

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ABERTURA DE CAPITAL E RENTABILIDADE DAS EMPRESAS

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Simoni Maria Geremias

Orientador: Prof. Newton C.A. da Costa Jr.

Área de Pesquisa: Mercado de Capitais

Palavras Chaves:

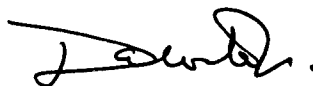
1. Mercado de Capitais
2. Abertura de Capital de empresas
3. Retornos anormais após a abertura

Florianópolis, março de 1999.

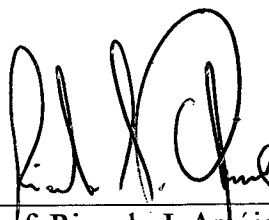
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota **8** ao aluno (a) Simoni Maria Geremias na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

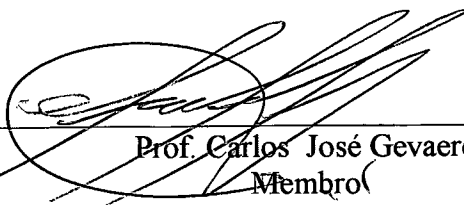
Banca Examinadora:



Prof. Newton C.A. da Costa Jr.
Presidente



Prof. Ricardo J. Araújo de Oliveira
Membro



Prof. Carlos José Gevaerd
Membro

AGRADECIMENTOS

Acima de tudo e, em especial, a meus pais Cecilio e Maria Antônia, que sempre incentivaram meus estudos, encorajando e me apoiando muito, expresso, reconhecimento e todo meu amor.

A Fabio Vieira, pelo seu amor, incentivo e compreensão nos momentos mais difíceis.

Aos meus irmãos Carlos e Soraia, com carinho.

A meu orientador Prof. Newton C.A. da Costa Jr. e ao bolsista Giuliano Zapelini, pelo apoio, pela força que me concederam em todos os momentos em que precisei.

Aos amigos, que estiveram presentes durante todo o curso, pelo incentivo e colaboração.

A Deus por ter iluminado minha caminhada, pois foi onde busquei forças para concluir este curso.

A todos, o meu muito obrigado.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELA

CAPÍTULO I

1. INTRODUÇÃO

1.1. Problemática	01
1.2. Objetivo Geral.....	03
1.3. Objetivo Específicos.....	03
1.4. Metodologia	03
1.5. Limitações do Trabalho	04

CAPÍTULO II

2. O PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL

2.1. Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico	05
2.2. Sociedades Anônimas.....	06
2.3. Órgãos Reguladores	08
2.4. Outros Órgãos	09
2.5. Operações no Mercado de Capitais.....	11
2.5.1. Mercado Primário : <i>Underwriting</i> e Debêntures.....	11
2.5.2. Mercado Secundário: Bolsas e Mercado de Balcão	12
2.6. Mecanismos para a Abertura e Fechamento de Capital	13
2.6.1. Mecanismos para a Abertura de Capital	14
2.6.2. Mecanismos para Fechar uma Empresa.....	21
2.7. Vantagens e Desvantagens na Abertura de Capital.....	22

CAPÍTULO III

3. ESTUDOS ANTERIORES

3.1. Síntese do trabalho de Humberto Casagrande Pereira	24
3.2. Síntese do trabalho de Ricardo Pereira Câmara Leal	28

3.2.1.	Leal (1988/1989) – Retornos Anormais e Sinalização nas Aberturas de Capital.....	28
3.2.2.	Leal (1990) – Um Momento para o “ <i>Insider Trading</i> ”: O período anterior ao anúncio de uma Emissão Pública de Ações.....	32
3.2.3.	Leal (1991) – Por que há retornos anormais nas Aberturas de Capital?	35

CAPÍTULO IV

4. METODOLOGIA E RESULTADOS

4.1.	Retornos Anormais.....	38
4.2.	Coletas e Tratamento dos Dados.....	39
4.3.	O Método do Índice de Comparação.....	41
4.4.	Resultados obtidos	42

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....

44

6. BIBLIOGRAFIA

45

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1-** Estatísticas descritivas para o Índice de Comparação das Aberturas de Capital por Oferta Pública de Ações no período de 1978-1987 para t dias após o início de negociação em bolsa..... 30
- Tabela 2 –** Resultados dos Testes de Aderência e dos Testes t para um desempenho igual ao do Mercado em Emissão Pública de Ações para a Abertura de Capital entre 1978-1987 para diversos períodos selecionados a partir da primeira negociação em bolsa 31
- Tabela 3 -** Estatística descritiva do Índice de Comparação para períodos selecionados em torno da Assembléia de Acionistas que deliberou sobre o aumento de capital 34
- Tabela 4 –** Teste de Aderência de *Kolmogorov-Smimov* e teste t para a hipótese nula do logaritmo natural dos Índices de Comparação ser nulos para períodos selecionados em torno do anúncio de uma emissão pública de ações..... 34.
- Tabela 5 –** Valor do fechamento da cotação de cada empresa e o Índice de Mercado (IBOVESPA) para o período de 1985-1989..... 39
- Tabela 6 –** Valor do fechamento da cotação de cada empresa e o Índice de Mercado (IBOVESPA) para o período de 1995-1997..... 40
- Tabela 7 –** Índice de Comparação para o período de 1985-1989..... 42
- Tabela 8 –** Índice de Comparação para o período de 1995-1997..... 42
- Tabela 9 –** Estatísticas Descritivas para o Índice de Comparação por Oferta Pública de Ações no período de 1985-1989, para t dias após o início de negociação em bolsa..... 43
- Tabela 10 –** Estatísticas Descritivas para o Índice de Comparação por Oferta Pública de Ações no período de 1995-1997, para t dias após o início de negociação em bolsa 43

CAPÍTULO I

1. INTRODUÇÃO

1.1. Problemática

Dentre as várias formas de obtenção de recursos para as empresas, como os financiamentos bancários, empréstimos, entre outras, assumem especial destaque os recursos provenientes do mercado de capitais, devido à sua vantagem em obtenção de maior volume de recursos para investimentos, aumento da capacidade de alavancagem da empresa, (proporcionado pelo incremento de seu patrimônio líquido), melhoria da imagem institucional frente aos parceiros comerciais e financeiros da empresa, entre outros aspectos.

Alguns empresários temem abrir o capital de sua empresa à participação do público por entenderem que, assim fazendo, estão entregando aos investidores uma parte de seu patrimônio acumulado. Só que esta idéia não está correta, pois, o acionista minoritário, (o investidor), somente recebe remuneração efetiva se o seu capital gerar bons resultados na empresa, se houver prejuízo participa dele junto com o empresário.

Já se a empresa tomar empréstimos, aí sim poderá ocorrer o contrário, se o capital empregado resultar em prejuízo, tal prejuízo será absorvido totalmente pelo empresário. O prestador do dinheiro não corre risco, pois, é remunerado a uma taxa fixa que independe da obtenção ou não de lucros por parte da empresa.

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), a companhia é aberta ou fechada se os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou em mercado de balcão. Somente os valores mobiliários de companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou em mercado de balcão.

A companhia fechada obtém recursos de capital mediante subscrição de ações pelos próprios acionistas ou por um grupo restrito de pessoas, mediante exercício do direito de

preferência dos acionistas ou de contrato de participação acionária firmado com terceiros subscritores previamente conhecidos.

Ao contrário da companhia fechada, a companhia aberta procura recursos junto ao público, oferecendo ações de sua emissão. Nesse caso, diante da dispersão dos titulares dos valores mobiliários emitidos pela companhia, aos seus controladores e administradores, a lei estabelece um regime especial de tutela do Poder Público em favor dessa coletividade de acionistas, debenturistas e demais portadores de títulos acionários. As companhias abertas são as emissoras das ações transacionadas nos mercados organizados.

Para que se possa ter acesso aos recursos do mercado de capitais as empresas precisam abrir seu capital, e que é permitido apenas para as Sociedades Anônimas (S.A.), segundo Rudge & Cavalcante (1998, p.109): “Abrir o capital significa tornar-se uma companhia de capital aberto, ou seja, emitir ações ou debêntures para o público em geral, que poderão ser transacionados em bolsas de valores e nos mercados organizados”.

A empresa em fase de crescimento necessita de recursos para financiar seus projetos de expansão. Mesmo que o retorno oferecido pelo projeto seja superior ao custo de um empréstimo, o risco de negócio recomenda que exista pelo menos um balanceamento entre o financiamento do projeto com recursos de terceiros e recursos próprios. Recursos próprios se traduzem na emissão de ações que serão subscritas pelos atuais ou por novos acionistas

“A abertura de capital justifica-se por motivações técnicas ou decorrentes da cultura da companhia emissora. As razões que levam a empresa a considerar a abertura de capital tem influência fundamental na escolha do tipo de valor mobiliário, do tipo de lançamento e do tipo de investidor mais adequado aos seus objetivos.” (Guia BOVESPA, 1997, p.10). A partir do momento em que uma empresa tem seu capital aberto, o mesmo será dividido em ações e a responsabilidades dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas¹.

Observações dos preços iniciais nas aberturas de capital mostram que o retorno é maior que o esperado para o nível de risco associado à atividade da empresa. Conforme Leal

¹ Uma empresa pode também abrir o capital através da emissão de títulos de dívida, chamados debêntures.

(1991), há duas formas de ocorrer retornos acima do esperado para o preço de mercado de uma nova ação. A primeira porque comprou-se barato, havendo deságio a partir do preço de mercado esperado para o cálculo do preço de emissão. A outra forma é o preço do mercado estar acima do que deveria em função do nível de risco da empresa, enquanto o de emissão reflete corretamente o valor de mercado da empresa, ou seja, comprou-se pelo preço justo, mas vendeu-se caro.

Portanto, a partir destas constatações, a de que há retornos anormais nas aberturas de capital, originou-se o tema desta monografia, que visa estudar o processo de abertura de capital e a rentabilidade das ações das empresas após esse processo.

1.2. Objetivo Geral

Estudar a rentabilidade de empresas brasileiras após a abertura de capital.

1.3. Objetivos específicos

- Apresentar os requisitos e os passos necessários para a abertura de capital;
- Mostrar as vantagens e desvantagens da abertura de capital e,
- Verificar a existência de retornos anormais após a abertura de capital.

1.4. Metodologia

Este trabalho foi desenvolvido com base no referencial teórico bibliográfico pertinente ao tema, sendo que a maior parte dos livros foram editados por órgãos ligados ao mercado de capitais. Está sendo utilizado matéria da Revista Brasileira de Mercado de Capitais , BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), entre outras.

A partir da data de abertura de capital, e com os preços dos dias subsequentes será utilizado o método do Índice de Comparação (IC) para verificar se os retornos das ações da empresa são maiores que o esperado para o nível de risco associado à atividade da mesma.

Pode-se demonstrar que o método equivale ao modelo CAPM² com beta igual a 1. A equação que estima o IC é dada por:

$$IC_t = \frac{\frac{P_t}{P_o}}{\frac{I_t}{I_o}}$$

Onde:

P_o – cotação no mercado secundário no dia de anúncio da emissão;

P_t – cotação no mercado secundário t dias após o anúncio da emissão;

I_o – índice de mercado no dia do anúncio da emissão;

I_t – índice de mercado t dias após anúncio;

IC – é o valor do índice de comparação, no dia t.

Serão formuladas duas amostras, com aproximadamente 7 empresas cada, que tiveram seu capital aberto no período de 1985 à 1997, onde serão coletados os valores da cotação de fechamento dia do anúncio da emissão e nos dias subsequentes ao anúncio. Estes valores serão colocados na fórmula acima citada para que tal anormalidade seja detectada ou não.

Assim, se a rentabilidade da ação estiver acima da rentabilidade ajustada ao risco, o valor do IC será maior que 1,0(um). Se a rentabilidade da ação estiver adequada ao seu nível de risco, o IC estará, em média em torno de 1,0.

1.5. Limitações do Trabalho.

Não serão feitos testes estatísticos para verificar a significância dos valores do IC obtidos; o modelo de risco adotado é simplificado, ao se adotar o valor de beta, do CAPM, igual a 1; e a amostra utilizada não se baseou num procedimento totalmente aleatório de seleção de empresas, principalmente devido à dificuldade de obtenção dos dados.

² Modelo de formação de preços de ativos de capital (CAPM, do inglês *Capital Asset Pricing Model*). A formulação deste modelo pode ser vista em Gitman (1997).

CAPÍTULO II

2. O PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL.

2.1. Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico.

O desenvolvimento do mercado financeiro e a criação de novas e sofisticadas instituições financeiras não bancárias constituem tendências necessárias e irreversíveis dentro de um sistema capitalista moderno.

A evolução do mercado financeiro torna-se necessária para possibilitar diversos aspectos, tais como: a captação de recursos a baixo custo pelas empresas; a criação de instituições financeiras especializadas em atender a determinados setores de atividade; a diversificação das alternativas de aplicação de poupanças, ampliando-se assim, as oportunidades de participação no processo de financiamento e de acumulação aos mais diferentes segmentos da coletividade; a diminuição dos riscos e dos custos de transação com recursos financeiros e o aumento da liquidez dos títulos de créditos existentes.

O direcionamento da poupança para a formação do capital se processa de forma direta, identificando o poupador com o investidor por um processo indireto, ou seja, direcionamento compulsório ou voluntário, por meio de instituições governamentais e a subscrição de ações via Mercado Financeiro ou diretamente via instituições especializadas no mercado acionário.

O mercado financeiro é dividido em quatro segmentos: o mercado de crédito, o mercado de capitais, o mercado de monetário e o mercado de câmbio.

O **Mercado de Crédito** caracteriza-se por funcionar a partir de normas contratuais, que envolvem tomadores finais de crédito, doadores finais e intermediários do processo de concessão.

O **Mercado de Capitais** é segmento que atende aos agentes econômicos produtivos quanto às suas necessidades de financiamento de médio e sobretudo de longo prazo,

essencialmente relacionado com investimento em capital fixo. A maior parte dos recursos financeiros de longo prazo é seguida por intermediários financeiros não bancários.

Através deste mercado, um número substancial de empreendimentos teve início e/ou foi levado adiante. Empresas representativas seriam menos fortes não fosse o fornecimento de recursos de investimento produtivo por esse mercado. É de importância fundamental ao crescimento a longo prazo e prosperidade das empresas e organizações governamentais, fornecendo fundos necessários pela aquisição de ativos físicos e implementação de programas que visem assegurar a existência contínua das organizações, com crescimento de estoque de bens de capital na economia, permitindo que segmentos da economia, deficitários de capital para adquirir instalações e equipamentos, obtenham fundos dos diversos poupadores. Possibilita que indivíduos, empresas, governos e instituições financeiras direcionem suas poupanças para empréstimos a longo prazo comprando títulos de empresas, governo e instituições financeiras.

O **Mercado Monetário** possui a peculiaridade de referir-se às operações de curtíssimo prazo, cujo objetivo não é financiar nenhum empreendedor ou consumidor, mas equilibrar as reservas da moeda entre os vários agentes da economia. São operações típicas deste mercado as trocas de disponibilidades entre os próprios bancos, através dos certificados de depósitos interfinanceiros e as operações chamadas de mercado aberto (*open market*), nas quais o Banco Central e o Tesouro Nacional são os principais operadores.

O **Mercado de Câmbio**, envolve a troca de moedas estrangeiras para o atendimento das necessidades de viagens e comércio exterior. São, normalmente, transações a vista mas podem associar-se a operações de crédito com moedas estrangeiras. Estas operações são intermediadas por bancos comerciais e corretoras de câmbio autorizados pelo Banco Central, que regulamenta detalhadamente todos os procedimentos necessários.

2.2. Sociedades Anônimas.

A sociedade anônima é um entidade empresarial, criada por lei, freqüentemente designada “pessoa jurídica”, uma sociedade anônima tem poderes semelhantes aos de

uma pessoa no sentido de que pode acionar e ser acionada judicialmente, estabelecer contratos e ser parte deles, e adquirir propriedades em seu próprio nome.

Segundo Gitman (1997), são considerados como pontos fortes das sociedades anônimas: os proprietários tem responsabilidade limitada, o que lhes garante não perder mais do que investiram; podem alcançar grandes dimensões devido à possibilidade de venda das ações; os direitos de propriedade são facilmente transferíveis; vida longa da empresa pois não se dissolve em caso de morte dos proprietários; possibilidade de contratar administradores profissionais; maior capacidade de expansão, devido ao acesso ao mercado de capitais e entre outros.

Já os pontos fracos são resumidos da seguinte forma: os impostos são geralmente mais altos, uma vez que os lucros são tributados na empresa e os dividendos pagos aos proprietários também³; exigem maiores gastos organizacionais do que outras formas de empresa; sujeita-se a maior controle governamental; os empregados freqüentemente não possuem interesse pessoal na empresa; ausência de sigilo, pois os acionistas devem receber as demonstrações financeiras.

Os principais integrantes de uma sociedade anônima são os acionistas, o conselho de administração e o presidente. Os acionistas são os verdadeiros donos da empresa, em vista de seu patrimônio ser em ações ordinárias e preferenciais⁴. Eles votam periodicamente para eleger os membros do conselho de administração e para modificar o estatuto social da empresa. O Conselho de Administração possui autoridade máxima para decidir os assuntos da sociedade e para formular sua política geral. Participam do conselho de administração pessoas-chaves da empresa, bem como pessoas externas, homens de negócios e executivos bem sucedidos de outras grandes organizações. O presidente, ou executivo principal, é responsável pela administração do dia-a-dia da empresa e pela execução das políticas estabelecidas pelo conselho de administração.

³ No Brasil a tributação sobre os dividendos tem mudado bastante ao longo do tempo. Ora são tributados, ora não são tributados.

⁴ Algumas sociedades anônimas não tem acionistas, mas sim "membros", os quais, freqüentemente, possuem direitos similares aos dos acionistas, podem votar e receber dividendos. São exemplos as associações de poupança, as cooperativas de crédito, as companhias de seguros mútuo e uma série de organizações filantrópicas.

2.3. Órgãos Reguladores.

Segundo Casagrande (1989) os órgãos reguladores do mercado de capitais são os seguintes:

- **Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

A Comissão de Valores Mobiliários é o agente regulamentador do mercado. Ela não participa ativamente do processo de negociação entre *underwriter* e empresa, nem do processo de distribuição dos títulos, age apenas como órgão normativo, exerce suas funções no mercado primário, apoiada basicamente pela Instrução CVM n.º 13 de 30 de setembro de 1980, e pela lei das Sociedades Anônimas, lei 6404, de 15 de dezembro de 1976.

Entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, administrada por um presidente e quatro diretores nomeados pelo Presidente da República, funciona como órgão de deliberação colegiada de acordo com regimento interno aprovado pelo Ministério da Fazenda.

Entre as disposições em vigor destacam-se as seguintes: a distribuição de ações através de subscrição pública só poderá ser efetuada com a intermediação de instituições integrantes do chamado sistema de distribuição de valores mobiliários; toda emissão poderá ter uma ou mais instituições líderes que são as que efetivamente fazem a intermediação entre a empresa e a CVM e administram todas as etapas da colocação dos novos títulos; as instituições intermediadoras do processo podem formar consórcios com o fim de distribuir os títulos e de garantir a emissão; os consórcios são regulados por contratos e subcontratos nos quais estipulam as condições e os limites de co-obrigação de cada participante e a outorga de poderes de representação das sociedades consorciadas ao líder da distribuição.

Compete à CVM assegurar o funcionamento eficiente e regular os mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraudes ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preços de valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de

práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.

- **Bolsa de Valores**

As Bolsas de Valores, de acordo com o disposto na Resolução nº. 1.656/89 da CVM, constituem-se como associações civis sem fins lucrativos, que tem por objetivo social, entre outros, manter local adequado ao encontro de seus membros e a realização, entre eles, de transação de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros e pelas entidades monetárias.

2.4 Outros Órgãos.

- **Banco de Investimento**

Os Bancos de Investimentos são entidades privadas, especializadas em operações de participação ou financiamento, a médio e longos prazos, para suprimento de capital fixo ou de movimento, mediante a aplicação de recursos próprios e captação, intermediação e aplicação de poupanças de terceiros.

Além do apoio financeiro às empresas, os bancos de investimentos estão capacitados, pela sua estrutura técnica, a oferecer uma série de serviços, como assessoria na realização de negócios em geral, projetos e outros.

- **Sociedade Corretora**

São instituições financeiras constituídas como sociedades anônimas ou sociedades por quotas de responsabilidades limitada. Sua principal função é de promover a aproximação entre compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, propiciando negociabilidade adequada através de operação realizadas em recinto próprio (pregão das Bolsas de Valores). Desta forma, as sociedades corretoras exercem o papel de unificadoras do mercado, dando segurança ao sistema e liquidez aos títulos transacionados.

- **Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários.**

As sociedades distribuidoras são firmas constituídas como sociedades anônimas, sociedades por quotas de responsabilidade limitada, ou ainda como firmas individuais, cuja autorização para financiamento é dada pelo Banco Central do Brasil, que também estipula os capitais mínimos a que estão obrigadas em função da região em que atuam.

Suas atividades básicas, determinadas pela Resolução nº 1.120/86 da CVM, são: subscrever isoladamente ou em consórcios, emissões de títulos ou de valores mobiliários para revenda; intermediar a colocação de emissões no mercado; contratar com a emissora a sustentação de preços dos títulos no mercado no período de lançamento e colocação da emissão; encarregar-se da venda à vista, a prazo ou à prestação de títulos e valores mobiliários por conta de terceiros; operar também no mercado aberto; instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento.

- **Banco Múltiplo**

Sua criação resulta na simplificação dos procedimentos operacionais, jurídicos e contábeis. A característica do Banco Múltiplo é poder operar, sob um única denominação jurídica, diferentes carteiras tais como: banco comercial, banco de investimento, financeira, crédito imobiliário, distribuidora de títulos e valores mobiliários, etc.

- **Agentes Autônomos de Investimentos**

São pessoas físicas credenciadas por bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras, para desempenhar exclusivamente por conta e ordem das entidades credenciadas, as seguintes atividades: colocação ou venda de títulos e valores mobiliários registrados na Comissão de Valores Mobiliários ou de emissão ou coobrigação de instituição financeira; colocação de quotas de fundos de investimento; outras atividades autorizadas expressamente pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

- **Investimentos Institucionais**

São figuras de grande importância para o mercado de valores mobiliários, tendo-se em vista que garantem fluxo de recursos razoavelmente constantes e tem objetivos de longo prazo, o que confere certa estabilidade ao sistema.

2.5. Operações no Mercado de Capitais.

2.5.1. Mercado Primário – *Underwriting* e Debêntures.

O mercado primário é uma subdivisão do mercado de capitais e se caracteriza pela colocação de novas ações emitidas pela empresa com a finalidade principal de capitalização para viabilização de grandes empreendimentos que possibilitem seu desenvolvimento a longo prazo.

Quando a emissão é subscrita totalmente pelos antigos acionistas, mesmo sendo a empresa registrada em bolsa, chama-se subscrição particular e pode ser feita diretamente pela empresa ou através da bolsa de valores.

O *underwriting* significa subscrição, emitir ações para captar novos recursos junto a acionistas. A operação de *underwriting* faz parte do mercado primário, pois existe uma transferência de recursos diretamente do investidor para o caixa da empresa. É o esquema de lançamento público de ações ou debêntures, em que a empresa contrata um intermediário financeiro para sua colocação no mercado.

Desta forma, o mercado de ações exerce um papel importante como canalizador de recursos dos poupadores para aplicação na atividade produtiva, possibilitando uma configuração mais adequada na relação capital próprio/capital de terceiros das empresas.

A atuação da instituição financeira responsável pelo *underwriting* é importante já que viabilizará a união de interesses dos investidores que isoladamente não teriam condições de bancar o projeto e da empresa que, sem o intermediário, teria dificuldades em encontrar

pessoas dispostas a investir seus recursos disponíveis no controle de participação acionário na empresa

As debêntures tem como finalidades: possibilitar às sociedades anônimas a obtenção de recursos, junto ao mercado em condições mais adequadas às suas necessidades; proporcionar adequação do fluxo de caixa de emissora; oferecer à administração da empresa, liberdade quanto às condições da emissão; trata-se de financiamento que, necessariamente, não retém os bens do ativo; operação estimulada pelas autoridades governamentais; vender a imagem da empresa, tornando-se nacionalmente conhecida, dependendo do mercado e de sua pulverização; abrir as portas para a empresa poder participar de futuros eventos no mercado de capitais; proporcionar a captação de grandes volumes de capital; podem apresentar custos mais baixos que os demais financiamentos de capital, obtidos junto aos bancos; etc..

2.5.2 - Mercado Secundário: Bolsas e Mercado de Balcão.

As bolsas de valores prevêm o local onde as empresas podem levantar fundos através da venda de títulos novos e os compradores de títulos podem obter liquidez, pela facilidade de revenda, quando necessária. Muitas pessoas chamam as bolsas de valores de “mercado acionário”, mas este rótulo pode não ser verdadeiro, pois títulos de dívida, ações ordinárias, ações preferenciais e uma variedade de outros meios de investimento, são todos negociados nessas bolsas.

As Bolsas de Valores tem por objetivos: manter um local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado pelos seus membros e pelas autoridades monetárias; criar e organizar os meios materiais, e recursos técnicos e as dependências administrativas necessárias à pronta, segura e eficiente realização e liquidação das operações efetuadas; organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas; estabelecer sistema de negociação que propicie a asseque a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado de títulos e valores mobiliários; fiscalizar o cumprimento, pelos seus membros e pelas sociedades emissoras e títulos de valores mobiliários, das disposições legais e regulamentadoras, estatutárias e regimentais, que disciplinam as operações da Bolsa, aplicando aos

infratores as penalidades cabíveis; dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão; assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados; exercer outras atividades conexas e correlatas que lhe sejam permitidas por lei, quando autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários.

O Mercado de Balcão não é uma organização, mas um mercado intangível para a compra e venda de títulos que não sejam registrados nas bolsas de valores. Seu nome foi dado em função das ações serem transacionadas no “balcão” das empresas e não nas Bolsas de Valores. Hoje os operadores fazem seus negócios por telefone executando entre si ordens de compra e venda de seus clientes ou para eles próprios.

No Brasil este mercado é bastante reduzido e sua efetiva participação nos negócios em ações vai depender do sucesso das Bolsas de Valores. Funciona no mercado primário e secundário, sendo o meio de negociação das ações nas praças onde não existem Bolsas de Valores, como um sistema de comunicação eficiente.

É um mercado que engloba todas as transações em títulos e valores mobiliários realizados fora das bolsas de valores através de intermediários financeiros credenciados, é organizado mas sua negociação não se faz em um local determinado. Este mercado normalmente é utilizado para abertura de capital das empresas que não são conhecidas. Caso haja aceitação das ações por parte do mercado, a empresa solicita seu registro⁵ em Bolsa para que suas ações possam ser negociadas no pregão.

2.6. Mecanismos para a Abertura de Capital e Fechamento de uma Empresa.

Abrir o capital significa tornar-se uma companhia de capital aberto, emitir ações para o público em geral, que poderão ser transacionadas em Bolsas de Valores e nos mercados organizados. Em síntese, abrir o capital significa ter novos sócios.

⁵ O registro da empresa no Mercado de Balcão é menos oneroso que em Bolsa de Valores. Porém, a contrapartida é a dificuldade na captação de grande volume de recursos para financiar os projetos de investimentos da empresa, dada sua menor exposição junto aos investidores.

2.6.1- Mecanismos para a Abertura de Capital.

A abertura de capital exige o cumprimento de uma série de etapas, listadas a seguir e especificadas posteriormente.

As etapas são as seguintes:

- análise preliminar sobre a conveniência da abertura;
- escolha de auditoria independente;
- escolha do intermediário financeiro;
- estudos técnicos, definição de preço e volume da operação;
- adaptação dos estatutos e outros procedimentos legais;
- contrato de coordenação e distribuição;
- Assembléia Geral Extraordinária(AGE), deliberativa da operação e período de preferência;
- processos de obtenção dos registros junto à CVM;
- marketing junto aos investidores potenciais;
- anúncio de início de distribuição pública;
- processos de registros da empresa em Bolsa(s) de Valor(es);
- formação do “pool” de distribuição;
- subscrição dos novos títulos ou leilão em bolsa;
- liquidação financeira;
- anúncio de encerramento de distribuição pública.

A seguir será feito o detalhamento de cada etapa acima citada:

- **Análise preliminar sobre a conveniência da abertura**

A discussão acerca do assunto pode restringir-se ao âmbito interno da empresa, ou contar com o auxílio de consultores de mercado de capitais e intermediários financeiros. Os principais aspectos a serem destacados são: as razões que levam a companhia a considerar a abertura de capital; planos de investimento da empresa, sua situação financeira e societária; disposição para atender novas exigências legais e ter maior transparência; necessidade de

prévia reestruturação societária da empresa ou do grupo; análise das situações macro econômicas e políticas e suas relações com o mercado de capitais, determinando se o momento é favorável à abertura do capital; análise dos diversos segmentos dos mercados financeiros e de capitais para a escolha do título mais adequado à conjuntura e aos planos futuros da empresa; definição, em caráter preliminar, do perfil da operação.

- **Escolha de Auditoria Independente**

Tomada a decisão de abertura de capital, há a necessidade de se encontrar auditoria externa registrada na CVM.

Os administradores são responsabilizados pela contratação de auditores que não atendam às condições de independência. Um bom trabalho de auditoria avalia criteriosamente os processos e procedimentos das diversas áreas da companhia e suas subsidiárias, dando plena garantia ao investidor acerca da fidegnidade das contas apresentadas nas demonstrações financeiras intermediárias e de encerramento do exercício social.

- **Escolha de Intermediário Financeiro**

A legislação exige que a abertura de capital seja feita através de um intermediário financeiro, (corretora de valores, banco múltiplo, banco de investimento ou distribuidora) que exerce o papel de coordenador da operação.

- **Estudos técnicos para definição de preços e volume da operação**

A instituição coordenadora envia analistas e operadores de “*underwriting*” à empresa para realizar estudos sobre sua situação financeira presente, perspectiva de resultado, capacidade de pagamento futuro dos compromissos financeiros e modelo de abertura de capital mais adequado.

Para todos os valores mobiliários os estudos compreendem: análise das demonstrações financeira retrospectivas; contato preliminar com a área financeira; visita às instalações produtivas e/ou de prestação de serviços responsáveis pela geração da receita da companhia; entrevistas nas áreas comercial, de marketing e de planejamento estratégico; análise do setor

de atuação da companhia e da concorrência; desenvolvimento de projeções de resultado, incluindo várias simulações de aporte de recursos, no caso de um lançamento primário; discussão com a área financeira acerca dos valores obtidos na trabalho desenvolvido no item anterior e negociação final do volume e demais condições de operações; análise dos indicadores de mercado das companhias atuantes, como parte semelhante e que tenham ações negociadas em Bolsa; grau de diluição do capital, após a subscrição, como decorrência do volume e preço da operação; escolha da espécie e forma das ações, sendo as escriturais exigem a designação de instituição financeira depositária dos títulos, credenciados junto à CVM; política de dividendos a ser adotada, como regra básica definida no Estatuto Social.

A empresa e o coordenador não tem a obrigação de informar os resultados projetados, mas devem propiciar todas as condições para que terceiros possam calculá-los, sujeitando-se, ainda, à penalidades futuras, no caso de omissão ou incorreção de informações.

Quanto à comparação com ações de outras companhias já negociadas em Bolsa, os principais indicadores de mercado utilizados são: índice preço/lucro, que indica em quantos anos o valor investido retorna, pelo padrão de lucro projetado; índice preço/geração operacional de caixa, que indica quantos anos o valor invertido retorna, pelo padrão de caixa projetado; relação preço/valor patrimonial da ação; relação preço/dividendo; índice de retorno sobre o patrimônio líquido; fluxo de caixa descontado (valor presente).

O mercado normalmente exige das empresas que estão fazendo suas principais colocações, preços de lançamentos que impliquem indicadores mais atraentes dos que os das empresas assemelhadas já abertas, ou seja, um preço relativo menor que a média. Isto, de início, poderá frustrar o acionista controlador ou o que está se desfazendo da posição acionária que usualmente tem como expectativa um preço superior ao sugerido pelo coordenador da operação.

- **Adaptação dos estatutos e outros procedimentos**

A abertura de capital exige a transformação da empresa em sociedade por ações mediante realização de Assembléia Geral Extraordinária (AGE), na qual são deliberadas nova denominação social, composição do capital social e adaptação do Estatuto Social à nova condição da sociedade, em atendimento as exigências legais específicas.

O novo estatuto, além de consolidar as alterações acima, deve contemplar a instituição do Conselho de Administração (CA), que nomeia a diretoria, incluindo o diretor da relações como o mercado.

Conselho de Administração pode ter a distribuição estatutária de deliberar futuros aumentos, de convocação de novas assembléias para este fim, dentro dos limites do capital autorizado.

- **Contratos de Coordenação e Distribuição**

No contrato de garantia firme, o coordenador e/ou outro(s) participante(s) assumem a responsabilidade de subscrever os valores mobiliários não colocados no mercado. Esta prática traz diferenças no custo da contratação da operação por acrescentar às comissões de coordenação e distribuição a comissão de garantia total ou parcial.

O contrato de coordenação e colocação firmado entre a companhia emissora e o intermediário financeiro dispõe sobre: autorização da emissão e suas características; regime de colocação; cronograma da operação; registro na CVM; obrigação das partes e remuneração; adesão de terceiros à colocação, se houver; duração, rescisão, penalidades e foro. Caso admitida adesão de terceiros à colocação, são firmados contratos de adesão entre coordenadores e demais intermediários financeiros participantes do “pool” de colocação.

- **Assembléia Geral Extraordinária (AGE) Deliberativa da operação e período de preferência.**

Na AGE são autorizadas as principais características da operação, podendo algumas serem deixados para posterior decisão do Conselho de Administração, como o preço de emissão da ação.

Os atuais acionistas têm direito de preferência na subscrição do aumento de capital, na proporção do número de ações que possuírem. Esse direito também se aplica ao lançamento de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações. O prazo de exercício de preferência pode ser fixado na estatuto ou na assembléia,

não podendo ser inferior a trinta dias. Após este período, as sobras não subscritas, são então colocadas em distribuição pública.

O estatuto de companhia aberta de capital autorizado pode prever a emissão sem direito de preferência, quando os mencionados títulos se destinarem à distribuição pública. Neste caso, pode existir o prazo de prioridade, com duração em torno de cinco dias úteis, acordado entre companhia emissora e os coordenadores da operação para que os atuais acionistas possam subscrever o lançamento.

- **Processos de obtenção de registro junto à CVM**

De acordo com a lei nº 6385/76, a colocação de valores mobiliários junto ao público exige o registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a ser solicitado pela companhia emissora e pelo coordenador de operação. Quando se tratar de empresas integrantes no mercado, além do Registro da Emissão Pública, a CVM deve conceder o registro da companhia para negociação em Bolsa ou para o mercado de balcão.

Para iniciar o referido processo, a CVM cobra uma taxa de registro de emissão, cujo valor depende do tipo da operação. A comissão tem prazo de trinta dias para analisar a emissão, podendo pedir informação adicionais, recomeçando a contagem do prazo quando o material for recebido. Deferido o registro da operação, a CVM confere um número de registro à emissão.

- **Processo de Registro da empresa em Bolsas de Valores**

Para a obtenção do registro, a empresa deve enviar requerimento à Bolsa, anexando os documentos enviados à CVM e, posteriormente, o número de registro concedido por esta. A CVM, com base no princípio de auto-regulação, delega às Bolsas os direitos de estabelecerem pré-requisitos adicionais para o registro da companhia.

O pedido de emissão é examinado pelo Conselho de Administração em Bolsa, o que pode ocorrer paralelamente à análise do processo na CVM, ficando o deferimento condicionado a concessão do registro por esta comissão.

A negociação de uma ação em Bolsa é o mais alto grau do processo de abertura de capital, pois, a ela se associam transparência, liquidez e garantia de liquidação financeira.

O mercado de balcão, organizado ou não corresponde à negociação dos títulos fora das Bolsas, através dos agentes do sistema de distribuição. O mercado de balcão organizado compreende sistema de negociação oferecidos e supervisionados por entidade auto-reguladora autorizada pela CVM.

- **Formação do “Pool” de distribuição**

Enquanto o processo está na CVM, o coordenador procura organizar um “pool” de instituição financeiras que participarão da distribuição a quais são agrupadas nas seguintes categorias: coordenador(es); Bolsa de Valores até a liquidação financeira; líderes e consorciados, responsáveis pela distribuição, diferenciando-se pelo tamanho do lote.

- **Marketing junto aos investidores**

Nesta etapa devem ser adotadas práticas de marketing que consiste em: produção e divulgação de material publicitário, sintetizando informações do prospecto; organização de visitas à empresa, direcionada a investidores potenciais; promoção de reuniões com a Associação Nacional dos Analistas de Mercado de Capitais (ABAMEC), na sede da empresa e nas diversas regionais da referida entidade.

- **Anúncio junto aos investidores**

Concedido o registro pela CVM, inicia-se o processo de distribuição pública. Este deve ser amplamente divulgado, através do Anúncio de Início de Distribuição Pública, veiculado duas vezes em jornal de grande circulação. Neste anúncio constam as principais características da operação, o nome das instituições financeiras que a intermediam e o número de registro da emissão.

- **Subscrição dos novos títulos ou leilão em Bolsa**

Se a operação for de lançamento primário, os investidores subscrevem os novos títulos através do preenchimento de boletim de subscrição, com modelo previamente submetido à CVM. Se for mercado secundário, o mais comum é que a distribuição seja feita através de leilão em Bolsa. Caso a instituição financeira coordenadora não seja uma corretora é necessário nomear uma para referida operação.

- **Liquidação financeira**

Subscrito os títulos, ou efetivada a venda no mercado secundário, a instituição coordenadora promove a liquidação financeira. Esta consiste no recebimento dos valores dos investidores e seu repasse para a companhia emissora ou acionista que vendeu sua posição.

- **Anuncio de encerramento da distribuição pública**

O coordenador da operação deve publicar anúncio de encerramento, até, no mínimo, quinze dias após a conclusão da distribuição. A subscrição de ações deve ser efetivada em um período máximo de seis meses, contados a partir do início do período de preferência, ou na inexistência deste, a partir da AGE que deliberou a emissão.

- **Manutenção de condição de companhia aberta**

Para que a empresa mantenha sua condição de companhia aberta, é necessário, de início, que sejam cumpridas as exigências legais e institucionais decorrentes da abertura. As principais são: relatório de administração, demonstrações financeiras anuais e respectivo parecer de auditoria independente; DFP (demonstração financeira padronizada); ITR (informação trimestrais); IAN (informações anuais); AGO/E(s) divulgadas com edital; divulgação de fato relevante; proibição de uso de informação privilegiada por parte dos administradores; pagamento de taxas de fiscalização à CVM; pagamento de anuidade à Bolsa. Além disso, abertura de capital impõe à companhia a adoção de uma postura ética, que não dever se restringir ao mero atendimento dos dispositivos legais. Isto se aplica a seus administradores no manejo de informações privilegiadas, na comercialização dos valores

mobiliários de emissão da empresa e na divulgação pública imediata dos atos ou fatos relevantes.

Partindo das exigências legais e indo além delas a atuação da companhia aberta deve se poupar nos seguintes princípios: transparência, estendida como a qualidade de gerar informações que sinalizem as principais tendências do comportamento da empresa; confiabilidade das informações divulgadas, em especial quanto às demonstrações financeiras; tratamento respeitoso ao acionista minoritário; contribuição para o desenvolvimento do mercado acionário, como um todo, seja atuando adequadamente neste mercado, seja através de ações coletivas para o aprimoramento das regras, da qualidade e do aumento do volume de negócios.

- **Política de dividendos**

A empresa precisa remunerar adequadamente seus fornecedores de capital próprio, tal remuneração, embora de obrigação permanente, reflete e depende do desempenho da companhia, contrapondo-se aos juros sobre capital de terceiros, cujo pagamento tem prazo determinado e independe dos seus resultados.

Os dividendos são estabelecidos no estatuto, obedecido o mínimo legal de 25% do lucro líquido ajustado, podendo haver a distribuição de dividendos intermediários, a partir de 1996, o recebimento de dividendo está isento de imposto de renda.

2.6.2. Mecanismos para Fechar uma Empresa.

O cancelamento do registro para negociação em bolsa, ou do registro para negociação no balcão, junto à CVM, acarreta a perda da condição de companhia aberta, transformando-se, portanto, em companhia fechada.

Para que a CVM, efetue o cancelamento do registro, há várias condições, tais como:

- a) prévia aprovação, em AGE da companhia, por acionistas titulares de 51% do capital total da companhia aberta;

- b) aceitação por acionistas minoritários, titulares de 75% das ações em circulação no mercado⁶, de oferta pública de compra de suas ações, feita pelo acionista controlador, ou então se estes minoritários concordarem expressamente com o cancelamento do registro;
- c) se não houver oposição de acionistas minoritários, em número superior a 200, e possuidores de mais de 5% das ações em circulação no mercado, mediante expressa manifestação;

Entre as informações do registro da oferta pública deverão constar as de avaliação do preço da oferta por instituição financeira e as razões que fundamentam a iniciativa de promover o cancelamento do registro, bem como quaisquer outros fatos relevantes, ainda desconhecidos, que possam influenciar positiva e relevantemente os resultados da companhia.

O acionista controlador se obrigará a pagar aos acionistas minoritários a diferença entre o preço pago por suas ações, corrigido monetariamente, e o obtido com eventual alienação de controle de companhia, num prazo de 3 anos. No prazo de 45 dias do recebimento da comunicação do resultado da oferta, e aprovada o atendimento das condições acima citadas e às demais instruções, a CVM cancelará o registro, sem maiores formalidades.

2.6. Vantagens e Desvantagens na Abertura de Capital.

A empresa tem a necessidade de manter seus programas de investimentos com as seguintes vantagens: capacidade de suportar planos de expansão já definidos; divisão do risco do negócio com novos sócios; fortalecimento da empresa através do desenvolvimento de novas fontes de obtenção de recursos; criação de liquidez para o patrimônio dos acionistas aumento na capacidade de endividamento ; consolidação da imagem institucional da empresa junto aos segmentos financeiros; estabilidade de recursos.

A empresa pode, assim, manter estrutura de capitais sadia, equacionando o balanceamento ideal entre endividamento e capitalização. Obtém novas fontes de recursos, que permanecerão disponíveis para suportar planos de investimentos futuros. Toda vez que a

⁶ As “ações em circulação no mercado” é igual ao total de ações da companhia menos as do controlador e as da tesouraria.

empresa se defrontar com a decisão de investir em expansões, poderá contar com a alternativa de emitir novas ações.

Quando uma empresa decide abrir o capital, a administração necessita ficar mais transparente. Desencadeia-se, um processo de profissionalização, que eleva sua eficiência administrativa, criando a imagem de empresa competente, séria, bem administrada e prestadora de bons serviços.

O dinheiro obtido através da emissão de ações não é recurso barato, mas é estável. Os pagamentos são compulsórios, independentemente da empresa operar com lucro ou prejuízo. O dinheiro oriundo de emissão de ações será pago ao investidor através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros que, se bem reaplicados na operação, valorizarão o preço das ações em bolsas de valores.

As desvantagens apontadas na abertura de capital de uma empresa são: necessidade de fornecer informações periodicamente ao público investidor; distribuição de dividendos a acionistas; concentração das ações em mãos de poucos investidores que possam influenciar nas decisões da companhia e acréscimo de custos administrativos, auditores, demonstrações financeiras, etc.

CAPÍTULO III

3. ESTUDOS ANTERIORES.

3.1. Síntese do trabalho de Humberto Casagrande Neto.

Casagrande apresentou em 1989, uma dissertação de mestrado intitulada “ Abertura do capital de empresas no Brasil”, a qual preocupou-se em desenvolver, de forma clara e objetiva, fazendo com que os interessados no assunto pudessem ter uma visão geral de como se procede à abertura de capital de uma empresa.

Segundo o autor as sociedades por ações passaram a ser regidas pela Lei 6404 de 15/12/76⁷, que regula as sociedades em comandita por ações e também outros tipos de sociedades, tais como: sociedade de economia mista; alguns de seus institutos (transformação, fusão, incorporação, consórcios e grupos) e ainda algumas normas específicas.

As principais características das sociedades anônimas são: personalidade jurídica com existência e patrimônio distinto e autônomo em relação aos sócios; responsabilidades dos sócios limitada; capital dividido em ações e sua livre transferência.

Conforme Casagrande (1989), as bolsas de valores são definidas como associações civis sem fins lucrativos. Seu patrimônio é representado por títulos patrimoniais que pertencem às sociedades corretoras membros, possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas estão sujeitas à supervisão da CVM e obedecem as diretrizes e políticas emanadas do Conselho Monetário Nacional (CMN).⁸

Para dar continuidade ao andamento de seu trabalho o autor relaciona os elementos a que compõem o Mercado de Valores Mobiliários, que são: Comissão de Valores Mobiliários;

⁷ A Lei 6.404 de 15/12/76 foi antecipada pela Lei 6.385 de 07/12/76.

⁸ O Conselho Monetário Nacional (CMN), foi criado pela Lei 4.595, tendo por finalidade formular a política da moeda e do crédito, objetivando o progresso econômico e social do país.

Bolsa de Valores; Bancos de Investimento; Sociedades Corretoras; Sociedades Distribuidoras; Banco Múltiplo; Agentes Autônomos de Investimentos e Investidores Institucionais.

A decisão da abertura de capital está atrelada à decisão de investimento e financiamento da companhia. Esta tomada de decisão envolve os cálculos de viabilidade de projetos, taxas de retornos, fontes de financiamento, custos, disponibilidades de recursos, preço da emissão, etc.

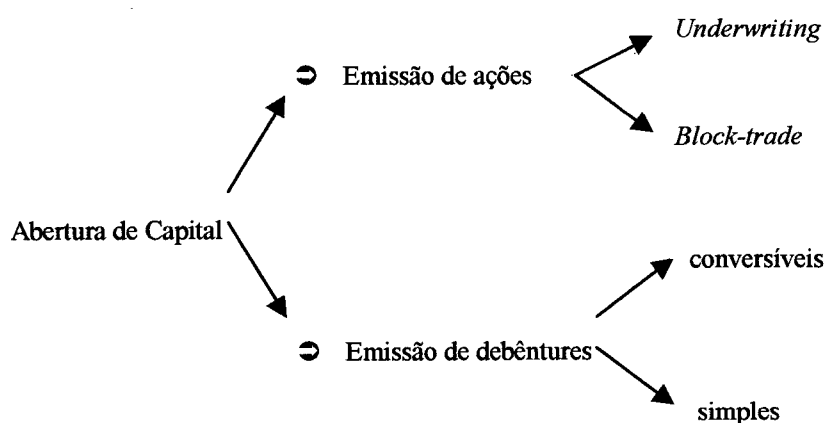
São definidos como valores mobiliários: ações, debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição. São estes portanto, os instrumentos da abertura de capital.

- **Ações:** é a menor fração do capital social de uma sociedade anônima. As ações classificam-se em: a) ordinárias – são ações que dão direito a voto, além de participar dos resultados da companhia. Podendo ter uma ou mais classes de ações ordinárias. b) preferenciais- são ações que apenas participam dos resultados da empresa, mas não tem direito a voto. Pode existir mais de uma classe. c) nominativas – presume-se a propriedade para aquele que constar no Livro Registro das Ações nominativas; a transferência é feita mediante registro no Livro de Transferências das ações nominativas e d) escriturais – dispensam a emissão do título de propriedade, circulam e se transferem mediante extratos dos bancos depositários.
- **Debêntures:** Nada mais são do que títulos de dívida emitidas pelas companhias S.A., abertas e fechadas. Podem ser classificadas da seguinte maneira: a) quanto à forma: endossável e nominativa. b) quanto ao vencimento: com época pré-fixada e sem época pré-fixada. c) quanto ao tipo: conversíveis em ações e não conversíveis em ações. d) quanto às espécies de garantias: sem garantia e com garantia.

As debêntures rendem juros acima de uma taxa como a Taxa de Juros a Longo Prazo (TJLP), ou mesmo correção cambial e as taxas de juros oscilam em função dos juros do mercado financeiro, guardando correlação com as taxas de captação dos bancos. Para efeito da abertura, as debêntures podem ser consideradas como o primeiro passo para abertura efetiva de capital. A abertura de capital de uma empresa pode ser uma mescla entre emissão de ações e debêntures.

- **Partes Beneficiárias:** São títulos sem valor nominal e estranhos ao capital social, negociáveis, que as companhias podem criar a qualquer momento e que conferem aos seus titulares direito de crédito eventual contra a companhia, consistente na participação dos lucros anuais para os quais, contudo, a companhia emitente não poderá utilizar mais de um décimo dos lucros.
- **Bônus de Subscrição:** São títulos ligados às companhias de capital autorizado, dando direito aos seus titulares, de subscrever ações do capital social, o qual será exercido mediante apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão da ação.

Segundo o autor, uma vez tomada a decisão de abrir o capital, há que se passar por diversas fases, que assim se segue:



A abertura de capital por emissão de ações junto ao público poderá ocorrer através de duas fórmulas: a) operação de aumento de capital com colocação de novas ações junto ao público investidor (*underwriting*); b) leilão de ações antigas (S.A. fechadas) com colocação junto ao público investidor (*block-trade*).

a) *Underwriting* significa subscrição, emitir ações para captar novos recursos junto a acionistas. A operação de *underwriting* faz parte do mercado primário, pois existe uma transferência de recursos diretamente do investidor para o caixa da empresa. Quando um investidor vende sua ação para outro investidor através da Bolsa de Valores, ocorre uma operação do mercado secundário, pois a transferência de recursos é entre investidores, não existindo qualquer efeito no caixa da empresa.

b) A operação *Block-Trade* (leilão) consiste em colocar no mercado um lote de ações, geralmente de certa magnitude, pertencente a um acionista ou a um grupo de acionistas. Os procedimentos operacionais são semelhantes aos do *underwriting* comum, a diferença é que o final da operação consiste na realização de leilão.

A abertura de capital por emissão de debêntures poderá ser: conversível e simples. No caso de debêntures conversíveis a análise de viabilidade da operação é de crédito e investimento, enquanto nas ações cabe apenas a uma análise de investimento.

3.2. Síntese do trabalho de Ricardo Pereira Câmara Leal.

3.2.1. Leal (1988/1989) – Retornos Anormais e Sinalização nas Aberturas de Capital.

A partir de constatações de que a prática de preço de emissão, com deságio⁹ em relação ao preço esperado nas negociações em bolsa é comum nos mercados de capitais no mundo, o autor desenvolveu este trabalho com o objetivo de: (1) mensurar de quanto é o retorno inicial obtido pelos investidores em emissão pública de ações para a abertura de capital no Brasil; (2) verificar a relação do retorno inicial com diversas características da emissão e buscar subsídios para um modelo de sinalização adequado à realidade do mercado de capitais brasileiro e (3) examinar o desempenho pós-emissão dos novos títulos para verificar se os retornos iniciais anormais, se houver, indicam desempenho acima da média do mercado secundário.

A amostra utilizada compreende todas as Aberturas de Capital por Oferta Pública de Ações (ACOPAS) para negociação em bolsa ocorridas no Brasil entre 1978 e 1987. A partir da data base (Do, a ser definida a seguir), coletou-se o preço do fechamento para o dia Do mais t subsequente. A fonte dos dados foi o Registro de Emissão de Ações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Registro de Eventos e Benefícios da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Há três hipóteses para o desenvolvimento deste trabalho: a primeira trata de retornos superiores ao oferecido pelo mercado para o investidor em ACOPAS que, se não ocorrer, indica que o preço de emissão das emissões não sazoadas no Brasil não sofre deságio em relação ao valor de mercado esperado para a empresa; a segunda hipótese refere-se ao fato de que a empresa procurará sinalizar a qualidade da emissão ao mercado através de elementos contidos na informação que é divulgada para registrar a emissão na CVM, e a terceira hipótese examinada refere-se ao desempenho no mercado secundário. Se for constatado retorno inicial anormal, supõe-se que ela esteja relacionada apenas com a emissão e não seja um sinalizador de desempenho excepcional no mercado secundário.

⁹ O deságio é um prêmio de risco para o comprador dos novos papéis, principalmente quando se trata de uma abertura de capital.

Os retornos anormais devem ser medidos em função de algo que se julgue como retorno “normal”, o modelo gerador de retornos, chamado “método do Índice de Comparação”⁹ adotado neste trabalho consiste em se encontrar a razão entre a cotação de uma ação no mercado secundário numa data qualquer e a de seu preço de emissão ajustando-a à variação no mercado no mesmo período dada pela razão entre o valor do fechamento do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA), numa data futura escolhida, pelo seu valor na data base. Para se testar as hipóteses formuladas é necessário verificar a aderência do Índice de Comparação (IC) à distribuição normal, por isso foi adotado o logaritmo natural do índice de comparação, $\ln(IC)=LIC$. O método pode ser expresso como:

$$LIC_t = \ln \left(\frac{\frac{P_t}{P_o}}{\frac{I_t}{I_o}} \right)$$

Onde:

P_o- cotação no mercado secundário no dia de anúncio da emissão;

P_t- cotação no mercado secundário t dias após o anúncio da emissão;

I_o- índice de mercado no dia do anúncio da emissão;

I_t- índice de mercado t dias após do anúncio;

LIC_t- logaritmo natural do Índice de Comparação.

Para maior clareza, calculou-se as estatísticas descritivas da amostra que estão na tabela 1 para o IC. Observa-se que todas as médias do IC para as aberturas são superiores a 1, como era esperado. A variância aumenta com o tempo, levando a resultados bastante dispersos nos períodos mais longos, 180 a 360 dias. A prática do deságio gerou retornos médios em excesso ao mercado de 50,1% no primeiro pregão. A mediana, sempre inferior à média, indica que a maioria das emissões não oferece rentabilidade tão elevada e é um bom indicador para a hipótese de que os investidores adquirem ações de ACOPAS acreditando na possibilidade, ainda que pequena, de retornos excepcionais. Há maiores possibilidades de

⁹ Este modelo gerador adotado neste trabalho é semelhante ao descrito por Brown e Warner (1980, 1985).

retornos excepcionais do que as perdas expressivas devido à assimetria positiva das distribuições de retornos.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas para o Índice de Comparação das Aberturas de Capital por Oferta Pública de Ações no período de 1978-1987, para t dias após o início de negociação em bolsa.

Dias	1	2	3	4	5	30	60	90	180	360
Obs	79	67	68	67	64	73	70	69	63	61
M	1,502	1,596	1,608	1,619	1,712	1,615	1,757	1,656	1,679	1,404
Vr	1,074	1,122	1,149	1,265	1,597	1,817	2,551	2,249	3,840	3,432
DP	1,037	1,059	1,072	1,125	1,264	1,348	1,597	1,499	1,959	1,852
Mn	0,368	0,551	0,547	0,384	0,491	0,374	0,351	0,275	0,128	0,135
Mx	8,358	7,743	7,264	7,400	8,882	9,242	7,793	7,170	10,42	7,173
It	7,99	7,193	6,718	7,017	8,390	8,869	7,442	6,895	10,30	7,038
1Q	0,997	0,981	0,940	0,906	1,009	0,811	0,805	0,680	0,601	0,379
2Q	1,649	1,795	1,869	1,974	2,251	2,051	2,050	2,025	2,080	1,496
II	0,672	0,813	0,928	1,068	1,242	1,240	1,246	1,345	1,480	1,117
MD	1,291	1,275	1,284	1,233	1,314	1,164	1,176	1,035	1,021	0,64

Fonte: Leal, Revista de Mercado de Capitais – Rio de Janeiro – v.14,n.40 pag 41 1988/1989

Legendas: M – média; Vr – variância, DP – desvio padrão; Mn – mínimo, Mx – máximo; It – intervalo; 1Q - 1º quartil; 2Q - 2º quartil, MD – mediana

A tabela 2 mostra o resultado dos testes de aderência e de hipóteses. A estatística de *Kolmogonov-Smimov* indicou uma boa aderência a curva normal, a um nível de significância de 5% para todos os períodos. A hipótese de que o LIC seja igual a 0 é recusada para até 80 dias após Do. O desempenho das ações das empresas que abriram o capital no período compreendido entre 1978-1987 foi superior ao desempenho geral do mercado. Somente para os períodos de 90 e 180 dias não se pode recusar a hipótese de um desempenho compatível com mercado. Para 360 dias o desempenho foi inferior ao mercado.

Tabela 2 – Resultados dos Testes de Aderência e dos Testes t para um desempenho igual ao do Mercado de Emissões Públicas de Ações para Abertura de Capital entre 1978-1987 para diversos períodos selecionados a partir da primeira negociação em bolsa.

Dias de Negócio	Teste de Aderência de <i>Kolmogorov-Smimov</i>	Teste t bicaudal para o retorno igual ao mercado	
	Nível de significância para a aderência à distribuição normal	t	sign.
1	0,999	4,578	0,000
2	0,999	5,467	0,000
3	0,491	5,088	0,000
4	0,999	4,558	0,000
5	0,358	5,224	0,000
30	0,264	3,336	0,001
60	0,999	3,061	0,003
90	0,462	1,938	0,057
180	0,999	0,652	0,517
360	0,274	-2,119	0,038

Este trabalho examinou o desempenho das aberturas de capital por oferta pública de ações emitida para negociação em bolsa de valores no país, entre 1978-1987, para diversos períodos posteriores à emissão. Pode-se afirmar que, de maneira geral, o investidor em novas ações obtém retornos superiores ao mercado no curto e médio prazo (até 60 dias após a emissão). O retorno inicial, para a primeira cotação chega a 50,1% acima do mercado.

Quanto maior o tempo decorrido entre o registro e a primeira cotação, menor o retorno observado. O número de dias pode ser um indicador de dificuldades de colocação do papel. Apesar dos retornos iniciais terem sido calculados em excesso ao desempenho do mercado no mesmo período, se, no intervalo de tempo entre o registro e a primeira cotação, o mercado esteve em baixa, é natural que as expectativas para a primeira cotação se ajustassem na mesma direção. O desempenho no mercado secundário para períodos selecionados foi compatível com o desempenho do mercado. Entretanto, o investidor que adquiriu ações de empresas novatas no mercado entre 1978 e 1987, no primeiro dia de negócio em bolsa, viu, na média, que o seu investimento diminuiu um ano depois.

3.2.2 Leal (1990) – Um momento para o “*Insider Trading*”: O período anterior ao anúncio de uma Emissão Pública de Ações.

Este trabalho examina os movimentos no preço das ações de uma empresa que realizará um aumento de capital por oferta pública de novas ações. Os resultados indicam que há uma valorização anormal dos títulos da empresa emissora antes da Assembléia dos Acionistas que delibera sobre o aumento.

O “*Insider*” pode adquirir as ações da empresa emissora antes da assembléia e obter retornos anormais. O trabalho também apresenta evidências de que o valor da empresa diminui depois do anúncio da emissão. Esse fenômeno é consistente com a existência de assimetria informacionais entre a empresa e o mercado sobre o valor real da empresa.

Este trabalho examina um possível desvio da hipótese de eficiência informacional do mercado de ações brasileiro. Suspeita-se que sistematicamente as ações de empresa que aumentam o capital através de uma emissão pública de novas ações apresentam um desempenho superior ao mercado em geral no período em que antecede o anúncio da emissão. As empresas emissoras poderiam atuar de forma mais agressiva junto ao mercado secundário e aos canais de comunicação para melhorar a qualidade da informação disponível sobre a empresa e suas perspectivas. O maior interesse do mercado pela ação, motivado pelo fluxo de novas informações sobre a empresa, pode causar uma valorização do papel, viabilizando preços de emissão mais favoráveis. Conhecedor dos efeitos dessa medida, o “*insider*” saberá o momento melhor para atuar e realizar ganhos superiores aos da média do mercado.

O objetivo deste trabalho é descrever o comportamento dos preços no período anterior ao anúncio de um aumento de capital mediante emissão pública de ações. É neste período que o “*insider*” pode atuar de forma a se beneficiar do esforço para tornar o papel melhor avaliado.

Foram escolhidas 12 (doze) empresas por ano para cada um dos cinco anos no período entre janeiro de 1981 a dezembro de 1985, totalizando 60 (sessenta) emissões públicas para aumento de capital. Não foram incluídas as aberturas de capital. Coletaram-se preços para 1, 5, 15, 30 e 60 dias de negócio anteriores à data da Assembléia Geral que deliberou sobre o aumento de capital e para o dia final de exercício do direito de preferência.

Para que se considere um retorno como “anormal” é necessário definir o que seria o normal. Neste trabalho utilizou-se o método dos retornos em excesso ao retorno do mercado. O indicador de retornos adotado foi denominado índice de comparação (IC)¹¹. Pode-se demonstrar que o método equivale a um modelo CAPM com beta igual a 1. Para que houvesse melhor aderência à hipótese de normalidades dos retornos adotou-se o logaritmo natural do IC (LIC) como a medida de operacionalidade dos retornos anormais. O LIC pode ser definido como:

$$LIC_t = \ln \left(\frac{\frac{P_o}{P_t}}{\frac{I_o}{I_t}} \right)$$

Onde:

- P_o- cotação no mercado secundário no dia de anúncio da emissão;
- P_t- cotação no mercado secundário t dias antes do anúncio da emissão;
- I_o- índice de mercado no dia do anúncio da emissão;
- I_t- índice de mercado t dias antes do anúncio;
- LIC_t- logaritmo natural do Índice de Comparação.

Para os testes de hipóteses será utilizado o logaritmo natural do Índice de Comparação (LIC). Para maior clareza, as estatísticas descritivas serão feitas com a forma linear do índice. A hipótese do trabalho fundamenta-se na eficiência informal do mercado, se o mercado não for eficiente haverá retornos anormais nos períodos examinados e, portanto, o LIC será zero.

A tabela 3 apresenta estatísticas descritivas para o IC. Percebe-se que o retorno anormal em relação à cotação na data da Assembleia Geral decresce na medida em que ela se aproxima.

A tabela 4 apresenta o resultado do teste de *Kolmogorov-Smimov* para a aderência à curva normal e o teste t para a hipótese do LIC ser nulo para os períodos examinados. Para os períodos de 5 e 60 dias antes da Assembleia há indícios de retornos anormais a um nível de

¹¹ O processo de cálculo é diferente do apresentado por Leal (1988/1989).

significância de 10%. Para o período entre a Assembléia e a data final para exercícios do direito de preferência o retorno é negativo e significativo.

Os retornos anormais antes da Assembléia indicam que em média os títulos sofreram uma valorização acima do mercado e que aqueles que os adquiriram 60 ou 5 dias antes da Assembléia e venderam neste dia perceberam retornos anormais.

A valorização das ações de empresas que anunciam uma emissão pública de ações no período que precede a Assembléia pode refletir a ação do “*underwriter*” na ativação da liquidez do papel e da própria empresa ao utilizar mecanismos diversos para divulgar informações sobre si própria. O “*insider*” tem aí seu momento para atuar. Os retornos são negativos entre o dia da assembléia e o do encerramento do direito de preferência..

Tabela 3 – Estatísticas descritivas do Índice de Comparação para períodos selecionados em torno da Assembléia de Acionistas que deliberou sobre o aumento de capital.

Período	Média	Mediana	Desvio Padrão
60 dias antes	1,2631	1,1009	0,7554
30 dias antes	1,0619	1,0437	0,2815
15 dias antes	1,0477	0,9736	0,2871
5 dias antes	1,0552	1,0195	0,161
1 dia antes	0,9925	0,9895	0,1668
fim do dir.pref.	0,8046	0,8034	0,5578

Fonte: Leal, Rev. Bras. Merc. Capitais, Rio de Janeiro. v. 15, n.41,pag. 25.(1990).

Tabela 4 – Teste de aderência de *Kolmogorov-Smimov* e teste t para a hipótese nula de o logaritmo natural do Índice de Comparação ser nulo para períodos selecionados em torno do anúncio de uma emissão pública de ações.

Dias de Negócio	Teste de Aderência de Kolmogorov-Smimov		Teste t para LIC diferente de 0	
	Nível de significância		t	sign.
60 dias antes	0,3183		1,7549	0,0853 (*)
30 dias antes	1,0000		0,6990	0,4895
15 dias antes	0,2980		0,3925	0,6091
5 dias antes	0,4211		1,9177	0,0621 (*)
1 dia antes	0,3018		-0,7841	0,4373
fim do dir.pref.	1,0000		-3,9342	0,0000 (*)

obs= (*) significativo a 10%

3.2.3 Leal (1991) – Por que há retornos anormais nas Aberturas de Capital?

Os retornos elevados constatados após a abertura de capital de uma empresa não são novidade. É observado que o preço da emissão e as primeiras negociação em bolsa é elevado mesmo quando ajustado para o retorno do mercado no mesmo período. Este fenômeno ocorre nos mais variados países.

Há só duas formas de ocorrer retornos acima do esperado para o preço de mercado de uma nova ação. A primeira porque comprou-se barato, havendo deságio a partir do preço de emissão. A maioria das hipóteses sobre o retorno inicial anormal nas Aberturas de Capital por Oferta Pública de Ações (ACOPAS), admite ser ele gerado por um deságio. A outra possibilidade é o preço de mercado estar acima do que deveria, enquanto o da emissão reflete corretamente ao valor de mercado da empresa, ou seja, comprou-se pelo preço justo, mas vendeu-se caro. Essas duas formas podem acontecer juntas, o preço de emissão pode estar mais barato e o de mercado mais alto do que deveria.

Entre as razões que tradicionalmente explicam o deságio nas emissões não sazonais destacam-se: a colocação mais fácil de papéis mais baratos, onde o investidor fica satisfeito com o retorno obtido e a empresa com a distribuição rápida de seus títulos; uma emissão bem sucedida é aquela colocada rapidamente; os *underwriters* podem receber parte de suas comissões em ações ou opções para a compra de ações; os investidores passarão a ter benevolência maior com as emissões subsequentes e seus executivos, caso sejam possuidores de opção para a compra das ações também podem ter sido beneficiados.

Leal registra neste artigo, publicado na Revista de Administração de 1991, três hipóteses: assimetria informacional entre a empresa emissora e o mercado, mediada pelo *underwriter*; assimetria entre o investidor e a terceira hipótese associa o prestígio do *underwriter* ao resultado da emissão

- **A assimetria de informações entre a empresa e o mercado.**

A empresa delega ao *underwriter* a decisão sobre o melhor preço de colocação de suas ações, permitindo-lhes oferece-las a um preço menor que o esperado no mercado. O retorno inicial será superior em razão da maior incerteza sobre o preço de equilíbrio no mercado

- **A assimetria de informações entre os investidores**

Em estudos anteriores foi diagnosticado que há investidores informados e não informados. Os primeiros incorrem em custos de análises de investimento, os demais não. Os investidores não informados sofrem da praga do investidor, ou seja, quando tem acesso às emissões elas oferecem os piores retornos, se obtém uma boa emissão, não conseguem comprar a quantidade desejada. Segundo o autor a principal razão para os retornos iniciais anormais observados é o racionamento, sendo maior a demanda que a oferta de títulos.

Como o investidor informado prevê melhor o preço inicial de mercado de uma ação, só participa das emissões cujo retorno inicial esperado seja maior que o custo incorrido na obtenção de informações. Como não é capaz de absorver todos os novos papéis, é necessária a existência do investidor não informado. Sabendo que não conseguirá adquirir a quantidade desejada ou que haverá grande probabilidade de obter retorno ruim, o investidor não informado demanda retornos mais elevados para comprar novas emissões com forma de compensação. Esses retornos elevados seriam obtidos através de deságio a partir do preço esperado no mercado.

No Brasil podemos considerar o mesmo esquema de investidores informados e não informados. Os níveis de profissionalização do mercado e a formação dos profissionais não podem ser considerados ótimos. Se abstrairmo-nos de eventuais utilizações de informação privilegiada, os investidores informados são aqueles que incorrem em custos para obter informações melhores, a partir da análise de investimentos e outros elementos. Os não informados são operadores de mercado mais interessados na intermediação da operação do que na investigação do valor dos títulos com os quais negociam, ou ainda aqueles capazes ou que não acreditam em análise de investimentos ou em melhor formação e capacitação técnica levando a resultados superiores.

- **Prestígio de *underwriter* e assimetria informacional.**

Quem institui o mecanismo de equilíbrio é o *underwriter*, ele força o deságio para garantir um retorno médio que compense os investidores representativos, ou seja, os não informados, porque o *underwriter* tem capital de reposição em jogo e também não é capaz de prever

exatamente o preço de mercado inicial. Assim, aquele que vender emissões cujo retorno inicial seja muito alto perderá mercado junto a empresas emissoras. Por outro lado se suas emissões apresentarem retornos iniciais baixos demais os investidores não informados abandoná-lo-ão .

Os retornos iniciais anormais nas emissões não sazonais poderiam ser interpretados como uma bolha especulativa. Os preços dos negócios iniciais no mercado não refletiriam os fundamentos, estariam inflados. No Brasil existem evidências favoráveis à bolha especulativa nas aberturas de capital, (Leal 1988/89). Não há retornos anormais, um ano após a emissão, para quem comprou no mercado primário. Entretanto os retornos em excesso relativamente aos de mercado, para os investidores que compraram ações de empresas que abriram o capital no primeiro dia em bolsa (mercado secundário), são negativas após 90 dias de negócios. Isto quer dizer que, em geral, eles compraram muito cara a ação na bolsa. Quando a amostra é segmentada entre os *underwriters* de melhor reputação e os demais, esse efeito é ainda mais marcado para as instituições de maior prestígio. Os preços iniciais muito elevados, particularmente para os *underwriters* de maior reputação, revelam um bolha especulativa para as aberturas de capital.

CAPÍTULO IV

4. METODOLOGIA E RESULTADOS.

4.1. Retornos Anormais.

A prática de um preço de emissão com deságio em relação ao preço esperado nas negociações em bolsa é comum nos mercados de capitais no mundo. O deságio é um prêmio de risco para o comprador de novos papéis, principalmente quando se trata de uma abertura de capital.

Segundo Leal (1988/1989), uma empresa pode decidir emitir porque a informação que possui, e que o mercado não conhece, indica que suas ações estão supervalorizadas . O mercado interpreta o anúncio como sinal de que a empresa emissora está se aproveitando de sua vantagem informacional e ajusta o preço da emissão para baixo. A empresa deverá sinalizar que não está se aproveitando de sua vantagem informacional e que por trás da emissão há um projeto rentável. O custo para ter certeza da qualidade da emissão pode ser muito alto. A certificação pode ser feita de diversas formas que são: utilizar um *underwriting* de boa qualificação, garantias de um retorno significativo para os que comprarem o papel através de um deságio , revelar informações que só a empresa conhece ou, ainda sinalizar para o mercado através da emissão.

No mercado de capital de um país em desenvolvimento, o problema da qualidade da informação é muito mais crítico. É provável que o custo para sinalizar a boa qualidade de uma emissão seja tão elevado que uma empresa simplesmente abandone esta alternativa de financiamento, deixando o mercado para as emissões das empresas que estão dispostas a tirar proveito da assimetria informacional.

No Brasil, o deságio praticado dever ser elevado, já que é de se esperar que o mercado de capitais brasileiro não apresente a mesma eficiência informacional em relação aos dos países mais desenvolvidos, tornando a obtenção de informações muito cara e além disso com resultados duvidosos. Contudo, como o deságio é o preço para entrar no mercado, não se

espera que o retorno anormal que ele gera se mantenha no mercado secundário, isto é, o desempenho da nova ação não deve ser excepcional.

4.2. Coleta e Tratamento dos Dados.

Os dados amostrais compreendem algumas empresas brasileiras com Aberturas de Capital por Oferta Pública de Ações (ACOPAS) no período de 1985-1997.

A partir da data base de cada empresa coletada obteve-se o preço do fechamento para o dia base e t^{12} subsequente e também o índice de mercado (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo- IBOVESPA) nas mesmas condições. As emissões sem preços foram simplesmente ignoradas da amostra. Os dados foram obtidos através da Economática¹³ tendo uma amostra de 7 (sete) empresas para o período de 1995 à 1997 (Tabela 6), e também o mesmo número de empresas para o período de 1985 à 1989 que foram fornecidas por Ricardo Leal, os quais serão apresentados na tabela 5, relatório emitido pela CVM, informando a data e a valor da primeira negociação de algumas empresas, e e-mails trocados entre o pessoal da BOVESPA e alguns dados foram obtidos através da Revista BOVESPA, seção – Informe Técnico.

Tabela 5 – Valor do fechamento da cotação de cada empresa e o Índice de Mercado (IBOVESPA) no período de 1985–1989.

Parte 1 – Cotação

Empresa	Data Reg	Data 1°.	Cotação no dia	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação
		Negociação	da emissão	1o. dia	2o. dia	3o. dia	5o. dia	21o. dia	42o. Dias	63o. dias
ECIL	09/08/88	05/09/88	2,50	2,50	2,30	2,50	2,50	0,75	3,00	0,57
FER. HAGA	01/09/88	04/10/88	4,40	4,90	4,95	4,60	2,00	2,50	10,96	19,27
FUNDIRROSSI	23/09/88	02/11/88	3,10	2,80	2,45	2,65	2,06	1,27	0,65	1,30
MET.RIOSUL.	29/11/88	29/12/88	1,40	N/D	1,28	1,30	1,32	2,00	2,52	3,43
OSA S/A	19/04/89	09/05/89	2,10	2,00	1,70	1,40	1,45	1,15	3,20	7,40
BELPRATO	19/05/89	28/06/89	1,00	0,90	0,78	0,75	0,40	0,55	0,52	1,20
SOB. INVICTA	07/06/89	28/06/89	4,35	5,20	5,65	N/D	2,65	2,20	1,95	18,20

Fonte: Leal

¹² onde $t = (1,2,3,4,5,21,45,63, 360,420)$ dias após a data base.

¹³ Economática é uma empresa brasileira de serviços de *software* e de informações especializadas em mercados de capitais, com bancos de dados técnicos e fundamentais desde 1986.

Parte 2 - Índice

Empresa	Índice no dia	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice
	Emissão	1o. dia	2o. dia	3o. dia	5o. Dia	21o. dia	42o. dia	63o. dia
ECIL S/A	97950,00	101440,00	103060,00	109760,00	108510,00	145070,00	182900,00	213910,00
FERRAGENS HAGA	1450,70	1511,00	1507,30	1577,50	1649,20	1978,90	1954,90	3391,90
FUNDIROSSI S/A	1829,00	1900,30	1978,90	2093,30	2316,50	2085,30	3237,90	3781,20
METAL. RIOSUL.	3219,50	3308,20	3237,90	3191,90	3402,50	3385,40	5261,50	8009,00
OSA S/A	1149100,00	1069200,00	1031000,00	1069500,00	1167400,00	1205800,00	886000,00	1349500,00
BELPRATO	710600,00	704900,00	759200,00	727000,00	721900,00	1198200,00	1638600,00	1914200,00
SOBRAL INVICTA	710600,00	704900,00	759200,00	727000,00	721900,00	1198200,00	1638600,00	1914200,00

Fonte: Leal

Tabela 6 – Valor do fechamento da cotação de cada empresa e o Índice de Mercado (IBOVESPA) no período de 1995–1997.

Parte 1 - Cotação

Empresas	Data 1a.	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação	Cotação
	Negociação	1o. dia	2o. dia	3º. dia	4o. dia	5º. dia	21o. dias	42o. dias	63o. dias	360o. dias	420o. dias
Makro	05/06/95	1,0907	N/D	N/D	1,09071	N/D	N/D	0,00744	0,89536	N/D	N/D
P. açúcar	13/10/95	0,0101	0,01052	0,01014	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	0,022768	0,021278
Coelba	23/05/95	0,0427	0,04272	0,04272	0,05127	N/D	0,02563	N/D	0,021447	0,035663	N/D
Globex	09/05/96	14,323	14,7052	14,6574	14,6574	14,6097	N/D	N/D	16,3285	12,42532	6,139569
Elev. Atlas	04/10/96	9,0244	9,02436	N/D	9,02436	9,02436	N/D	N/D	N/D	11,62313	17,56315
Light Par	11/10/96	0,0005	0,00045	0,00042	0,00042	0,00044	0,00046	0,00061	0,00071	0,000733	0,000564
Loj. Arapuã	17/10/95	0,0093	0,00865	0,00846	0,00838	0,00865	0,00837	0,00786	0,07491	0,025627	0,019

Fonte: Economática

Parte 2 – Índice

Empresas	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice
	1º. dia	2o. dia	3o. dia	4o. dia	5o. dia	21o. dias	42o. dias	63o. dias	360o. dias	420o. dias
Makro	4062,8	3933,2	3808,1	3818,4	3670,6	3594,3	3870,8	4236	6798,1	7478,3
P. açúcar	4513,6	4549,6	4620,9	4601,7	4585	3957,9	4306,2	4364	8776,7	10745
Coelba	4048,7	4099,5	4018,9	3904,9	3896,3	3576,9	3829,4	4229,1	6612,6	7039,9
Globex	5388,5	5345,4	5480,2	5428,1	5448,3	N/D	6286,4	6244,1	11482	9853
Elev. Atlas	6626,9	6612,6	6651,5	6631	6626,7	6641,1	6735,6	N/D	10235	10733
Light Par	6608,6	6631,3	6744,9	6733,5	6766	6559,5	6836,3	7297,4	10556	10268
Loj. Arapuã	4620,9	4601,7	4585	4668,8	4563,9	3797,3	4369,7	4748,6	8978	10960

Fonte: Economática

Será apresentado duas tabelas com dados estatísticos , uma contendo dados para o período de 1985-1989 (Tabela 9) e outra de 1995-1997(Tabela 10). Cabe ressaltar que a obtenção de dados foi muito difícil, pois, no programa Economática continha apenas o valor do primeiro lançamento em diante, e não tinha o valor e a data da primeira emissão, algumas empresas até coincidiam que o valor do primeiro lançamento fosse igual ao da primeira

negociação, mas a maioria divergia. A amostra teve um número pequeno de observações devido a esta dificuldade de encontrar os dados.

4.3- O Método de IC – Índice de Comparação.

O método adotado neste trabalho é chamado “Método do Índice de Comparação”, que consiste em se encontrar a razão entre a cotação de uma ação no mercado secundário numa data qualquer e o seu preço de emissão, ajustando-a à variação do mercado no mesmo período, dado pela razão entre o valor de fechamento do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) na data base. Os retornos foram calculados na forma linear, de acordo com a equação já estabelecida na seção 1.4 do capítulo 1 e apresentada abaixo.

$$IC_t = \frac{\frac{P_t}{P_o}}{\frac{I_t}{I_o}}$$

Onde:

P_o – cotação no mercado secundário no dia de anúncio da emissão;

P_t – cotação no mercado secundário t dias após o anúncio da emissão;

I_o – índice de mercado no dia do anúncio da emissão;

I_t – índice de mercado t dias após anúncio;

IC – é o valor do índice de comparação, no dia t .

O logaritmo natural não foi usado, pois, não se fez teste estatístico de significância e o método para medir os retornos acima é similar a um CAMP¹⁴ com alfa igual a 0 e beta¹⁵ igual a 1.

¹⁴ O modelo de formação de preços de ativo de capital (CAPM), associa o risco não diversificável e o retorno de todos os ativos.

¹⁵ O coeficiente beta, b, do modelo CAPM é usado para medir o risco não diversificável . É um índice do grau de movimento do retorno de uma ativo em resposta à mudança no *retorno de mercado*, o coeficiente beta pode ser encontrado examinando-se os retornos históricos do ativo relativos aos retornos de mercado.

4.4. Resultados Obtidos

Para efeito de dados calculou-se as estatísticas descritivas da amostra que estão na tabela 9 (para dados do período de 1985-1989) e tabela 10 (para dados do período de 1995-1997). Observa-se que em apenas alguns dias constatou-se que as médias do IC para a abertura foram superiores a 1, só que a porcentagem foi tão baixa que torna-se insignificante. Na maioria dos dias a variância aumentou com o tempo levando a resultados um pouco mais dispersos nos período de 42 a 63 dias. No primeiro período a mediana foi sempre inferior a média, indicando que a maioria das emissões não oferece rentabilidade tão elevada e é um bom indicador para a hipótese de que, os investidores adquirem ações de ACOPAS acreditando na possibilidade, ainda que pequena, de retornos excepcionais . Já no período de 1995-1997 na maioria dos dias a mediana foi superior à média, concluindo que em grande parte das emissões pode até oferecer rentabilidade elevada, só que os investidores não acreditam tanto em retornos excepcionais.

Enfim, os resultados obtidos em ambos os períodos não apresentaram retornos anormais para as amostras utilizadas. Ou, seja, a rentabilidade da ações, após a abertura do capital, mostrou-se compatível ao nível de risco das empresas analisadas.

Tabela 7 – Índice de Comparação, para o período de 1985-1989

Dias	Ecil S/A	Ferragens Haga	Fundirossi	Metal.Riosul	Osa S/A	Belprato	Sobral Invi
1	0,965595426	1,069194092	0,869336421	N/D	1,023551209	0,907277628	1,205068625
2	0,874383854	1,082755589	0,730456314	0,909090107	0,902253937	0,730068493	1,215704977
3	0,892401603	0,961420545	0,746906798	0,936600681	0,716284868	0,733081155	N/D
5	0,90268178	0,399835733	0,52467084	0,892146531	0,679652382	0,393738745	0,599659583
21	0,202557386	0,416525021	0,359324797	1,35856493	0,521868509	0,326180938	0,299936495
42	0,642646255	1,848902271	0,118440965	1,101415946	1,976308718	0,225504699	0,194400603
63	0,104401851	1,872878121	0,202845657	0,984863903	3,000525768	0,445470693	1,55317368

Tabela 8 – Índice de Comparação para o período de 1995-1997

Dias	Makro	Pão Açucar	Coelba	Globex	Elevad. Atlas	Light Par	Lojas Arapuã
1	N/D	1,028831125	0,987608245	1,034944662	1,002162538	1,00214432	0,93388033
2	1,066883748	0,976779415	1,007414964	1,006209957	N/D	0,903160326	0,917125249
3	1,064005866	N/D	1,244190632	1,015867763	0,999381692	0,919919845	0,89175614
4	N/D	N/D	N/D	1,008804594	1,000030181	0,957941629	0,941615091
5	1,096660998	N/D	0,873788713	0,997214296	1,007245784	0,965486824	N/D
21	N/D	N/D	0,679141156	1,049079273	0,986368039	1,008266127	N/D
42	N/D	N/D	0,574405902	N/D	N/D	1,346348832	N/D
63	0,752621783	0,886106752	0,478863083	0,996128773	N/D	1,452634219	0,762157456
360	N/D	1,154281543	0,511106891	0,40711521	0,833929779	1,018675548	1,390818853
420	N/D	0,881128568	0,684120136	0,247058664	1,20820959	0,865825097	0,847654815

Tabela 9 – Estatísticas Descritivas para o Índice de Comparação por Oferta Pública de Ações no período de 1985-1989, para t dias após o início de negociação em Bolsa.

Dias	Média	Variância	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Mediana
1	1,006670567	0,014796546	0,121641052	0,869336421	1,205068625	0,994573317
2	0,920673325	0,031407202	0,177220771	0,730068493	1,215704977	0,902253937
3	0,831115942	0,012350085	0,111130938	0,716284868	0,961420545	0,819654201
5	0,627483656	0,044384489	0,210676266	0,393738745	0,90268178	0,599659583
21	0,497851154	0,153841302	0,392226086	0,202557386	1,35856493	0,359324797
42	0,872517065	0,620669512	0,787825813	0,118440965	1,976308718	0,642646255
63	1,166308525	1,103615658	1,050531131	0,104401851	3,000525768	0,984863903

Tabela 10– Estatísticas Descritivas para o Índice de Comparação por Oferta Pública de Ações no período de 1995-1997, para t dias após o início de negociação em Bolsa.

Dias	Média	Variância	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Mediana
1	0,99826187	0,001313776	0,036246042	0,93388033	1,034944662	1,002153429
2	0,97959561	0,003770858	0,06140731	0,903160326	1,066883748	0,991494686
3	1,022520323	0,015812912	0,125749401	0,89175614	1,244190632	1,007624727
4	0,977097874	0,001052399	0,032440697	0,941615091	1,008804594	0,978985905
5	0,988079323	0,006453386	0,080332972	0,873788713	1,096660998	0,997214296
21	0,930713649	0,028803646	0,16971637	0,679141156	1,049079273	0,997317083
42	0,960377367	0,297947944	0,545846081	0,574405902	1,346348832	0,960377367
63	0,888085344	0,106412759	0,326209686	0,478863083	1,452634219	0,824132104
360	0,885987971	0,143401331	0,378683682	0,40711521	1,390818853	0,926302663
420	0,788999478	0,099653407	0,315679278	0,247058664	1,20820959	0,856739956

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este trabalho procurou apresentar uma descrição do processo de abertura de capital de empresas brasileiras, bem como realizar uma análise da rentabilidade das ações das empresas que abriram seu capital.

Foram analisados dois sub-períodos, um nos anos 80 e outro nos anos 90, com amostras de, respectivamente 7 (sete) empresas.

Calculou-se o Índice de Comparação (IC) médio para cada sub-período, sendo que, este índice ajusta a rentabilidade de uma ação ao seu nível de risco.

Os resultados mostraram que as empresas utilizadas nas amostras não obtiveram retornos anormais, ou seja, retornos acima do retorno ajustado ao seu nível de risco. Isso pode ser um indicativo de que o mercado funcionou de uma maneira eficiente, ajustando as rentabilidades aos riscos das empresas.

No entanto, como os estudos de Leal (1988/1989) constataram retornos anormais é bem possível que nossa amostra não tenha sido composta por empresas com características operacionais e financeiras que não apresentaram rentabilidade anormal.

Portanto, para estudos posteriores, recomenda-se coletar um número maior de empresas para se ter uma amostra mais significativa. A partir dessa amostra maior, segregar as empresas em função do seu tamanho, setor, liquidez ou outra característica importante e fazer a mesma análise. Interessante, também, seria calcular os retornos anormais, a partir do modelo CAPM, ou seja, estimar o beta de cada empresa, pois, o modelo utilizado no presente trabalho supõe que todos os betas são iguais a 1, por simplificação.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BOVESPA. Guia "Como Abrir o Capital", São Paulo , 1997.

BOVESPA. Revista, Seção: Informe Técnico. Vários exemplares. São Paulo.

CASAGRANDE NETO, Humberto. Abertura do Capital das Empresas Brasileiras: um enfoque prático. São Paulo: Atlas, 1989.

CASAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKE, Bruno Hartmut. Análise de Investimentos. 6.ed. São Paulo: Atlas, 1987.

CORDEIRO FILHO, Ari. Manual de Abertura das Companhias. Rio de Janeiro, IBMEC-APEC, 1981.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. 3ed. São Paulo: Harbra, 1997.

HERMES, Gilberto. As Vantagens e Desvantagens da Abertura de Capital. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 1994, Graduação em Ciências Econômicas.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Retornos Anormais e Sinalização nas Aberturas de Capital Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, v.14, n.40, p. 33-48, 1988/ 1989.

_____. Por que há retornos anormais nas aberturas de capital? Revista de Administração, São Paulo, v.26, n.4, p.107-112, out./dez. 1991.

_____. & AMARAL, Arnaldo Silva. Um Momento para o "Insider Trading": O Período Anterior ao Anúncio de uma Emissão Pública de Ações. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, v.15, n.41, p.21-26, 1990.

LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES – Legislação Complementares. 14 ed. São Paulo, 1983.

OLIVEIRA, Miguel Delmar Barbosa de. Introdução ao Mercado de Ações. 4.ed. São Paulo: CNBV, 1985.

RIOLI, Vladimir Antônio. A Capitalização da empresa mediante emissão de valores mobiliário. Rio de Janeiro: Abrasca, 1989.

RUDGE, Luiz Fernando & CAVALCANTE, Francisco. Mercado de Capitais, Belo Horizonte, CNBV, 1998.

SÁ, Geraldo Toste de, Investimentos no Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Aplicação Editora Técnica, 1979.

TOLEDO. Filho, Jorge Ribeiro de. Introdução ao Mercado de Capitais Brasileiro. Campinas - SP: Editora Lucre, 1997.