Disponível em
http://www.desafioonline.ufms.br
Desafio Online, Campo Grande, v.5, n.1, Jan./Abr.2017

QUAL É O X DA QUESTÃO? UM ESTUDO SOBRE AS EMPRESAS DO GRUPO EBX DO PONTO DE VISTA DOS DIFERENTES *STAKEHOLDERS*: OPORTUNIDADE OU OPORTUNISMO?

WHERE IS THE X OF THE QUESTION? A STUDY ON BUSINESS GROUP EBX BASED ON POINTS OF VIEW OF DIFFERENT STAKEHOLDERS: OPPORTUNITY OR OPPORTUNISM?

André Luís Janzkovski Cardoso
Professor Doutor da Universidade Federal de Mato Grosso
Campus Universitário de Rondonópolis
Curso de Administração
cardoso9778@gmail.com
66-8110-5555

Roseli Aparecida dos Reis
Professora Mestra da Universidade Federal de Mato Grosso
Campus Universitário de Rondonópolis
Curso de Administração
rreisveiga@hotmail.com

Resumo

O mercado de ações, mesmo nas perdas, possibilita se tirar proveito de oportunidades ou se praticar o oportunismo (Williamson, 1975). Este estudo busca identificar, sob a ótica dos *stakeholders*, qual é o X da questão do grupo EBX, discutindo se os investimentos até 2013 foram oportunidades ou práticas oportunistas considerando que moral, confiança e reputação podem ser os principais ativos de empresas e de seus empreendedores.

Palavras-Chave: Oportunismo, Controles Racional e Social, Grupo EBX

Abstract

The stock market, even in losses, makes it possible to take advantage of opportunities or to practice opportunism (Williamson, 1975). This study seeks to identify, from the perspective of stakeholders, where is the X of the question about EBX group, discussing whether investments until 2013 were opportunities or opportunistic practices considering that moral, trust and reputation are the main assets of companies and their entrepreneurs.

Keywords: *Opportunism, Rational and Social Controls, EBX Group*

CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

As diversas teorias sobre estratégia empregam elementos oriundos da economia, sociologia, psicologia, biologia, antropologia, além de emprestar conceitos dos estudos organizacionais, do comportamento humano, das lideranças e de várias teorias como a dos jogos e a do caos. Neste estudo serão utilizadas as teorias dos custos de transação e da agência. Serão apresentados conceitos para a discussão das relações entre os *stakeholders*, sejam agente ou principal, e questões como o oportunismo e os controles racionais e sociais sobre os membros das organizações e entre organizações participantes do mercado acionário brasileiro. A importância do estudo pode ser destacada pelo número de *IPOs* (*Initial Public Offerings*), que de acordo com o site da BMF&Bovespa, teve em 2007 o pico histórico com 79 empresas. Depois de reduzir para 18 *IPO s*em 2008 (crise subprime), o número cresceu para 25 em 2009, 37 em 2010 e 2011 e 38 em 2012. Além disso, o crescente número de investidores na BMF&Bovespa, sejam eles profissionais de mercado ou pessoas físicas, possuí aparentemente a visão de ganho fácil ou utilizam-se da "Lei de Gerson" relacionada à prática do oportunismo em que interesses individuais dirigem as ações e decisões de investimentos. Mesmo conscientes de que investimentos em ações possuem riscos, investidores continuam "apostando" que outros é que perderão, não eles próprios. O mercado acionário pode fazer fortunas e causar severos revezes, mas mesmo nas perdas há quem ainda possa sair ganhando, seja pela oportunidade ou pelo oportunismo.

Este estudo busca identificar, sob a ótica dos *stakeholders*, qual é o X da questão do grupo EBX, discutindo se os investimentos até 2013 foram oportunidades ou práticas oportunistas considerando que questões como moral, confiança e reputação podem ser os principais ativos de empresas e de seus empreendedores.

REFERENCIAL TEÓRICO

Jensen e Meckling (1976) definiram uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) envolve outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, que envolva a delegação para o agente de alguma autoridade para tomada de decisão. Os autores contextualizam que, se ambas as partes do relacionamento são maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. O principal pode limitar as divergências de seu interesse por meio da criação de incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento destinados a limitar as atividades aberrantes por parte do agente. Além disso,

em algumas situações ele vai pagar ao agente para gastar recursos (custos de ligação) para garantir que ele (agente) não tome certas medidas que prejudicariam o principal ou para garantir que o principal será compensado caso o agente tome tais ações. No entanto, é geralmente impossível a custo zero garantir que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal.

No entanto, vale a pena salientar a generalidade do problema de agência. O problema da indução de um "agente" para se comportar como se ele fosse o maximizador do bem-estar do "principal" é bastante geral. Ele existe em todas as organizações e nos esforços de cooperação em todos os níveis de gestão nas empresas.

O foco da atenção está na análise dos custos de agência gerados pelos acordos contratuais entre os proprietários e os gestores executivos da empresa e na investigação dos incentivos enfrentados por cada uma das partes e os elementos que entram na determinação da forma de equilíbrio contratual que caracteriza a relação entre o gerente (o agente) da empresa e os detentores externos de capital e de dívida (o principal).

Enfatizando a natureza contratual essencial de empresas e outras organizações focaliza-se a atenção sobre um conjunto de questões cruciais - por que conjuntos específicos de relações contratuais surgem de vários tipos de organizações, quais são as consequências dessas relações contratuais, e como elas são afetadas por mudanças exógenas à organização. Visto desta forma, faz pouco sentido tentar distinguir as coisas que estão "dentro" da empresa (ou qualquer outra organização) a partir dessas coisas que estão "fora" dela. Há em um sentido muito real apenas uma multidão de relações complexas (contratos) entre a ficção jurídica (empresa) e os proprietários do trabalho, material e capital como entradas e produtos como saídas. A empresa não é um indivíduo. É uma ficção legal que serve como foco para um processo complexo em que os objetivos conflitantes dos indivíduos, alguns dos quais podem representar outras organizações, sejam equilibrados dentro de um quadro de relações contratuais. Neste sentido, o comportamento da empresa é semelhante ao comportamento de um mercado, isto é, o resultado de um processo complexo de equilíbrio.

Como uma crítica da teoria dos custos de transação, Moran e Ghoshal (1996) apresentaram uma versão revisada do modelo de Williamson (1975) sobre o oportunismo nas organizações, acrescentando componentes que causariam um efeito negativo entre os mecanismos de governança e o oportunismo. Este efeito resultaria em um aumento do comportamento oportunista. Para Moran e Ghoshal (1996) torna-se necessária a construção de uma teoria que não assuma que as organizações existam somente quando os mercados falham,

mas realçando o que diferencia os mercados e as empresas que é a capacidade que estas últimas teriam de alcançar eficiência e facilitar sua adaptação de diversas maneiras, seguindo diferentes lógicas institucionais, por exemplo, a adaptação racional e social. Os autores indicam que seguindo a lógica da teoria dos custos de transação, a ameaça do comportamento oportunista influenciando as práticas, políticas e crenças de gerenciamento, se tomado como regra, desviaria a atenção dos gestores organizacionais do objetivo principal que é administrar o negócio. Moran e Ghoshal (1996) criticam o modelo prescritivo da teoria dos custos de transação na previsão de comportamento dos indivíduos, grupos e organizações desconsiderando a hermenêutica entre as ações e as influências sobre os próprios agentes organizacionais.

Para Williamson (1975), o oportunismo é vinculado à característica humana e é a forma mais forte de auto-interesse e dolo fruto da motivação do indivíduo. O comportamento oportunista não é condicionado à obediência e à fidelidade de promessas, mas é um comportamento tido como "estratégico" na busca de vantagem individual. Para o autor oportunismo é a inclinação ao comportamento oportunista (intrínseco ao ser humano) e o comportamento oportunista (de auto-interesse e doloso) é resultante da conjunção entre os custos e benefícios de tal comportamento, e assim, o controle hierárquico reduziria o comportamento oportunista. Contrariamente, para Moran e Ghoshal (1996) a atitude difere do comportamento. A atitude pode variar com o tempo e com o próprio comportamento, assim como o comportamento também pode variar com o passar do tempo, o contexto pode influenciar tanto atitudes quanto comportamentos e, por isso, o oportunismo é variável. Se o oportunismo varia sistematicamente, mas de forma independente do comportamento oportunista, com o contexto, para a teoria de Williamson ter algum poder explicativo ou preditivo em relação à escolha da forma de governança, uma gama de relacionamentos adicionais entre oportunismo e as características da transação e de governança teriam que ser especificados, além de um conjunto de relações sobre como essas condições influenciam as interações entre o oportunismo e comportamento oportunista.

A partir das críticas ao modelo de Williamson (1975), Moran e Ghoshal (1996) propõem um modelo ampliado considerando o efeito dos mecanismos de governança sobre o comportamento e a resultante das forças contrárias. Tal modelo está apresentado na Figura 1 em que se pode observar o modelo original de Williamson delineado pelos contornos. Embora uma série de implicações possa ser extraída do modelo, o mais relevante é o efeito dos mecanismos de governança hierárquica sobre o comportamento oportunista nas organizações.

A lógica de Williamson depende essencialmente da alegação de que o controle hierárquico reduz o comportamento oportunista, pois, sem esta reivindicação, as organizações não teriam nenhuma justificativa racional. O modelo proposto, no entanto, sugere uma relação mais complicada e ambígua entre estas duas variáveis consistindo em dois efeitos distintos e contraditórios.

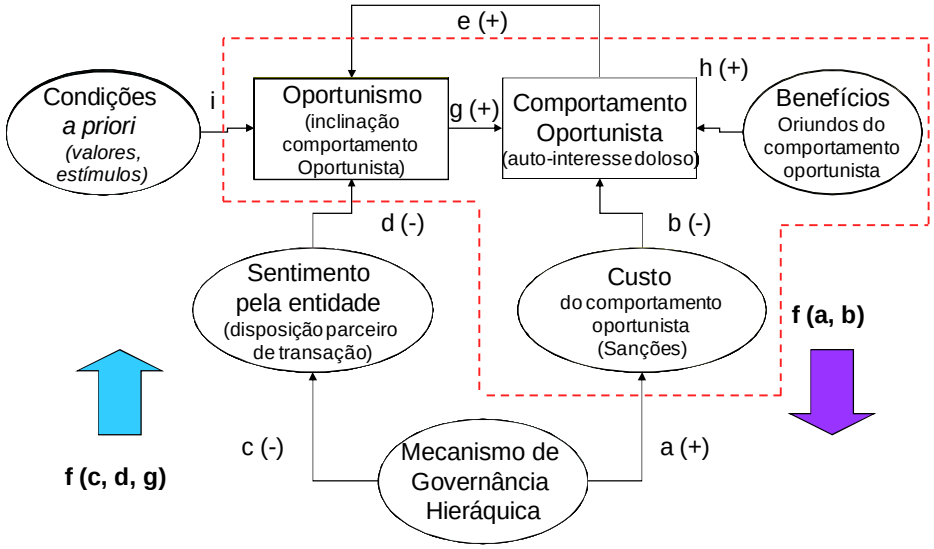

Figura 1. O ciclo da profecia auto-realizável quanto ao oportunismo.

Fonte: Adaptado de Moran e Ghoshal (1996).

O primeiro é o efeito negativo estipulado por Williamson de que o controle e a monitoração aumentam os custos, para o indivíduo, de certos tipos de comportamento oportunista (a) que, por sua vez, reduzem estes tipos de comportamento oportunista (b). A força total dessa relação depende da força de 'a' e 'b' [f (a, b)]. O segundo é uma associação positiva de que o controle hierárquico cria um sentimento negativo para a entidade (c) o que aumenta a propensão a se comportar de forma oportunista (d) que, por sua vez, aumenta o comportamento oportunista (g). De forma consolidada, a força dessa relação depende da relação entre 'c', 'd' e 'g' [f (c, d, g)].

O efeito líquido do controle hierárquico sobre o comportamento oportunista dependerá em parte da relação de forças entre estas duas influências opostas, ou seja:

$$f(a, b) - f(c, d, g)$$

O efeito líquido, positivo ou negativo, será reforçado por (e) no ciclo de feedback. A direção do efeito líquido não pode ser teoricamente determinada. A evidência empírica disponível a partir de pesquisas sobre os efeitos do controle racional sobre as atitudes e comportamentos dos funcionários sugere que o provável efeito líquido pode ser oposto ao que afirmou Williamson. Isso ocorre porque a associação negativa, em que o argumento de Williamson depende, entre os controles hierárquicos e comportamento oportunista [f (a, b)] é susceptível de ser fraca, enquanto a associação positiva entre as demais variáveis [f(c, d, g)] é provável que seja forte.

Desta maneira, Moran e Ghoshal (1996) discorrem sobre as particularidades dos diferentes tipos de controle, o racional e o social. O uso soberano dos controles racionais sobre os controles sociais é discutido como outra debilidade da teoria de Williamson, inclusive pontuando os efeitos colaterais do uso dos controles sobre os membros da organização, tanto os controlados quanto controladores. Ao incorporar o oportunismo como uma variável de atitude, que é conceitualmente separado e distinto de sua manifestação comportamental, o poder preditivo da teoria pode ser alargado para abranger mais empresas e diferentes tipos de mercados. Essa extensão permitiria uma análise comparativa entre diferentes formas de governança dentro da empresa. O aumento dos custos de governança diminui progressivamente a competitividade da organização e o aumento do comportamento avesso ao risco afeta negativamente o desempenho em longo prazo. Segundo Moran e Ghoshal (1996),as empresas com controle social apresentam características de eficiência superior e tendem a prevalecer sobre as empresas com ênfase apenas no controle racional. A necessidade de ajuste do controle depende do contexto em que as organizações estão inseridas, por exemplo, quando o desempenho pode ser medido com precisão, os controles racionais são eficazes, mas em situações em que o comportamento e os resultados não podem ser medidos com precisão os controles sociais se tornam preferíveis aos racionais.

Pode-se depreender que as empresas podem se organizar de forma a obter vantagens organizacionais como a capacidade de inovação, cooperação e aprendizagem, que necessariamente não são obtidas por meio de uma teoria de mercados e hierarquias e de formas de controle puramente racionais. A partir das ideias discutidas acerca dos controles racionais e sociais e da prática do oportunismo, buscar-se-á analisar um Grupo empresarial formado por empresas de diversas atividades. Este estudo busca refletir do ponto de vista dos diferentes *stakeholders* e discutir até que ponto investimentos realizados até 2013 foram oportunidades ou exemplos da prática oportunista de alguns poucos interessados.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Foram utilizados dados secundários coletados na base de dados do Economática com informações de valor de ações e balanços financeiros das empresas analisadas, assim como informações disponíveis nas páginas das empresas na internet e notícias veiculadas nas mídias econômicas. Os dados foram comparados com suas séries históricas.

IDENTIFICAÇÃO DO GRUPO EBX

De acordo com o site institucional, em 2013 o Grupo EBX atuava em áreas estratégicas no Brasil, na Colômbia e no Chile, sendo formado por seis companhias no Novo Mercado da BMF&Bovespa e abrangendo negócios nas áreas de petróleo (OGX), energia (MPX), logística (LLX), mineração (MMX), indústria naval offshore (OSX) e mineração de carvão (CCX). O grupo indicava ter uma identidade multissetorial, cuja vocação seria transformar boas ideias em riqueza, sonhos em realizações, salientando a busca por identificar as melhores oportunidades de negócio e as transformar em valor. De acordo com o grupo, a sinergia de seus capitais leva à geração de riqueza compartilhada, atuando com a responsabilidade e transparência e construindo o futuro com projetos transformacionais que entregam resultados e criam ciclos de riqueza.

ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Para analisar o grupo EBX foram utilizados os dados individuais de cada empresa desde a data dos seus respectivos IPOs até o ano de 2013 tendo o Ibovespa como parâmetro.

ANÁLISE DOS DADOS DOS VALORES DAS AÇÕES A PARTIR DA DATA DOS *IPOS*

A Tabela 1 apresenta os dados da evolução dos valores das ações desde as datas das respectivas aberturas de capitais até a data de 10/07/2012e depois até 17/07/2013. São apresentados alguns comparativos, entre eles o percentual de valorização de cada ação desde a data da*IPO*. Observa-se que, enquanto o índice Ibovespa acumulou valorização desde 24/07/2006, quatro das cinco companhias do Grupo EBX amealharam perdas acumuladas no valor de suas ações até julho de 2012 e todas tiveram variação negativa até julho de 2013.

A Tabela 2 apresenta a oscilação dos valores das ações em cada um dos anos subsequentes aos respectivos *IPOs*. O Ibovespa também serviu de parâmetro comparativo. Observa-se que, até julho de 2012, o índice teve flutuação entre suas cotações máximas e mínimas entre 1,27 em 2010 e 2,51 em 2008 quando houve a crise do subprime.

Os dados de flutuação dos valores das ações das empresas do Grupo EBX indicam maior oscilação, comparativamente ao Ibovespa, principalmente no momento de crise e insegurança dos investidores. Em 2008, das quatro empresas já listadas na BMF&Bovespa, todas tiveram oscilação superior ao Ibovespa, inclusive três delas com fatores superiores a 10 como os casos da MMX, MPX e LLX o que equivale a dizer que a oscilação foi entre 4 e 5 vezes a oscilação do Ibovespa. Os dados indicam também que ao passar dos anos, a flutuação entre os valores máximos e mínimos caiu e três das empresas do Grupo (MMX, LLX e OSX) estavam, até 2013, com índices por volta de 2, a OGX apresentava oscilações superiores e a MPX já apresentava oscilações próximas ao Ibovespa.

Tabela 1:
Histórico dos valores das ações das empresas do Grupo EBX e comparativo com o Ibovespa.

		Valor da Ação			% Valorização	
Ativo	Data IPO	Fechamento IPO	10/07/2012	17/07/2013	10/07/2012	17/07/2013
MMXM3	24/07/2006	3,53	5,88	1,37	67%	-61%
MPXE3	14/12/2007	35,95	29,35	7,05	-18%	-80%
OGXP3	13/06/2008	12,25	5,95	0,51	-51%	-96%
LLXL3	28/07/2008	4,64	2,25	0,76	-52%	-84%
OSXB3	22/03/2010	28,00	9,10	1,19	-68%	-96%
Índice	Data	Valor Inicial	10/07/2012	17/07/2013	10/07/2012	17/07/2013
Ibovespa	24/07/2006	36224	53705	47405	48%	31%

Tabela 2:
Flutuação anual dos valores das ações das empresas do Grupo EBX (desde o *IPO*) e Ibovespa.

Ano	MMXM3				MPXE3				OGXP3			
	Min	Max	Fec	Max/Min	Min	Max	Fec	Max/Min	Min	Max	Fec	Max/Min
2006	3,30	3,99	3,99	1,21								
2007	3,90	17,09	16,31	4,38	34,28	36,95	36,74	1,08				
2008	1,75	21,41	2,25	12,22	3,57	38,20	5,00	10,70	2,50	13,85	5,26	5,54
2009	2,12	11,43	10,02	5,40	4,64	20,68	16,56	4,46	4,26	17,45	17,10	4,10
2010	8,32	14,70	11,23	1,77	12,51	23,08	19,39	1,84	14,22	23,39	20,00	1,64
2011	5,81	11,93	6,67	2,05	19,14	37,58	36,88	1,96	9,09	20,92	13,62	2,30
2012 *	4,90	10,15	5,88	2,07	28,99	42,90	29,35	1,48	4,78	18,41	5,95	3,85
2013 **			1,37				7,05				0,51	
	LLXL3				OSXB3				Ibovespa			
	Min	Max	Fec	Delta	Min	Max	Fec	Max/Min	Min	Max	Fec	Max/Min
2006									32.057	44.674	44.473	1,39
2007									41.117	66.528	63.886	1,62
2008	0,51	5,41	1,43	10,57					29.435	73.920	37.550	2,51
2009	1,05	9,57	9,57	9,11					35.721	69.785	68.588	1,95
2010	4,22	10,31	4,73	2,44	16,36	32,00	19,32	1,96	57.633	73.103	69.304	1,27
2011	2,95	5,40	3,37	1,83	10,80	21,60	11,50	2,00	47.793	71.923	56.754	1,50
2012 *	1,97	4,16	2,25	2,11	8,65	17,46	9,10	2,02	52.271	68.969	53.705	1,32
2013 **			0,76				1,19				47.405	

Nota: * Valores de Julho de 2012; ** Valores de Julho de 2013.

Se por um lado, a oscilação dos valores das ações proporciona possibilidade de ganhos expressivos, propicia em muitas situações severas perdas para os investidores com operações de curto-prazo. Os dados apresentados nas Tabelas 1 e 2 confirmam a relação muito disseminada pelos economistas entre as variáveis “risco” e “retorno”, ou seja, quanto maior a possibilidade de retorno, maiores são os riscos envolvidos. Um investidor que tivesse comprado ações de cada empresa na data do seu *IPO* pensando no longo prazo e as tivesse mantido em sua carteira de investimento até a data de 10/07/2012, estaria com ganho apenas nas ações da MPX e perdas significativas nas ações das demais empresas. Porém, considerando o período até 17/07/2013, nenhuma das ações teria proporcionado retorno. Por outro lado, investidores de curto prazo que tenham supostamente comprado ações na baixa e vendido na alta uma única vez durante todo este período teriam alcançado retornos superiores a 10 vezes o capital investido. Em contrapartida, investidores que tenham operado uma única vez comprando na alta e vendendo na baixa poderiam ter perdido quase a totalidade do capital investido. Efeitos consolidados em diversas operações de compra e venda, teoricamente, poderiam ter propiciado ganhos ou perdas estratosféricas. Analisar estas possibilidades, contudo, não é o foco deste artigo.

A análise dos balanços das empresas do Grupo EBX será utilizada para um melhor entendimento sobre a situação de cada empresa, a evolução do ativo, suas distribuições de

capital e os seus resultados ao longo dos anos. Para uma análise mais detalhada serão apresentados os dados do balanço das empresas em dois momentos, da abertura de capital até março de 2012 e depois até março de 2013.

1º PERÍODO: ANÁLISES VERTICAL E HORIZONTAL DO BALANÇO DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX

Por meio de análises vertical e horizontal dos balanços é possível indicar algumas particularidades de cada uma das empresas.

O ativo total da empresa MMX aumentou em 310% entre 2006 e março de 2012 atingindo o valor de R$ 4,4 bilhões. No mesmo período, os investimentos em subsidiárias que eram inferiores a R$ 6 milhões crescem para R$ 3,2 bilhões, equivalente a 74% do ativo total. O patrimônio líquido e o capital social aumentam 188% e 249%, respectivamente. O lucro acumulado é negativo tendo atingido R$ 1,071 bilhão em 2009, mas recuado para R$ 1,020 bilhão em 2012. A empresa não apresenta receita operacional, a equivalência patrimonial é positiva desde 2010 e o lucro líquido tem oscilado entre ganhos e perdas. O número de ações da empresa em março de 2012 era de 619.761 das quais 42% pertencem ao grupo EBX. O ativo total da empresa MPX aumentou em 46% entre 2007 e 2012 atingindo o valor de R$ 2,9 bilhões. No mesmo período, os investimentos em subsidiárias aumentaram 1.662% passando de R$ 97 milhões para R$ 1,7 bilhão, o que representa 59% do ativo total. O patrimônio líquido reduziu 32% e o capital social aumentou 6%, mas representando 70% do patrimônio líquido. O lucro acumulado é negativo e atingiu R$ 1 bilhão em 2012. Tendo em vista os empréstimos de longo prazo da empresa que somam mais de 1,4 bilhões em 31/03/2012 a empresa se mostrava endividada em cerca de 50% de seus ativos totais. A empresa não apresentava receita operacional, a equivalência patrimonial era negativa desde 2009 e o lucro líquido tem sido negativo todos os anos com exceção de 2008. O número de ações da empresa em março de 2012 era de 136.736 das quais 54% pertenciam ao grupo EBX. O ativo total da empresa LLX aumentou em 110% entre 2008 e março de 2012 atingindo R$ 940 milhões. No mesmo período, os investimentos em subsidiárias foram reduzidos em 37% atingindo o valor de R$ 234 milhões, equivalente a 25% do ativo total. O patrimônio líquido e o capital social aumentaram 107% e 731%, alcançando valores de R$ 915 milhões e R$ 624 milhões, respectivamente. A conta que mais recebeu recursos é o Ativo realizável de longo prazo, cujos valores se referem a créditos a receber de controladas, que em 30/03/2012 somavam 48% das aplicações de recursos da empresa. As fontes de recursos de terceiros que representavam o endividamento da empresa eram somente de curto prazo (passivo circulante),

o que indica que a empresa não era dependente de capital de terceiros, tendo somente 2,7% de endividamento total. Como a empresa não possuía receita própria, seus resultados eram dependentes de outras empresas, representado no demonstrativo de resultado, pela receita de equivalência patrimonial. A participação acionária em outras empresas apresentava resultado de equivalência patrimonial negativo, o que indica que as empresas em que a LLX possuía participação apresentavam prejuízos contábeis no período analisado. O lucro líquido apresentava seguidas perdas e o lucro acumulado em março de 2012era negativo em cerca de R$ 81 milhões. O número de ações da empresa era de 693.741 das quais 54% pertenciam ao grupo EBX.

O ativo total da empresa OGX sofreu redução de 5% entre 2008 e março de 2012 e era de R$ 8,7 bilhões. No mesmo período, os investimentos em subsidiárias aumentaram 50% passando de R$ 5,5 bilhões para R$ 8,3 bilhões, o que representava 95% do ativo total. O patrimônio líquido reduziu 5% e o capital social se manteve estável, representando 101% do patrimônio líquido. O lucro acumulado era negativo e atingiu R$ 413 milhões em 2012. A empresa não apresentava receita operacional, a equivalência patrimonial oscilava entre valores credores e deficitários e o lucro líquido era negativo desde 2010. O número de ações da empresa em 2012 era de 3.235.514 das quais 61% pertenciam ao grupo EBX. O ativo total da empresa OSX aumentou em 7% entre 2010 e março de 2012 e era de R$ 2,6 bilhões. No mesmo período, os investimentos em subsidiárias aumentaram 295% passando de R$ 622 milhões para R$ 2,5 bilhões, o que representava 93% do ativo total. O patrimônio líquido aumentou em 9% e o capital social se manteve estável, representando 92% do patrimônio líquido. O lucro acumulado era negativo e atingiu R$ 94 milhões em 2012. A empresa não apresentava receita operacional, a equivalência patrimonial oscilava entre valores credores e deficitários assim como o lucro líquido. O número de ações da empresa em março de 2012 erade 280.793. Da mesma forma que as congêneres do grupo os resultados da empresa, tendo em vista a sua estrutura de ativos, eram formados basicamente por equivalência patrimonial cujos valores deficitários se traduziam em prejuízo para a empresa no período estudado. Em resumo, os dados dos balanços das empresas indicavam crescimento do ativo total, aumento do investimento em empresas subsidiárias, aumento do patrimônio líquido, aumento do lucro acumulado (negativo) e oscilação do lucro líquido. As empresas estavam em uma fase pré-operacional ou em início de operação o que ainda não proporcionava receitas operacionais suficientes para geração de caixa e lucratividade operacional.

2º PERÍODO: ANÁLISES VERTICAL E HORIZONTAL DO BALANÇO DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX

No período de março de 2012 a março de 2013, verifica-se que o ativo total da empresa MMX aumentou 26%, já os investimentos caíram 23%. O Patrimônio Líquido aumentou 15%, alavancado pelo aumento do capital social em 34%, uma vez que os Prejuízos acumulados aumentaram 88% e o Prejuízo Líquido aumentou em 222%, considerando que a empresa não apresentou receita operacional neste período. A quantidade de ações da empresa circulando no mercado aumentou 57% nesse período. Na empresa MPX entre março de 2012 e março de 2013, o ativo total aumentou em 24% e os investimentos aumentaram em 21%. O Patrimônio Líquido aumentou em 87%, alavancado pelo Capital social com aumento de 83%, já os prejuízos acumulados cresceram 61% e o prejuízo líquido do período cresceu 224%, frente à ausência de receita operacional. A quantidade de ações da empresa aumentou em 322%. A empresa LLX teve uma pequena queda no ativo total de 2% entre março de 2012 e março de 2013, os investimentos aumentaram 48%. O Patrimônio Líquido caiu 2% e não houve alteração no Capital Social, os prejuízos acumulados cresceram 39% e o prejuízo do período aumentou 44%, também sem apresentar receitas operacionais. A quantidade de ações permaneceu praticamente inalterada, na mesma quantidade entre o 1TRI12 e 1TRI13. Entre as empresas do Grupo, a OGX é a que apresentava maior oscilação no período de março de 2012 a março de 2013, com queda no ativo total de 21%, queda nos investimentos de 19%. O Patrimônio Líquido também caiu 21%, os prejuízos acumulados aumentaram 418% e o prejuízo no período aumentou 548%. A empresa apresentou receita operacional apenas a partir do 4TRI12, entretanto quase inexpressiva frente aos custos operacionais. A quantidade de ações permaneceu praticamente inalterada no período. A empresa OSX aumentou seu ativo total em 42% e os investimentos em 44%. O Patrimônio Líquido cresceu em 43%, alavancado pelo Capital Social que aumentou 45%. Os Prejuízos acumulados aumentaram 58% e saltou da condição de Lucro no período no 1TRI12 para prejuízo no 1TRI13, tendo queda de 270% no resultado líquido da empresa e a quantidade de ações da empresa aumentou em 9%.

ANÁLISES DE CORRELAÇÕES ENTRE VALORES DAS AÇÕES E DADOS DO BALANÇO

Foram elaboradas análises de correlações entre ativo total, patrimônio líquido e lucro líquido com os respectivos preços de fechamento das ações de cada empresa nos anos

calendários desde o lançamento dos *IPOs* até o 1º trimestre de 2012. O lucro líquido foi a variável que se apresentou mais correlacionada à variável valor da ação.

A Figura 2 apresenta a evolução dos dados das empresas e a correlação entre valor da ação e o lucro líquido do 4º trimestre de cada ano calendário. A empresa MMX apresentou correlação positiva entre valor da ação (MMXM3) e o lucro líquido tendo um coeficiente de determinação de 68%. Este percentual indica que uma variação no lucro líquido pode explicar 68% da variação do valor da ação, e vice-versa.

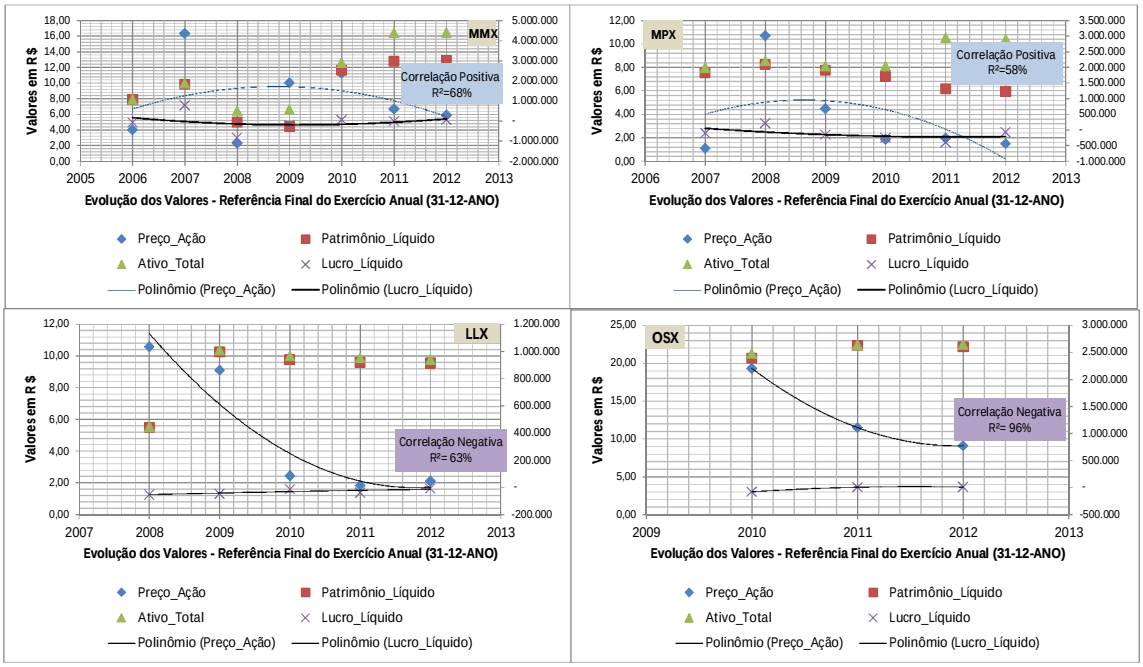

Figura 2. Correlação entre valor das ações das empresas do Grupo EBX e os dados do Balanço

A correlação entre valor da ação (MPXE3) e o lucro líquido também é positiva e com coeficiente de determinação de 58%. A correlação positiva indica que um aumento no valor do lucro líquido está correlacionado com um aumento no valor da ação, e uma redução no valor do lucro líquido está correlacionada a uma redução no valor da ação.

Observa-se, porém uma correlação negativa entre valor da ação (LLXL3e OSXB3) e o lucro líquido das empresas. A correlação negativa indica que um aumento no valor do lucro líquido está correlacionado com uma redução no valor da ação, e uma redução do lucro líquido está correlacionada a um aumento no valor da ação. Os coeficientes de determinação foram, respectivamente, de 63% e 96%. A empresa OGX apresentou uma correlação negativa entre o valor da ação (OGXP3) e o lucro líquido com 17% de coeficiente de correlação.

A Tabela 3 apresenta a correlação entre os valores das ações das empresas entre si. Observa-se que os ativos com maior correlação positiva são MMXM3 com OGXP3 e

OSXB3; LLXL3 com MPXE3 e OSXB3 e entre OGXP3 e OSXB3. Há também correlações negativas entre MPXE3 com MMXM3 e OGXP3.

Tabela 3:

Análise de correlação entre valores das ações das empresas do Grupo EBX.

Correlações	MMXM3	MPXE3	LLXL3	OGXP3	OSXB3
MMXM3					
MPXE3	-66%				
LLXL3	-34%	88%			
OGXP3	93%	-47%	-22%		
OSXB3	100%	49%	76%	94%	

R^2	MMXM3	MPXE3	LLXL3	OGXP3	OSXB3
MMXM3					
MPXE3	43%				
LLXL3	12%	78%			
OGXP3	86%	22%	5%		
OSXB3	99%	24%	58%	88%	

SIMULAÇÃO DOS VALORES DAS AÇÕES (E LUCRO LÍQUIDO) DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX

Utilizando-se dos dados de correlações entre os valores das ações e o lucro líquido das empresas (Figura 2) e de correlações entre os valores das ações entre si (Tabela 3) é possível montar uma simulação entre os efeitos das variáveis (preço e lucro líquido) sobre as ações das companhias e vice e versa. Dado que o fator de determinação entre valor da ação e lucro líquido da empresa OGX foi da ordem de apenas 17%, muito inferior comparado às demais empresas, optou-se por não utilizá-lo. Porém, entende-se que isso não limite as considerações da simulação proposta.

Assim, partindo de uma situação hipotética indicada na Figura 3 de um aumento no valor do lucro líquido da empresa MMX, conforme dados apresentados, há uma correlação positiva de 82% com o valor da ação, ou seja, espera-se um aumento no valor da ação (estágio 1). Um aumento no valor da ação MMXM3 está correlacionado positivamente a um aumento do valor da ação OSXB3. Dado que o valor da ação da empresa OSX está correlacionado negativamente ao seu lucro líquido, um aumento do valor da ação estaria associado a uma redução do lucro líquido desta empresa (estágio 2). Da mesma forma, como o valor da ação OSXB3 está correlacionado positivamente com o valor da ação LLXL3, espera-se que tal ação tenha seu valor aumentado. A correlação negativa entre valor da ação LLXL3 e o lucro líquido da empresa LLX faz com que seja esperada uma redução do valor do lucro líquido dado o aumento do valor da ação (estágio 3). Em contra partida, o aumento do valor da ação LLXL3 está positivamente correlacionado a um aumento do valor da ação MPXE3 e como valor da ação está correlacionado positivamente ao lucro líquido da MPX, espera-se observar um aumento no lucro líquido da companhia (estágio 4). Os valores dos ativos MPXE3 e MMXE3 estão negativamente correlacionados e, por isso, uma redução no valor das ações da empresa MPX estaria associada a uma redução do valor das ações da empresa MMX. Pela correlação positiva entre valor das ações e lucro líquido da empresa MMX (Figura 2), espera-

se que uma redução do valor das ações esteja correlacionada a uma redução do lucro líquido da empresa (estágio 5). Todas estas implicações estão descritas na Figura 7 nos estágios de 1 a 5 que caracterizariam o ciclo de alta. A situação final do ciclo de alta é a situação inicial de um segundo ciclo, porém um ciclo de baixa, em que as mesmas considerações envolvendo correlações positivas ou negativas entre valores das ações e lucro líquido das empresas e entre valores das ações das empresas entre si, proporcionam os estágios de 6 a 10, cujo resultado final implicaria em um novo início de ciclo de alta. Esta simulação, a partir dos valores de ações e lucro líquido e suas correlações (conforme Figuras 2 a 6), indica uma complexidade financeira envolvendo empresas de um Grupo com investimentos cruzados elevados em empresas subsidiárias. O resultado de cada empresa depende da combinação dos resultados das demais empresas coligadas em uma situação pré-operacional em que a geração de receitas ainda não propicia a lucratividade.

Diante dos dados apresentados, buscar-se-á uma reflexão sobre os possíveis efeitos para os diferentes *stakeholders* considerando possíveis alterações nos panoramas dos dados operacionais, dos resultados e de aspectos de mercado de capitais como *rating*, dividendos, juros, além de questões relacionadas ao capital social e ao conselho de administração.

Correlações			Ciclo alta			Ciclo baixa	
Preço Ação	Lucro Líquido		Preço Ação	Lucro Líquido		Preço Ação	Lucro Líquido
MMXM3			MMXM3			MMXM3	
	82%	Estágio 1	aumento	aumento	Estágio 6	redução	redução
OSXB3			OSXB3			OSXB3	
100%	-98%	Estágio 2	aumento	redução	Estágio 7	redução	aumento
LLXL3			LLXL3			LLXL3	
76%	-79%	Estágio 3	aumento	redução	Estágio 8	redução	aumento
MPXE3			MPXE3			MPXE3	
88%	76%	Estágio 4	aumento	aumento	Estágio 9	redução	redução
MMXM3			MMXM3			MMXM3	
-66%	82%	Estágio 5	redução	redução	Estágio 10	aumento	aumento

Figura 3. Simulação entre as relações de valor da ação e lucro líquido das empresas do Grupo EBX

ANÁLISE CONJUGADA DOS DADOS OPERACIONAIS E DE MERCADO DE CAPITAIS

A partir de diversas notícias veiculadas em mídias econômicas sobre as empresas do Grupo EBX nos meses entre janeiro e julho de 2012 foram identificados temas recorrentes em termos de operação, resultados e informações sobre o mercado de capitais que propiciaram a construção das Figuras 4 e 5, tendo como parâmetro o impacto (positivo ou negativo) e a dimensão temporal do investimento (curto ou longo prazo) para os diferentes *stakeholders*. A Figura 4apresenta os efeitos sobre fornecedores, credores, gestores, funcionários das empresas

do Grupo e membros executivos do Grupo EBX, além do acionista majoritário em diversas situações. Analisando os itens relacionados à operação e resultados das empresas do Grupo EBX, entende-se que situações de alcance das metas, melhoria de resultados como aumento de produção, redução de custos, produtividade e aumento nos lucros estariam associadas aum efeito positivo para a grande parte dos *stakeholders*.

	Fornecedores	Credores	Gestores	Funcionários	Executivos Grupo EBX	Eike Batista
Operação e Resultados						
Atraso nos Projetos	(-)		(-)	(-)	(-)	(-)
Atraso no início da Operação	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Produção abaixo do Plano			(-)	(-)	(-)	(-)
Lucro Líquido Negativo		(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Atingimento Resultados Planejados	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Aumento da Produção	(+)	(+)	(+)		(+)	(+)
Redução dos custos		(+)	(+)		(+)	(+)
Melhoria da Produtividade		(+)	(+)		(+)	(+)
Melhoria dos Lucros		(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Sinergias entre negócios/empresas		(+)	(+)		(+)	(+)
Mercado de Capitais (I)						
Redução do Rating Ações						
Melhoria do Rating Ação					(+) CP	(+) CP
Aumento Valor das Ações					(+) LP	(+) CP e (+) LP
Queda Valor das Ações						
Suspensão dos Dividendos						
Distribuição de Dividendos					(+) CP e (+) LP	(+) CP e (+) LP
Não Pagamento Juros s/capital						
Pagamento Juros s/capital					(+) CP e (+) LP	(+) CP e (+) LP
Mercado de Capitais (II)						
Financiamentos ou Emissão de Dedêntures		(+)			(+)	(+)
Aumento do Capital Social	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Membros comuns aos conselhos administrativos					**(+)**	**(+)**
Investimentos Cruzados em subsidiárias do Grupo EBX		**(-)**	**(-)**		**(+)**	**(+)**
Fechamento de Capital					**(+)**	**(+)**

Figura 4. **Efeito para os *stakeholders* (Grupo I) das empresas do Grupo EBX**
Fonte: os autores. Nota. CP: Curto Prazo, LP: Longo Prazo, (+) Efeito Positivo, (-) Efeito Negativo.

Em situação de resultados negativos e inferiores aos planejados, entende-se que o efeito seria generalizado e negativo entre os *stakeholders*. Na 2ª parte da Figura 4, buscam-se analisar os impactos associados aos dados de mercado como *rating*, valor das ações, pagamentos de dividendos e juros sobre o capital. Porém, neste caso, só foi possível associar efeitos positivos aos executivos e ao acionista majoritário considerando os itens favoráveis, tais como melhoria do *rating*, aumento do valor das ações, distribuição de dividendos e pagamento de juros. Situações desfavoráveis acerca dos itens de mercado de capital I para executivos do grupo e acionista principal serão analisadas na Figura 5.

Por outro lado, para fornecedores, credores, gestores e funcionários das empresas entende-se não ser possível associar diretamente um efeito para os itens constituintes do mercado de capital I. A análise complementar dos itens descritos como mercado de capital II possui em sua maioria efeito positivo para os *stakeholders*. A única exceção é quanto ao item

investimentos cruzados em subsidiárias que se apresenta com efeito negativo para credores e gestores que podem ser impactados em caso de resultado ruim das empresas subsidiárias. Outro destaque é que para todos os itens o efeito seria positivo tanto para os executivos quanto para o acionista principal. A análise da Figura 5 é mais complexa. São apresentados como *stakeholders* os acionistas minoritários, investidores institucionais e fundos de investimentos em comparativo com os executivos do Grupo EBX e o acionista principal.

Novamente, na análise dos resultados operacionais tanto em caso de resultados favoráveis quanto desfavoráveis, o efeito (positivo ou negativo) parece estar em consonância entre os diversos *stakeholders*.

	Acionistas Minoritários	**Investidores Institucionais**	**Fundos Investimentos**	**Executivos Grupo EBX**	**Eike Batista**
Operação e Resultados					
Atraso nos Projetos				(-)	(-)
Atraso no início da Operação	(-)			(-)	(-)
Produção abaixo do Plano	(-)			(-)	(-)
Lucro Líquido Negativo	(-)	(-) LP	(-) LP	(-)	(-)
Atingimento Resultados Planejados		(+)	(+)	(+)	(+)
Aumento da Produção				(+)	(+)
Redução dos custos				(+)	(+)
Melhoria da Produtividade				(+)	(+)
Melhoria dos Lucros	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
Sinergias entre negócios/empresas			(+)	(+)	(+)
Mercado de Capitais (I)					
Redução do Rating Ações		**(-) CP**	**(-) CP**		
Melhoria do Rating Ação		(+) CP	(+) CP	(+) CP	(+) CP
Aumento Valor das Ações	(+)		(+) LP	(+) LP	(+) CP e (+) LP
Queda Valor das Ações	**(-)**		**(-) LP**		
Suspensão dos Dividendos	**(-)**		**(-)**		
Distribuição de Dividendos	(+)		(+)	(+) CP e (+) LP	(+) CP e (+) LP
Não Pagamento Juros s/capital	**(-)**		**(-)**		
Pagamento Juros s/capital	(+)		(+)	(+) CP e (+) LP	(+) CP e (+) LP
Mercado de Capitais (II)					
Financiamentos ou Emissão de Dedêntures			(+)	(+)	(+)
Aumento do Capital Social	(+)		(+)	(+)	(+)
Membros comuns aos conselhos administrativos				**(+)**	**(+)**
Investimentos Cruzados em subsidiárias do Grupo EBX	**(-)**	**(-)**	**(-)**	**(+)**	**(+)**
Fechamento de Capital	**(-)**	**(-)**	**(-)**	**(+)**	**(+)**

Figura 5. Efeito para os *stakeholders* (Grupo II) das empresas do Grupo EBX
Fonte: os autores. Nota. CP: Curto Prazo, LP: Longo Prazo, (+) Efeito Positivo, (-) Efeito Negativo.

Porém, na análise dos itens de mercado de capitais I apenas as situações favoráveis apresentam efeitos alinhados, como os casos de melhoria do *rating*, aumento do valor das ações e relacionados a dividendos e juros. Resultados desfavoráveis como a queda no valor das ações, suspensão de pagamentos de dividendos e o não pagamento de juros podem ser associados a efeito negativo para acionistas minoritários e fundos de pensão, mesmo que no longo prazo. A redução do *rating* teria efeito negativo para os investidores institucionais e fundos de investimentos pela possibilidade de limitação institucional de investimentos nos

ativos destas empresas. Por outro lado, o efeito para os executivos do grupo e para o acionista principal não é de fácil determinação e por isso os itens de mercado de capital II da Figura 4 são discutidos.

O item “financiamento e emissão de debêntures” pode não ter efeito direto para os acionistas minoritários e os investidores (institucionais e fundos), o efeito é positivo para os executivos e o acionista majoritário seja pela necessidade de financiar os projetos, seja pelo referendo dado pelos financiadores de que tais projetos serão bem-sucedidos. O item aumento do capital social, a não ser para investidores institucionais, é associado a efeito positivo para todos os demais *stakeholders*. Do ponto de vista dos acionistas minoritários, investidores institucionais e os fundos de investimentos os investimentos cruzados entre subsidiárias não teriam efeito positivo, tendo em vista que a opção de investir ou não em uma empresa pode ser decidida por cada investidor diretamente. Inicialmente, a composição dos conselhos administrativos das empresas não pode ser associada diretamente a um efeito positivo ou negativo a nenhum dos *stakeholders*, a não ser para o grupo de executivos e para o acionista principal. A participação de membros em vários conselhos administrativos pode ser considerando uma capacidade de agência do principal sobre o agente (Jensen; Meckling, 1976). O item “fechamento de capital” está associado com efeito positivo para os executivos do Grupo e acionista principal e efeito negativo aos demais *stakeholders*. Em suma, todos os itens constituintes do mercado de capitais II estão associados a efeitos positivos para os executivos do Grupo e ao acionista principal.

Após estas considerações, faz-se necessária uma contextualização. Uma sequência de resultados operacionais abaixo das expectativas do mercado pode levar a reduções de *rating*, suspensões na distribuição de dividendos, não pagamento de juros e, pode ainda, resultar em queda nos valores das ações. Ações subvalorizadas podem representar oportunidades de investimentos, mas podem resultar em uma operação de fechamento de capital (*OPA*) por parte dos acionistas majoritários. Estes acionistas com acesso aos dados relevantes sobre o andamento dos negócios da empresa podem avaliar o potencial de desempenho futuro da empresa e decidir por fechar o capital pagando um valor por ação que lhes possa proporcionar retornos no longo prazo. O fechamento de capital pode ser entendido como um momento de oportunismo (Williamson, 1975) e um conflito de agência entre acionista principal e os demais acionistas. A prerrogativa legal da possibilidade de fechamento do capital é outra capacidade de influência na relação principal-agente (Jensen; Meckling, 1976).

Considerando que os três últimos itens de mercado de capitais II da Figura 5são

aqueles de maior divergência de efeitos entre os *stakeholders* são apresentadas informações acerca da situação.

Segundo dados do grupo EBX, os conselhos de administração eram compostos, em geral, por mais de 30% de membros independentes (chegando até a 45%), porcentagem superior ao exigido pelo regulamento do novo mercado (20%). Os conselheiros do Grupo eram profissionais altamente capacitados, com experiências diversificadas e amplo conhecimento dos setores das empresas e do mercado corporativo. Consultando as páginas das empresas na internet em setembro de 2012, foi possível observar que cinco membros faziam parte de todos os conselhos das empresas do grupo EBX atuantes no Brasil, entre eles o próprio Eike Batista que era presidente de todos os conselhos das empresas do Grupo EBX. Outros cinco profissionais participavam do conselho de pelo menos 2 empresas e 16 outros membros de apenas um conselho. Isso indica que cerca de 40% do total de membros conselheiros participavam em pelo menos dois conselhos diferentes, característica de um conselho de diretores inter-relacionados.

Ademais, as empresas do grupo possuíam investimentos cruzados entre as empresas do próprio Grupo, acarretando uma proliferação de resultados negativos, tendo em vista a ausência de receitas das empresas nos estágios pré-operacionais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As empresas do grupo EBX até 2013 estavam em estágio pré-operacional ou em operação inicial, ou seja, ainda operando sem lucratividade. As empresas do grupo não distribuíram dividendos nem juros sobre o capital no período analisado. Em geral, os valores do ativo total e do patrimônio líquido evoluíram positivamente, apesar do lucro acumulado ter sido, crescentemente negativo. Neste artigo foram apresentadas outras informações que podem ajudar a compreender a evolução dos valores das ações das empresas do Grupo EBX. O modelo adotado pelo Grupo EBX em que há investimentos cruzados entre as empresas subsidiárias, faz com que os resultados destas empresas estejam inter-relacionados, ou seja, resultados negativos tendem a desfavorecem todas as empresas assim como resultados positivos tendem a favorecer a coletividade das empresas. Da mesma forma, o fato da composição do conselho de administração das empresas ter membros constituintes do conselho de outras empresas do Grupo EBX (diretores inter-relacionados) pode ser uma vantagem em termos de conhecimento sobre as gestões de cada empresa, os estágios dos

projetos e de geração de caixa para tomadas de decisões e priorização em aprovação de investimentos.

Em contrapartida, a notícia da possibilidade de fechamento de capital da companhia LLX pode refletir desfavoravelmente a todas as empresas do Grupo EBX. O fechamento de capital de uma das empresas do Grupo, qualquer que seja o motivo, pode disseminar uma crise de confiança do mercado com diversas consequências para o Grupo EBX e para o próprio empresário Eike Batista como uma condenação moral seguida de um descrédito no mercado de capitais, com efeitos ainda mais nocivos para todos os demais *stakeholders*.

Uma operação de *OPA* faz sentido se os acionistas principais veem potencial no próprio negócio e uma vantagem em operar fora do mercado. Uma empresa de capital fechado precisa dar menos detalhes ao mercado sobre suas atividades e pode centralizar mais suas decisões. Com a possibilidade do fechamento de capital da LLX, surge uma questão importante relacionada à imagem e ao crédito do próprio empresário Eike Batista junto ao mercado. A crise de confiança do mercado pode por em risco as ações das demais empresas do Grupo EBX e suscitar uma aversão ao risco associado ao empresário Eike Batista, já que a imagem do empresário já está desgastada pelos seguidos atrasos na execução dos projetos das diversas empresas do Grupo EBX.

Por outro lado, se realmente os executivos do Grupo EBX confiassem que a empresa LLX terá resultados futuros, por que não usar esta chance para gerir uma empresa cotada em bolsa e com diversos sócios para compartilhar os bons resultados como uma oportunidade de provar que o X da questão do grupo EBX é realmente o símbolo da multiplicação e compartilhamento de ganhos e não uma incógnita sobre qual será o comportamento oportunista dos acionistas principais.

As análises realizadas evidenciam o enorme risco de investimento em empresas pré-operacionais, ainda que as mesmas estejam listadas na categoria Novo Mercado da Bolsa de Valores, que exige maior transparência que a legislação vigente. O que ocorreu foi uma sequência de resultados líquidos negativos e o não cumprimento da geração de receitas operacionais. A maioria das empresas não produzia nada até 2013 e as que produziam, apresentavam receitas ínfimas.

Outro fator que gera preocupação aos credores é quanto à composição de endividamento do Grupo. As empresas fizeram volumosos empréstimos, porém os montantes foram lançados como investimentos cruzados entre as empresas do Grupo, resultando em

jogadas financeiras. Em 2013, o Grupo possuía dívida bilionária, somente para o Banco Bradesco a OGX devia mais de 1 bilhão de reais.

Oportunidade encontrou aqueles que conseguiram fazer operações de curto prazo, comprando na baixa das destoadas oscilações e vendendo nas oscilações de alta, mas pelo resultado das estratégias adotadas, evidencia-se que o oportunismo imperou e que não saiu impune. Chegando a declaração do próprio Eike Batista de ter se arrependido da realização de *IPO*'s das empresas do seu Grupo (Infomoney, 2013).

A questão moral e de imagem está associada a um tipo de controle social e ambas podem ter influências de maior amplitude do que os controles racionais. A confiança e a reputação podem ser os principais ativos dos empreendedores e definir a permanência ou não destes profissionais no mercado. Estes controles agem na diminuição das práticas oportunistas (Moran; Ghoshal, 1996). Se o mercado pune as empresas que não entregam os resultados esperados forçando para baixo o valor dos ativos, muito pior pode fazer com os empreendedores que utilizam o mercado para práticas oportunistas.

Isso foi comprovado no ano de 2013, pois comparando os valores das ações, a evolução dos valores do Balanço Patrimonial e do Demonstrativo do Resultado de Exercício, verifica-se uma queda acentuada. O mercado não perdoou a não entrega dos resultados prometidos no longo prazo e a mídia nacional e internacional veiculou fortemente os problemas das empresas do Grupo X, fazendo com que seu valor de mercado derretesse. A fortuna do principal controlador saiu do patamar de 27 bilhões para 200 milhões (Valor, 2013), mas esta pode ter sido apenas uma evidência da atuação dos controles racionais e sociais, de várias que ainda estão por vir.

REFERÊNCIAS

BMF&Bovespa. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 07/2013.

CCX. Disponível em: <http://www.ccx.com.co>.Acesso em: 07/2013.

EBX. Disponível em: <http://www.ebx.com.br>.Acesso em: 07/2013.

INFOMONEY. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br>.Acesso em: 07/2013.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: **Managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of financial economics, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LLX.Disponível em: <http://www.llx.com.br>.Acesso em: 07/2013.

MORAN, Peter; GHOSHAL, Sumantra. Theories of economic organization: The case for realism and balance. **Academy of Management Review**, v. 21, n. 1, p. 58-72, 1996.

MMX.Disponível em: <http://www.mmx.com.br>.Acesso em: 07/2013.

MPX.Disponível em: <http://www.mpx.com.br>.Acesso em: 07/2013.

OGX.Disponível em: <http://www.ogx.com.br>.Acesso em: 08/2012.

OSX.Disponível em: <http://www.osx.com.br>.Acesso em: 07/2013

WILLIAMSON, Oliver. E.**Markets and Hierarchies**: Analysis and Antitrust Implications. Free Press: New York. 1975.