue com o estudo do grau de separação entre a administração e a propriedade das empresas de nossas duas amostras.

Duas relações foram examinadas: (i) a relação entre o número de diretores membros do grupo majoritário e o número total de diretores da empresa e (ii) a relação entre o número de diretores membros do grupo majoritário e o número de sócios no grupo majoritário. A primeira relação mede a participação dos sócios majoritários na diretoria da empresa e a segunda relação mede a

proporção dos sócios majoritários que participam da administração da empresa.

Os resultados obtidos para a amostra de empresas subscritas pelo BNDE são apresentados na Tabela X. Os resultados indicam que em média 69% da diretoria das empresas é composta por sócios majoritários e que 2/3 das empresas da amostra tiveram entre 65% e 73% de sua diretoria composta por sócios majoritários. Os resultados para as subsidiárias foram da mesma ordem de grandeza e as participações

TABELA X

A Separação entre a Administração e a Propriedade
nas Empresas Subscritas pelo BNDE

Razão		Nº Dir. Majoritários Nº Total Diretores		Nº Dir. Majoritários Nº Sócios Majoritários	
Variável	Ano	Média	Desvio	média	Desvio
Ibrasa	74	0.728	0.135	0.521	0.093
	75	0.754	0.122	0.635	0.111
	76	0.661	0.080	0.519	0.077
	74/76	0.701	0.056	0.549	0.051
Fibrase	75	0.321	0.252	0.369	0.420
	76	0.733	0.216	0.808	0.132
	75/76	0.568	0.168	0.632	0.173
Embramec	75	0.712	0.081	0.366	0.148
	76	0.733	0.188	0.494	0.227
	75/76	0.721	0.077	0.417	0.114
BNDE	74	0.728	0.135	0.521	0.093
	75	0.684	0.075	0.482	0.087
	76	0.685	0.063	0.557	0.067
	74/76	0.690	0.043	0.526	0.046

TABELA XI

A Separação entre a Administração e a Propriedade das Empresas com Ofertas Públicas Registradas no Bco. Central

Razão		Nº Dir. Majoritários Nº Total Diretores		Nº Dir. Majoritários Nº Sócios Majoritários	
Variável	Ano	Média	Desvio	Média	Desvio
Amostra					
BC 322	74	0.750	0.353	—	—
	75	1.000	0.000	0.533	0.188
	76	0.916	0.102	0.703	0.197
BC 322 Cons.	74/76	0.892	0.080	0.635	0.119
BC 300 (S/Incent.)	74	1.000	—	1.000	—
	75	0.904	0.116	0.678	0.252
	76	0.834	0.083	0.564	0.084
BC 300 Cons.	74/76	0.859	0.063	0.615	0.075
BC 323 (Sudene)	74	0.595	0.207	0.288	0.092
	75	0.845	0.124	0.350	0.077
	76	0.665	0.093	0.375	0.070
BC 323 Cons.	74/76	0.677	0.073	0.352	0.050
B. Central	74	0.666	0.150	0.377	0.123
	75	0.894	0.064	0.496	0.084
	76	0.742	0.062	0.465	0.053
B. Central Cons.	74/76	0.756	0.048	0.455	0.042

médias de sócios majoritários na diretoria das empresas da IBRASA, da EMBRAMEC e da FIBASE foram de 70%, 72% e 57% respectivamente. Adicionalmente, a tabela mostra que, na amostra, em média 53% dos sócios majoritários eram diretores e que esta proporção esteve entre 48% e 57% para 2/3 das empresas da amostra.

Os resultados para as empresas com

ofertas públicas registradas no BACEN são apresentados na Tabela XI. Eles indicam que, em média, 76% da diretoria das empresas é integrada por sócios majoritários e que esta proporção esteve entre 72% e 80% para 2/3 das empresas. A proporção para empresas objeto de ofertas sem incentivos fiscais, na área da SUDAM e na área da SUDENE, foi de 86%, 89% e 68% respectivamente. A tabela também

indica que, em média, 46% dos sócios majoritários eram diretores e que esta proporção esteve entre 42% e 50% para 2/3 das empresas da amostra.

Os resultados para as duas amostras sugerem que a mistura entre a administração e a propriedade tem sido ligeiramente superior nas empresas objeto de ofertas públicas registradas no BACEN. As implicações dos resultados são, entretanto, idênticas. Eles indicam que cerca de 70% da diretoria das empresas é integrada por sócios diretores. O quadro é de grande mistura entre administração e propriedade na estrutura empresarial brasileira. A este quadro acrescentam-se as conclusões de que os níveis de concentração e alavancagem do capital controlador são elevados. Esta conjuntura dificulta a condução da política econômica, em geral, e o desenvolvimento de mercados acionários, em particular. As dificuldades são, essencialmente, causadas pelo potencial de práticas de remuneração indireta e dividendos de controle. Observe que ganhos de capital não são taxados no Brasil. A estrutura de propriedade favorece, pois, a redistribuição dos resultados das empresas de modo a aumentar os ganhos de capital não sujeitos a impostos dos empresários²¹

O Mercado Acionário Brasileiro e a Atuação do BNDE

Qualquer análise do mercado acionário brasileiro deve cobrir os segmentos primário e secundário. Se analisarmos o mercado da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro de 1973 a 1977, poderemos observar que o número de corretoras ativas no mercado²² reduziu-se de 83, em 1973, para 68 em 1977. Isto nos dá uma indicação do grau de dificuldade da atuação privada no segmento secundário do mercado brasileiro, que apresenta tendência de leve retração em termos de volume financeiro real negociado.

Cabe agora discutir as características do mercado primário. O volume de subscrições em ofertas públicas foi apresentado na Tabela I logo no início deste trabalho. O volume de ofertas públicas registradas no BACEN no período 1974-1976 foi de aproximadamente 2,6 bilhões de cruzeiros, sendo 1,5 bilhões em ofertas sem incentivos e 1,1 bilhões em ofertas incentivadas nas áreas da SUDAM e da SUDENE. O volume de subscrições do BNDE no período 1974-1976 é apresentado na Tabela II e seu montante foi de aproximadamente 2,1 bilhões de cruzeiros. As subscrições do BNDE repre-

²¹ Daí o ditado "a empresa brasileira pode ir mal, mas o empresário sempre vai bem".

²² Isto é, o número de corretoras que negociaram no mercado.

sentaram 140% do volume de ofertas públicas não incentivadas e 81% do total de ofertas públicas no período 1974-1976. A presença do Estado no segmento primário do mercado acionário, através do BNDE, foi significativa.

A conjuntura do mercado de intermediários financeiros do setor de capital de risco é, portanto, difícil. No segmento secundário, os intermediários fazem face a um mercado financeiramente difícil; no segmento primário, os intermediários fazem face à direita concorrência do BNDE e do Governo. Resta analisar a eficiência com que o BNDE vem atuando no mercado acionário. Ele tem sido mais ou menos eficiente do que os intermediários privados na seleção de empresas para fins de capitalização?

Ao longo da maior parte deste trabalho, foram analisadas duas amostras de empresas. Uma era composta pelas empresas subscritas pelo BNDE e a outra por empresas selecionadas pelos intermediários privados. As eventuais diferenças entre os critérios utilizados pelo BNDE e pelos intermediários privados para selecionar empresas podem ser detectadas através das eventuais diferenças entre os resultados das amostras. Como se observou anteriormente, os resultados das amostras de empresas revelam idênticas características de concentração e de alavancagem do capital controlador.

As características de mistura de administração e propriedade são também muito próximas para as empresas das duas amostras. Entretanto, a amostra do BNDE se distingue de forma significativa pelos resultados de formação de patrimônio líquido e de endividamento apresentados na Tabela IV Comparando-se estes resultados com os correspondentes à amostra do BACEN apresentados na Tabela V. pode-se concluir que as empresas selecionadas pelo BNDE apresentam índices de endividamento bem mais elevados e/ou perdas de patrimônio líquido. Para o ano de 1976, os resultados indicam inclusive que o agregado das empresas subscritas pelo BNDE sofreu perdas de patrimônio líquido. A conclusão inevitável é que o BNDE não se distinguiu favoravelmente quanto à sua capacidade de selecionar empresas para subscrição; os intermediários privados é que apresentaram superior capacidade de análise.

O BNDE vem sendo generosamente capitalizado com recursos do PIS/PASEP o que permitiu o repasse de parcelas de recursos de outras fontes para o mercado de subscrições primárias. Como os intermediários privados demonstram maior eficiência de atuação neste mercado, nada mais justo que caber a eles o repasse das parcelas de recursos atualmente destinadas ao mercado de subscrições primárias pelo BNDE. É extremamente injusto que os in-

termediários privados, fazendo face a um mercado secundário estagnado, tenham ainda que competir com a atuação menos eficiente do Estado no mercado primário. A nível operacional, parte dos recursos captados pelo BNDE deveria ser leiloada entre intermediários financeiros atuantes no mercado primário. Com isto, dois objetivos seriam atingidos: (i) uma utilização racional da maior eficiência seletiva dos intermediários privados e (ii) uma melhor remuneração para os recursos do BNDE, que, afinal, são recursos sociais e do trabalhador

Finalmente, cabe discutir alguns aspectos éticos desagradáveis associados à atuação do BNDE. Os elevados níveis de concentração e alavancagem do capital controlador das empresas do BNDE são também observados nas empresas com ofertas no BACEN. Entretanto, as ofertas públicas são subscritas com recursos privados e as subscrições do BNDE são exercidas com recursos públicos. Não parece muito ético que estes recursos tenham uma remuneração baixa (correção + 3% no caso do PIS/PASEP) e que o BNDE os utilize para alavancar o capital controlador das empresas

subscritas²³ O segundo aspecto ético diz respeito ao acesso a informações privilegiadas. O BNDE, usualmente, se envolve bastante com as empresas que capitaliza e, muitas vezes, participa de órgãos da administração das empresas que subscrive²⁴ Com isto, o BNDE tem acesso a informações detalhadas sobre as empresas que não são disponíveis ao mercado; portanto, parece pouco ético que ele mantenha uma carteira de capital de risco nestas condições. Estes problemas éticos seriam também resolvidos se parcelas dos recursos do BNDE fossem colocadas no mercado a taxas leiloadas.

CONCLUSÕES

Este trabalho examinou as características da capitalização e da estrutura empresarial brasileira, prosseguindo com uma avaliação da atuação do BNDE no segmento primário do mercado de ações. Para atingir estes objetivos, duas amostras foram estudadas: uma com a quase totalidade das empresas cujas ações⁹ foram subscritas pelo BNDE e outra com empresas que registraram ofer-

²³ Observe-se que algumas vezes os recursos do BNDE alavancam o capital controlador de forma ainda mais direta do que através das subscrições de suas subsidiárias. Considere-se por exemplo o PROCAP (Programa de Capitalização de Acionistas) do BNDE. Os recursos são repassados diretamente ao acionista controlador.

²⁴ Nas empresas subscritas o BNDE procura desenvolver pacto de acionistas, procurando proteger-se de práticas de remuneração indireta. Os pactos muitas vezes envolvem a participação direta do BNDE nas empresas.

tas públicas junto ao Banco Central. O estudo limitou-se ao período 1972-1976.

Os resultados indicam que os níveis observados de concentração e alavancagem do capital controlador são quase idênticos para as duas amostras. As empresas das amostras são controladas com cerca de 65% do capital votante e uma unidade de capital majoritário controla cerca de oito unidades de capitalização total das empresas (patrimônio líquido mais empréstimos). Examinando-se o grau de separação entre administração e propriedade, os resultados também foram próximos para as duas amostras. Eles indicam que cerca de 70% dos diretores das empresas são sócios majoritários e que cerca de 50% dos sócios majoritários são também diretores das empresas. Esta conjuntura empresarial revela que o potencial de práticas de remuneração indireta e dividendos de controle é significativo na economia brasileira. Como ganhos de capital não são sujeitos a impostos, isto dificulta a condução da política econômica. Mais ainda, como esta conjuntura expõe os acionistas minoritários a riscos não diversificáveis, ela dificulta o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.

Os resultados de concentração do capital controlador e de mistura entre administração e propriedade

poderiam também ser atribuídos a fatores culturais. No Brasil, possuir o controle e administrar a empresa da família gera "status" social e uma remuneração não tangível significativa, ainda que a empresa não ande muito bem. Em países de cultura anglo-saxônica este componente de "status" é bem menos intenso e os valores sociais são mais associados à "performance" econômica das empresas. Já os resultados de alavancagem do capital controlador devem ser atribuídos à condução da política econômica. A política de gerar fácil acesso das empresas a capital de empréstimo com subsídio já foi observada por BVRJ (1978) e Brito e Kantz (1978). Esta política deve ter favorecido o crescimento dos níveis de alavancagem no período 1974-1978. Uma análise mais objetiva deste efeito poderia ser desenvolvida comparando-se os níveis de alavancagem com os observados em períodos anteriores e considerando-se também a carteira de empréstimos do BNDE. Cabe ainda observar que uma política que facilite a alavancagem do capital controlador estará suportando os improdutivos e indesejáveis valores de "status" discutidos anteriormente.

A amostra de empresas subscritas pelo BNDE distingue-se entretanto, de forma significativa, das empresas com ofertas públicas no BACEN em

um aspecto importante. As empresas subscritas pelo BNDE apresentam níveis de endividamento bem mais elevados e/ou perdas de patrimônio líquido significativas. Em um ano (1976), as empresas do BNDE examinadas apresentaram inclusive perdas de patrimônio líquido em seu agregado. Estes resultados mostram que o BNDE e suas subsidiárias têm sido menos eficientes que os intermediários financeiros privados na seleção de empresas para a subscrição de capital de risco. O BNDE tem sido generosamente capitalizado; pareceria, pois, razoável que as parcelas de sua capitalização que vêm sendo alocadas em subscrições sejam colocadas à disposição dos intermediários financeiros privados. Um processo do tipo leilão destes recursos entre os intermediários garantiria aos recursos do BNDE uma remuneração mais adequada e uma melhor utilização da maior eficiência dos intermediários privados. Numa conjuntura que apresenta um mercado acionário secundário estagnado, tais leilões representariam um importante estímulo à intermediação financeira privada no setor de capital de risco.

A atuação do BNDE no setor também apresenta aspectos éticos relevantes para discussão. A utilização de recursos públicos remunerados a níveis baixos para a alavancagem do capital controlador de empresas é, no mínimo, questionável no ter-

reno ético. O aspecto concentrador de riquezas de tais práticas deve ser evidente. Outro aspecto ético relevante relaciona-se ao acesso do BNDE a informações sobre as empresas que não são disponíveis ao mercado. A atuação de um agente com informações privilegiadas no setor de capital de risco é também, no mínimo, questionável.

Finalmente, cabe discutir os aspectos do modelo brasileiro que geraram a estrutura empresarial observada. A mistura entre administração e propriedade, a concentração e a alavancagem do capital controlador resultam de uma estrutura legal, econômica e política deficiente. No âmbito legal, a possibilidade de emitir ações preferenciais sem direito a voto favorece o quadro, sendo que, com a nova lei das Sociedades Anônimas, o limite foi até ampliado para 2/3 do capital social. No âmbito fiscal, a possibilidade de considerar juros como despesas, de forma ilimitada, favorece o endividamento excessivo. No âmbito econômico, as práticas de acesso a capitalização subsidiada via empréstimos e capital preferencial não diluí a concentração de controle e contribuí para o quadro. Finalmente, no aspecto político e mais relevante, o quadro só seria possível em uma estrutura política com grande concentração de poder. Em uma estrutura política desconcentrada seria difícil manter-se uma estrutura empresarial como a observada.

ANEXO I

**A AMOSTRA DE EMPRESAS SUBSCRITAS PELO
BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (BNDE)**

SOLORRICO S/A	PASKIM IND. PETROQ.
COMP. PAULISTA FÉRTIL	CIQUINE CIA. PETROQ.
IND. TÊXTIL HERING	CIA. SULFÔNICA BAHIA
MANGELIS MINAS IND. S/A	SIBRA S/A
LATICÍNIOS MOCOCA S/A	PETROQUÍMICA BAHIA
BÉRGAMO S/A PROD. MAD.	CIMENTO ITAMBÉ
ALPINA DO BRASIL S/A	CIA. D. LANARI
BICICLETAS CALOI S/A	PARTIC. IND. BAHIA S/A
SIFCO DO BRASIL	CIA. CELULOSE BAHIA
MACIFE DA MAT. CONSTR.	COPEL PETRO LTDA.
KALIL SEHBE S/A	EIM ENG. IND. MINERAL
MINASPLAC IND. REFLO.	QUÍMICA GERAL NORDESTE
FIBAN CIA. INDUSTRIAL	PERT. UNIÃO S/A
NAKATA S/A IND. COM.	PAULO ABIDANDERY S/A
BRAFER S/A COM. FERRO	NITROSSIN S/A MINER.
GERMANI PARANÁ ALIM	METALÚRG. APARECIDA
SIVAT IND. ABRASIVOS	METANOL DO NORDESTE
TROL S/A IND. COM.	CIA. BRASILEIRA ANTE.
ARTEX	BIOQUÍMICA DO BRASIL
COM. IND. INDUCO	CIA. METALOMECÂNICA
ORNIEX S/A IMP. E EXP.	EQUIP. VILLARES S/A
DOHLER S/A COM. IND.	APOLO MEC. E ESTRUT
CICA S/A IND. CONSERVAS	CENTEX S/A.
MUNDIAL ARTEFATOS	CONFORJA NORDESTE
METALAC S/A IND. COM.	TECTRONIC
LÍDER TÁXI AÉREO S/A	COBRASCOM S/A
ALUSUD ALUMÍNIO SUL	VIBASA IND. BASE S/A
MADEIRA SINTÉTICA	TRAFÓ EQUIPAMENTOS
COM. IND. SCHLOSSER	ELETROMETAL AÇOS
CIA. BRASILEIRA	MADAI IMP. AGRÍCOLAS
MINERAÇÃO TABOCA S/A	VIGORELLI DO BRASIL
LAGOAS MATERIAIS	MADEF
CARAÍBA METAIS S/A	UNITOR SOLDAS ELETR.
CIA. CELULOSE DO SUL	RÁDIO FRIGOR. IMPORT
PROFUNDIR IND. COM. F.	CBEI CIA. BRAS. ENGEN.
AROXA S/A FERT. PROD.	PRENSAS SCHULER S/A
PAPELOK S/A IND. COM.	ENGESA ENG. ESPECIAL
ARACRUZ CELULOSE	RANDON S/A IND. IMPL.
BRASKRAFT S/A FLORES	MARCOPLAN EQUIP. IND.
XTAL DO BRASIL IND.	GEMA S/A
CIP. BRAS. COBRE	MÁQUINAS PIRATININGA

ANEXO II

**A AMOSTRA DE EMPRESAS COM OFERTAS PÚBLICAS
REGISTRADAS NO BANCO CENTRAL**

COPISA PILHEIRENSE	AGAPRESS GRÁFICA
QUIMICANORTE	BERFLEX NORDESTE
EMP. AGUAS CLÁUDIA	CELULOSE PAPEL NORD.
MASA IND. MARANHENSE	CERÂMICA STO. ANTÔNIO
BRASIL ÓLEOS	CIMENTAL SIDERÚRGICA
CANADENSE IND. PNEUS	AORTELA P. CIMENTO
CIA. AMAZONENSE	IND. PAPÉIS PAJEÚ
RONDOBOR	CURTIMBRA
RONDEX RONDÔNIA EXP.	FORENSE S/A MÓVEIS
KARIMA IND. S/A.	NORPASA
BARDELA IND. MECÂNICA	CERÂMICA CARIRI
CIA. EQUIPADORA	BIOBRAS
CIA. PESQUISA REC. MINER.	AGRONORTE
ITAP IND. TEC. PRTF	CIASA COM. INDUST
BANCO MINEIRO S/A	FRUTAS TROPICAIS
OTHON PALACE HOTEL	CECOSA S/A
CONSÓRCIO REAL	IND. TINTA POPICOR
IND. MICHELETTO S/A	IND. TÊXTIL HERING
ZIVI S/A	TECANOR S/A
ZANINI EQUIP PESADOS	SINON S/A
REALI. PARTICIPAÇÕES	ARARIPE TEXTIL S/A
METALÚRGICA LAFONTE	BAHEMA AGROPECUÁRIA
LOJAS AMERICANAS	CARIRI INDUT.
BANCO BANDEIRANTES	CARBONO COLOIDAI
CIA. CONSERVAS CICA	CIA. PNEUS TROPICAL
CIMENTAL SIDERÚRGICA	CONCRETO B. NORDESTE
FIBAN CIA. INDUSTRIAL	GRÁFICA IND. S/A
	IND. BAHIANA LAJES
GERMANI PROD. ALIMENTÍCIOS	ALMEC. IND. MECÂNICA
ITAQUARA S/A	ITASA
LÍDER TÁXI AÉREO	NITROCARBONO S/A
MANAH COM. IND.	OXITENO DO NORDESTE
LOJA AMERICANA	POLIALDEN PETROQ.
MARCOPOLO S/A	POLIFLEX DA BAHIA
MESBLA S/A	PRONOR S/A
METAL LEVE S/A	RODOVIÁRIA NORDESTE
PROSDOC. IND. COM.	CONFEC. BRAS. SABRA
SAMITRI	SID. AÇONORTE
SÃO PAULO ALPARGATAS	TOBASA TOCANTINS
ADESENE S/A	TINTAS DIAMANTE
ALTEROSA MECÂNICA	SULFAB

ANEXO III

AS MEDIDAS DE ALAVANCAGEM DO CAPITAL
CONTROLADOR SEM A PREOCUPAÇÃO DE
MANTER CONSISTÊNCIA COMPARATIVA
TABELA A.1

A Alavancagem do Grupo Controlador nas Empresas Subscritas Pelo BNDE

Variável	Ano	Cap. Votante G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Total G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Votante G. Contr. Patr. LÍq. + Empést.		Cap. Total G. Contr. Patr. LÍq. + Empést.	
		Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio
Amostra									
Ibrasa	74	0.423	0.131	0.520	0.199	0.154	0.063	0.141	0.018
	75	0.183	0.086	0.278	0.212	0.066	0.017	0.096	0.058
	76	0.226	0.069	—	—	0.083	0.022	—	—
	74/76	0.314	0.073	0.399	0.126	0.114	0.031	0.119	0.025
Fibase	75	0.566	0.513	0.207	—	0.283	0.250	0.107	—
	76	0.640	0.229	0.427	0.426	0.227	0.093	0.172	0.169
	75/76	0.619	0.176	0.354	0.231	0.243	0.075	0.150	0.088
Embramec	75	0.139	—	0.139	—	0.098	—	0.098	—
Embramec Cons.	75	0.139	—	0.139	—	0.098	—	0.098	—
	74	0.423	0.131	0.520	0.199	0.154	0.063	0.141	0.018
BNDE	75	0.328	0.169	0.225	0.080	0.159	0.084	0.100	0.019
	76	0.522	0.174	0.427	0.426	0.186	0.068	0.172	0.169
BNDE Cons.	74/76	0.436	0.089	0.349	0.091	0.170	0.037	0.128	0.028

Observação: Os resultados de cada variável incluem todas as empresas com dados disponíveis para o seu cálculo. Entretanto, as empresas utilizadas para o cálculo de uma variável podem não ser as mesmas utilizadas para o cálculo de outra variável. Não existe, pois, consistência para a comparação entre variáveis.

TABELA A.2

A Alavancagem do Capital Controlador nas Empresas Objeto de Ofertas Públicas Registradas no Canco Central

Variável Amostra	Ano	Cap. Votante G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Total G. Contr. Patrimônio Líquido		Cap. Votante G. Contr. Patr. Lf. + Empést.		Cap. Total G. Contr. Patr. Lf. + Empést.	
		Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio
BC 300 Cons. (s/Incent.)	76	0.146	0.034	0.285	0.085	0.067	0.027	0.055	0.036
BC (Sudene)	74 75	0.453 0.294	0.277 -	0.411 -	0.086 -	0.358 0.174	0.313 -	0.189 -	0.046 -
BC 323 Cons.	76 74/76	1.588 0.917	1.699 0.628	- 0.411	- 0.086	0.301 0.307	0.237 0.133	- 0.189	- 0.046
B. Central	74 75	0.453 0.294	0.277 -	0.411 -	0.086 -	0.358 0.174	0.313 -	0.189 -	0.046 -
B. Central Cons.	76 74/76	0.579 0.496	0.443 0.291	0.285 0.348	0.085 0.058	0.137 0.175	0.067 0.067	0.055 0.122	0.036 0.049

Observação: Idem Tabela A.1 (Anexo III)

BIBLIOGRAFIA

- ARROW, K.** — “Insurance, Risk and Resource Allocations” em K. Arrow, editor. *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Markhan Publishers, 1971.
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — “A Influência Direta e Indireta do Governo no Mercado de Capitais”, Dept^o Econômico, Nov. 1978.
- BRITO, N. e KANTZ, L.** — “O Custo de Capitalização de Empresas de Energia Elétrica e as Recentes Ofertas Públicas pela Cia. Mineira de Eletricidade”, *Bolsa*, 11 dezembro 1978.
- BRITO, N. e PORTELLA, H.** — “Mercados Acionários: Sua Conceituação e a Nova Lei das Sociedades Anônimas” *Revista de Administração de Empresas*, Setembro 1976.
- MACDONALD, J. e JACQUILLAT, B.** — “Princip of Initial Equity Issues: The French Sealed Bid Auction”, *The Journal of Business*, Vol. 47 Nº 1, January 1974.
- MODIGLIANI, F. e MILLER, M.** — “The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment” *The American Economic Review*, June 1958.
- MODIGLIANI, F. e MILLER, M.** — “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” *The American Economic Review*, June 1963.