

Custos de manter uma Sociedade Anônima no Brasil

Prof. William Eid Junior¹
Professor Titular
Coordenador do GV CEF
Centro de Estudos em Finanças
FGV/EAESP
Escola de Administração de Empresas de São Paulo
Fundação Getulio Vargas
55 11 3799-7994
william.eid@fgv.br
www.fgv.br/cef

Introdução

A discussão sobre os custos de manter uma Sociedade Anônima é uma constante no Brasil. Uma das causas que podemos apontar para esse fenômeno é o baixo número de empresas de capital aberto aqui existentes. De um universo de mais de cinco milhões de empresas², temos 594 listadas na Bovespa³, mas, realmente ativas em termos de negócios com ações, são talvez 200. No afã de discutir as causas para esse pequeno número e a forma de incentivar novas empresas a abrirem capital, há, muitas vezes, um desvio de foco. Em vez de discutirmos os reais empecilhos à abertura de capital das empresas, há uma concentração no que é mais fácil discutir: o custo de manter uma Sociedade Anônima. A medida provisória 517 de 2010, no seu artigo 289-A, exemplifica bem o assunto, ao propor que as empresas abertas de menor porte⁴ sejam dispensadas de obrigações estabelecidas na lei 6404/1976, dentre elas, a publicação de informes financeiros e legais. Isso, além de inócuo do ponto de vista de incentivo à abertura de capital das empresas, é extremamente prejudicial no tocante à necessária transparência das empresas de capital aberto para o desenvolvimento do mercado financeiro e do país.

¹ Colaboraram os alunos: Jackson Neves Filho, Tales Parreira e Rafael Yabiku

² Segundo o IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

³ <http://www.bmfbovespa.com.br/EmpresaBov/ListaEmpresa.asp>

⁴ É importante ressaltar que a definição de porte da MP 517 é equivocada, baseando-se em apenas um parâmetro.

Porque Sociedades Anônimas?

Já que discutimos a questão do custo de manter uma Sociedade Anônima, é fundamental discutirmos brevemente a importância para a sociedade de termos empresas de capital aberto. Podemos citar alguns tópicos para ressaltar a importância desse tipo de empresa na sociedade moderna.

- **Transparência:** as sociedades anônimas, por serem propriedade de diversos sócios, têm que ter como característica básica a transparência. Como as atividades dessas companhias (e de outras também) interessam a uma gama grande de *stakeholders*, já que seu impacto na sociedade é muito grande, é fundamental que todos tenham acesso às informações.
- **Democratização do capital:** já que todos podem investir nas sociedades anônimas, elas conduzem a sociedade para uma maior democratização do capital e de seus frutos.
- **Desenvolvimento econômico:** por terem a capacidade de agregar poupanças de diferentes fontes para seus investimentos, as sociedades anônimas propiciam um maior desenvolvimento econômico.

O custo de manter uma S.A.

Este estudo vai abordar o custo de manter uma Sociedade Anônima no Brasil. Esse é um assunto muito pouco explorado na literatura, sendo imensamente suplantado pelas análises que dizem respeito à abertura de capital das empresas, ou seus IPOs⁵. Mas o IPO é apenas o começo de uma vida longa de empresa pública. Uma empresa pública tem que desenvolver toda uma infraestrutura para ser pública. Satisfazer a regulamentação e a necessidade de transparência desse ambiente gera todo um novo conjunto de custos, inexistentes nas empresas fechadas. As principais áreas que necessariamente sofrerão alterações são:

Estratégia	Controladoria	Governança	Planejamento	Relação com investidores	Gestão de Riscos	Jurídico	Tributário	Tecnologia
------------	---------------	------------	--------------	--------------------------	------------------	----------	------------	------------

⁵ Initial Public Offering

Em cada uma delas, haverá alterações. Alguns exemplos podem ser relacionados:

- Estratégia: comunicação com o público em geral e com investidores em particular;
- Controladoria: auditoria e elaboração dos relatórios exigidos pelos reguladores e pelo mercado;
- Governança: montagem de um *board* com os requisitos necessários;
- Planejamento: elaboração de modelos que produzam previsões acuradas;
- Relação com investidores: construção da área e manutenção de boas relações;
- Riscos: montagem dos modelos e relatórios;
- Jurídico: relações expandidas significam um universo muito mais amplo de litígios;
- Tributário: a transparência e exatidão são fundamentais;
- Tecnologia: parque tecnológico adequado para todas as mudanças.

O ESTUDO PWC – SETEMBRO DE 2012

Estudo conduzido pela PWC⁶ e publicado em setembro de 2012 aponta que, nos EUA, os custos de *compliance* podem atingir 54% dos custos de manutenção de uma Sociedade Anônima, enquanto os custos legais respondem por 17% desses custos. Além disso, os custos com Recursos Humanos também crescem. No mesmo estudo, 84% das empresas pesquisadas indicam que contrataram entre um e cinco novos funcionários para fazer frente à exigência dos órgãos reguladores. Mas outras áreas também exigiram novas contratações, como planejamento financeiro, jurídico, auditoria interna, tecnologia, dentre outras. Recursos humanos, departamento tributário, tesouraria e gestão de riscos também exigiram ampliação do quadro de pessoal. Segundo o estudo, 29% das empresas pesquisadas ampliaram seu quadro de pessoal depois que se tornaram públicas.

O estudo chega à conclusão de que é difícil estimar os custos de manutenção de uma empresa listada em bolsa posto que não há um controle efetivo sobre os custos incrementais incorridos por elas no processo, ao contrário do que temos nos IPOs, nos quais o processo é muito mais fácil de ser monitorado.

⁶ Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you – PWC September 2012
http://www.pwc.com/en_us/us/transaction-services/publications/assets/pwc-cost-of-ipo.pdf

De toda forma, é importante ressaltar que os custos de manter uma Sociedade Anônima são muito mais amplos e atingem muito mais áreas do que normalmente é indicado nos estudos disponíveis. Muitos deles permanecem ocultos, perdidos no processo de crescimento das empresas.

O ESTUDO: DESLISTAGEM NA BOVESPA 2005

Esses custos são fundamentais na decisão de manter-se como empresa aberta? Estudo conduzido em 2005⁷ na FGV/SP analisou as causas das deslistagens espontâneas entre janeiro de 2000 e março de 2005. Nesse período, 188 companhias deixaram de ser listadas na Bovespa, sendo que 103 o fizeram voluntariamente. Analisando diversas características dessas empresas, como *free float*, *turnover*, número de negócios, tipo de controle, nível de governança e custos de listagem⁸, a análise mostrou que os custos de listagem, ou custos de manutenção da empresa listada, não foram significativos. A tabela a seguir mostra os resultados do estudo.

“Todas” são todas as empresas da amostra, incluindo as listadas, as deslistadas voluntárias e outras deslistagens, conforme definido no capítulo III. “Listadas” são todas as empresas listadas da amostra. “Deslistadas” são as deslistadas voluntárias e outras deslistagens. “Deslistagens Voluntárias” são apenas as empresas classificadas nessa categoria. “Outras deslistagens” são apenas as classificadas nessa categoria. Os números abaixo de cada categoria são as quantidades das amostras. Na primeira linha, encontram-se as médias de cada variável para cada categoria; entre parênteses, encontram-se as medianas; e, entre colchetes, o desvio-padrão. As colunas Deslistadas X Listadas, Voluntárias X Listadas e Outras deslistagens X Listadas são testes de médias e medianas. Os p-values dos testes das médias são reportados logo abaixo e os p-values dos testes das medianas encontram-se entre parênteses.

⁷ Horgn, W. J. & Eid Jr, W. - A Saída: uma análise da deslistagem na Bovespa – 2005 – Working Paper – FGV/SP

⁸ Esses custos foram inferidos a partir de estudo não publicado da Bovespa, que os separou por nível de faturamento das empresas: menor que 200MM; entre 200MM e 500MM, e acima de 500MM)

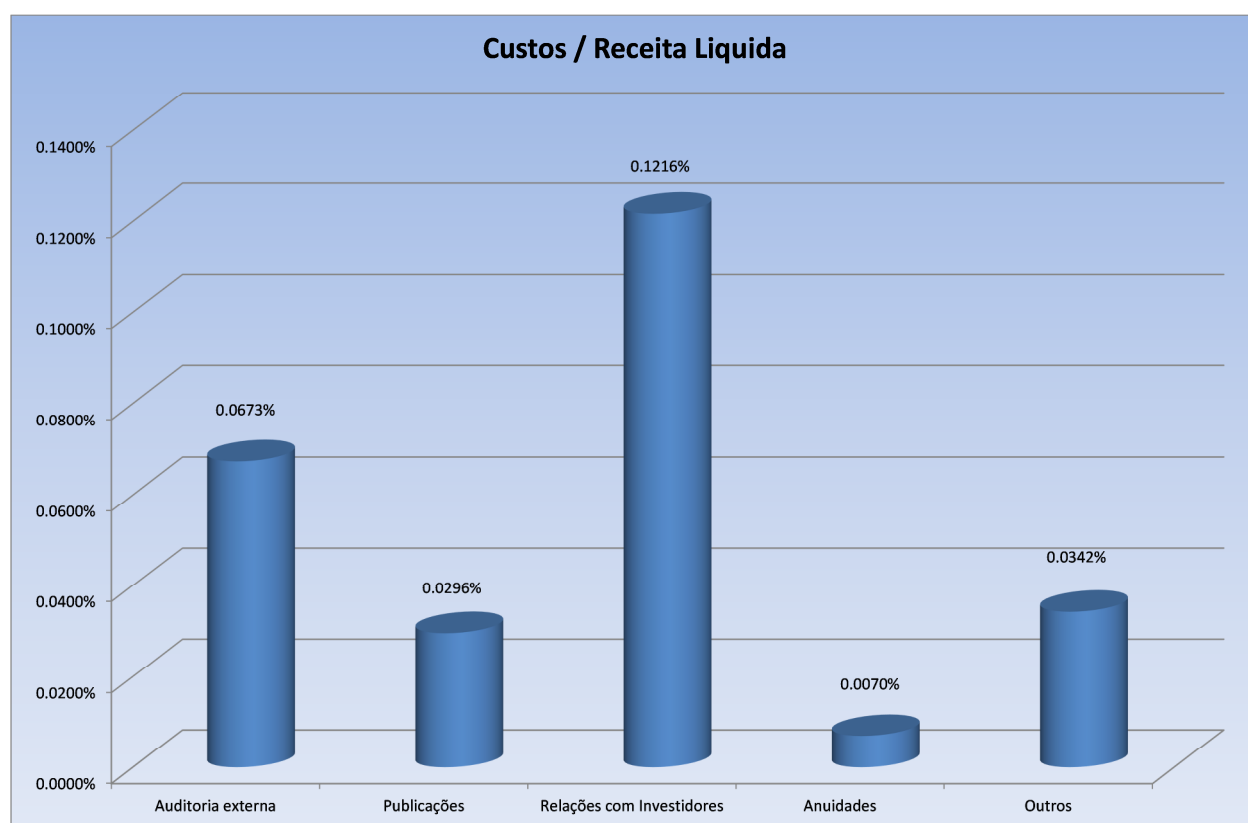
Variáveis	Todas	Listadas	Deslistadas	Deslistagens Voluntárias	Outras deslistagens
	323	241	82	66	16
Float (%)	29,48 (25,45) [24,12]	32,39 (30,65) [23,75]	20,70 (12,75) [23,23]	16,27 (7,98) [20,67]	39,60 (41,75) [24,74]
Turnover (%)	13,73 (2,51) [28,78]	15,62 (3,97) [31,24]	8,05 (0,40) [18,64]	6,91 (0,55) [16,32]	12,90 (0,40) [26,58]
Númneg (unidade)	14,410 -206 [42,731]	18,656 -516 [48,454]	1.620,53 (22,43) [6,563]	1.904 (23,60) [7,260]	412 (19,14) [958]
Grandes investidores (binária)	0,17 (0,00) [0,38]	0,16 (0,00) [0,37]	0,19 (0,00) [0,39]	0,20 (0,00) [0,41]	0,13 (0,00) [0,35]
Transparência (binária)	0,24 (0,00) [0,43]	0,32 (0,00) [0,47]	0,00 (0,00) [0,00]	0,00 (0,00) [0,00]	0,00 (0,00) [0,00]
Custos de listagem (%)	0,85 (0,28) [2,82]	0,58 (0,25) [1,59]	1,64 (0,37) [4,87]	1,45 (0,33) [4,70]	2,48 (0,55) [5,62]

Os coeficientes indicam que os custos de listagem não são relevantes para a decisão de deslistagem das empresas. O estudo indica que são três as variáveis determinantes da deslistagem: crescimento da empresa, *free-float* e número de negócios. Isto é, se a empresa não obtém as vantagens esperadas com a listagem, como captação de recursos, ela opta pela deslistagem. Mas, em nenhum momento, os custos de manutenção da empresa como listada aparecem como determinantes da decisão. Esse resultado é de suma importância, posto que muito se discute acerca da importância desses custos para a ampliação do nosso mercado de capitais. E eles não são importantes nesse processo, seja pela análise do estudo da FGV acima citado, seja pela descrição dos diversos custos envolvidos no processo de manutenção de uma empresa apresentados no estudo da PWC de setembro de 2012.

O ESTUDO GVCEF – NOVEMBRO 2012

Os custos de manutenção de uma Sociedade Anônima parecem ser irrelevantes para o processo decisório da empresa. Mas vale a pena explorá-los um pouco mais. O GVCEF – Centro de Estudos em Finanças conduziu uma pesquisa nos últimos meses com algumas empresas. Foi enviado um questionário aos Diretores de Relações com Investidores no qual informações sobre os custos de

manutenção de uma Sociedade Anônima eram pedidas. Oito empresas responderam ao questionário. Em que pese que o número é pequeno, os resultados do estudo podem ser considerados representativos. A menor dessas empresas apresentou, em 2011, receita líquida de aproximadamente R\$ 700 milhões e a maior, R\$ 3,2 bilhões. Todas são empresas bastante conhecidas em com boa liquidez na Bovespa. Perguntou-se quais os custos totais com auditoria externa, publicações, manutenção da área de relações com investidores, anuidades diversas e outros custos. O gráfico a seguir apresenta o percentual de cada uma dessas despesas em relação à receita líquida da empresa.



Em primeiro lugar, podemos destacar que a soma desses custos, os quais podemos chamar de diretos, é igual a 0,19% da receita líquida das companhias. Esse é um valor ínfimo se considerarmos todos os benefícios propiciados à sociedade pela manutenção das Sociedades Anônimas como empresas públicas e transparentes. Em segundo lugar, e em linha com o estudo da PWC de setembro de 2012, vemos que o maior custo associado à manutenção de uma Sociedade Anônima é referente ao departamento de

relações com investidores. Em terceiro lugar, podemos destacar que os custos com publicações, tantas vezes criticados, são infinitesimais, representando perto de 0,03% das receitas da empresa - menos da metade dos custos de auditoria. Aliás, até os custos classificados como outros ultrapassam em volume os custos de publicações.

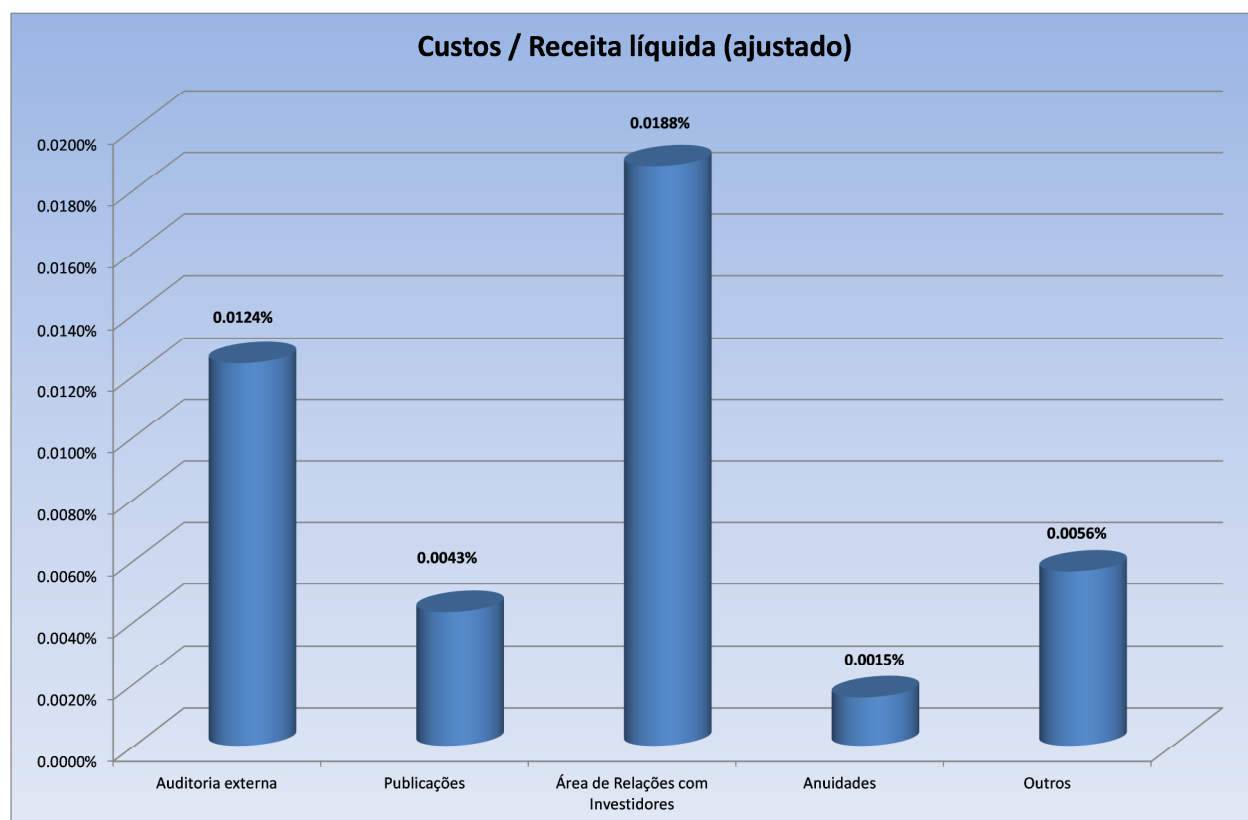
Também é importante salientar que as empresas que responderam ao questionário estão entre as menores das empresas listadas. A maior delas, com receita próxima a R\$ 3,2 bilhões, estaria classificada como a 72ª ou 73ª entre as empresas listadas na Bovespa em termos de receita líquida. A menor, com R\$ 700 milhões, estaria na 210ª posição. Isso implica que os custos apresentados no gráfico anterior estão superestimados, já que parte deles é fixo e vai se diluir em receitas líquidas maiores.

Corroborando essa hipótese, temos novamente a questão das publicações. No primeiro semestre de 2011, foram publicadas 3690 páginas⁹ de demonstrativos financeiros e outras publicações legais nos jornais de grande circulação, com um custo médio de R\$ 21 mil por página. Essa quantia totaliza R\$ 77,5 milhões para todas as empresas de capital aberto do país. Essas empresas apresentaram no período uma receita líquida total de R\$ 1,8 trilhão. Logo, o total despendido com publicidade legal representou 0,0043%¹⁰ da receita líquida dessas empresas - valor equivalente a 22,5% do apurado na pesquisa conduzida pelo GVCEF.

Aplicando o mesmo percentual aos outros custos, chegaremos ao resultado apresentado no gráfico a seguir.

⁹ Fonte: ANJ – Associação Nacional de Jornais

¹⁰ É interessante notar que a mesma conta feita para 2007 resultou num valor igual a 0,0078%, ou 81% maior que o de 2011, indicando uma clara tendência de queda no custo das publicações legais no Brasil.



A soma desses custos ajustados é igual a 0,043% da receita líquida das companhias. Isto é, em média, uma empresa gasta 0,043% da sua receita líquida para se manter como um Sociedade Anônima. Isso significa que uma gigante do setor de carnes, como a JBS, gasta aproximadamente R\$ 5 milhões por ano com custos para se manter como Sociedade Anônima. A Eletropaulo, aproximadamente R\$ 3,5 milhões e as Lojas Marisa, R\$ 1,3 milhão - valores ínfimos se comparados aos benefícios de ser uma Sociedade Anônima.

Conclusões

O estudo teve como objetivo aprofundar a discussão sobre custo de manter uma Sociedade Anônima no Brasil. Em primeiro lugar, é importante ressaltar que nos parece que o foco da discussão sobre as causas de termos na BM&FBovespa um número pequeno de empresas abertas é equivocado. Em geral, indica-

se que o custo de manter a empresa aberta é um empecilho. Não é. Há outras causas mais profundas, e que não foram objeto da presente análise, que devem ser estudadas. A MP 517/2010 ilustra bem esse erro de foco.

Mostramos que os custos de manter uma Sociedade Anônima são difíceis de estimar, até porque há muitos deles que ficam ocultos embaixo do manto do crescimento da empresa. A contratação de novos funcionários para áreas específicas de empresas abertas é um deles. Também mostramos que os custos adicionais de manter uma Sociedade Anônima são mais amplos e distribuídos dentro da empresa do que normalmente consideramos.

Entretanto, mesmo sendo mais amplos e disseminados dentro das empresas, eles são muito pequenos. Estudos recentes nos levam à conclusão de que eles representam um valor próximo de 0,043% da receita líquida das empresas. Claro, esse número não é, e nem poderia ser, exato, mas a ordem de grandeza é muito importante. Estamos falando de um número que é 1/25 de 1% da receita de uma empresa. É um valor muito pequeno dados os benefícios.