

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Guilherme Caio Biolo Zanella

O IMPACTO DO ANÚNCIO DA EMISSÃO DE *BONDS* NO VALOR
DAS AÇÕES DAS EMPRESAS EMISSORAS

Porto Alegre

2011

Guilherme Caio Biolo Zanella

O IMPACTO DO ANÚNCIO DA EMISSÃO DE *BONDS* NO VALOR
DAS AÇÕES DAS EMPRESAS EMISSORAS

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre

2011

Guilherme Caio Biolo Zanella

O IMPACTO DO ANÚNCIO DA EMISSÃO DE *BONDS* NO VALOR
DAS AÇÕES DAS EMPRESAS EMISSORAS

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração

Conceito Final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof.

Orientador – Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais, Caiubi e Eliza, por todo amor, carinho e incentivo, não tendo nunca poupado esforços no investimento à minha educação. Desde cedo mostraram-me o poder das idéias e o valor do bom senso.

Á minha irmã, Marina, a qual sendo também estudante da EA-UFRGS sempre me faz lembrar antigos conteúdos e situações que são de grande valia.

Á minha namorada Camila, grande companheira e incentivadora de todos os meus projetos.

Ao prof. Dr. Oscar Claudino Galli, pela disponibilidade, atenção e confiança dedicada.

Á instituição EA-UFRGS, seus funcionários e professores, por proporcionar todas as condições necessárias a minha formação e ao meu desenvolvimento profissional e pessoal.

“É muito melhor ousar coisas difíceis, conquistar triunfos grandiosos, embora ameaçados de fracasso, do que se alinhar com espíritos medíocres que nem desfrutam muito nem sofrem muito, porque vivem em uma penumbra cinzenta, onde não conhecem vitória nem derrota.”

Theodore Roosevelt

“The market is like a beautiful woman: endlessly fascinating, endlessly complex, always changing, always mystifying.”

Adam Smith

RESUMO

Os juros próximos a zero nas economias desenvolvidas, aliados ao excesso de liquidez internacional promovida pelas políticas monetárias e fiscais anticíclicas nesses países, em um cenário interno de crescimento econômico onde há falta de crédito de longo prazo no Brasil, resultaram em um recorde de emissões de *eurobonds* por empresas brasileiras em 2010 e em perspectivas de um mercado aquecido para os próximos anos. Nesse contexto, o trabalho tem como objetivo verificar, com o uso da metodologia de estudo de eventos, se o anúncio da emissão de *eurobonds* produz - no curto prazo - retornos anormais das ações no mercado brasileiro. O estudo analisou 20 emissões de empresas diferentes ocorridas entre os anos de 2009 e 2010, cujos resultados oferecem suporte às hipóteses de que os anúncios das emissões de *eurobonds* têm efeito positivo sobre o retorno das ações e de que a média dos retornos anormais na data e no dia subsequente ao evento é diferente das médias dos dias anteriores ao evento, comportamento que encontra subsídio em estudos que afirmam existir criação de valor para o acionista quando da utilização de *eurobonds* na estrutura de financiamento das empresas.

Palavras- chave: *eurobonds*, estudo de eventos, retorno anormal, estrutura de capital

ABSTRACT

Interest rates close to zero on developed economies allied to the surplus of liquidity promoted by countercyclical monetary and fiscal politics in these countries, in an economic growth internal scenario, where there is a lack of long term credit in Brazil, resulted in an Eurobonds record emission by Brazilian companies in 2010 and in perspectives of heated market for the next years. In this context, the objective of this work is to verify, by the use of the events study methodology, if the announcement of the Eurobonds emission produces – in short term – abnormal return on Brazilian's stock market. The study analyzed 20 emissions from different companies that took place between the years of 2009 and 2010, each results offer support to the hypothesis that the announcement of Eurobonds emissions have positive influence on the stocks return and that the abnormal average returns in the day and in the subsequent day to the event is different from the one observed on the previous days, which is proved by the studies that claim the existence of a value creation for the shareholder once the Eurobond is used by the enterprise financial structure.

Keywords: Eurobonds, events study, abnormal return, capital structure

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Etapas do Estudo de Eventos.....	36
Figura 2 - Linha do Tempo Estudo de Eventos.....	37
Figura 3 - Calendário de uma Emissão de <i>Eurobonds</i>	38
Gráfico 1 – Retorno Anormal Acumulado por Evento.....	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra Final.....	40
Tabela 2 – Parâmetros Regressão Linear.....	45
Tabela 3 – Média, Desvio Padrão e Variância para períodos t	49
Tabela 4 – P- valor testes t	51

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ADTV	Average Dayl Trading Volume
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento
CAPM	Capital Asset Pricing Model
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
JSCP	Juros Sobre Capital Próprio
LLVEND	Lucratividade das Vendas - Lucro Líquido / Vendas Líquidas
OLS	Ordinary Least Squares
OTC	Over the Counter
WACC	Weighted Average Cost Of Capital

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	14
3. JUSTIFICATIVA	16
4. OBJETIVO GERAL	17
4.1 OBJETIVO ESPECÍFICO.....	17
5. REVISÃO TEÓRICA	18
5.1 ESTUDOS DE RELAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO E RETORNO DAS AÇÕES	18
5.2 EUROBONDS.....	20
5.2.1 Prazo de Vencimento dos Títulos de Dívida	21
5.2.2 Tipos de Bonds	21
5.2.2.1 Pela Remuneração	21
5.2.2.2 Pelo Emissor.....	22
5.2.3 Corporate Bonds	23
5.2.4 Sovereign Bonds	23
5.3 PARTICIPANTES DO MERCADO DE <i>EUROBONDS</i>	24
5.3.1. Investidores	24
5.3.2 Emissores	25
5.3.3 Intermediários	25
5.3.3.1 <i>Lead Manager</i>	26
5.3.3.2 <i>Clearing Systems</i>	26
5.3.3.3 Agências de Rating.....	26
5.3.3.4 Bolsa de Valores.....	27
5.3.3.5 Agente de Pagamento	28
5.4 HISTÓRICO DAS CAPTAÇÕES BRASILEIRAS POR EUROBONDS	28
5.5 ESTRUTURA DE CAPITAL	30
5.5.1 Teoria do <i>trade-off</i> estático	31
5.5.2 Teoria <i>pecking order</i>	31
5.5.3 Estrutura de Capital no Brasil	32
6. METODOLOGIA	34
6.1 ABORDAGEM METODOLÓGICA A PARTIR DO OBJETIVO	34

	12
6.2 ESTUDO DE EVENTOS.....	34
6.2.1 Definição do Evento	36
6.2.2 Critérios de Seleção	39
6.2.3 Retorno Observado das Ações	41
6.2.4 Retornos Esperados e Anormais	42
6.2.5. Procedimento de Estimação	45
6.2.6. Hipóteses e Procedimento de Teste	46
7. RESULTADOS E ANÁLISE	48
7.1 LIMITAÇÕES DO TRABALHO.....	51
8. CONCLUSÕES	53
REFERÊNCIAS	55
ANEXOS	59

1. INTRODUÇÃO

A abertura econômica dos países em desenvolvimento durante os anos 80 e 90, aliado ao surgimento de novas tecnologias de comunicação e de transmissão de dados, resultaram em uma grande integração entre as economias e os mercados financeiros nos dias atuais. Amplamente facilitada pela liberalização do fluxo internacional de capitais e pela desregulamentação ocorrida nas economias desenvolvidas, inovações financeiras criaram grande oportunidade de integração entre investidores (ofertadores de recursos) e captadores (demandadores de recursos).

Em função das restrições a fontes de capital em muitos países emergentes, a utilização de capital estrangeiro passou a fazer parte da política de financiamento de governos e de empresas. O fluxo financeiro entre captadores e investidores de diferentes países acontece de diversas maneiras, seja por uma simples operação de empréstimo, seja por formas mais complexas como os títulos negociáveis.

Segundo Fabozzi e Modigliani (1992), durante a década de 80, as atividades de empréstimos e de financiamentos no mercado financeiro internacional foram alteradas dos tradicionais empréstimos bancários sindicalizados para operações com títulos negociáveis no mercado, como os *eurobonds* ou instrumentos securitizados.

O mercado internacional de títulos de dívida de longo prazo é dividido em dois setores: (1) o mercado de *bonds* estrangeiros e (2) o mercado de *eurobonds*. Os *eurobonds* são títulos emitidos internacionalmente em vários mercados e para investidores dos mais variados locais, ou seja, trata-se de uma emissão internacional no mercado de *bonds*.

Certamente, a globalização da economia mundial traz inúmeros benefícios para o crescimento das economias emergentes, mas, também, torna cada vez mais desafiadora a obtenção de retornos anormais nos mercados financeiros.

2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O levantamento realizado por Lima e Andrezo (2002) revela que, no final da década de 70, o Brasil chegou a ter uma posição privilegiada entre os países em desenvolvimento na captação de recursos por meio da emissão de *eurobonds*. Contudo, cerca de 80% do volume referia-se a emissões do Governo (*Sovereign bonds*).

No início da década de 80, uma série de acontecimentos econômicos afetou significativamente a emissão de títulos brasileiros no exterior, registrando-se uma grande fuga e uma restrição de crédito ao Brasil e ao Governo Brasileiro.

Porém, segundo Freitas *et al* (1999), os anos 90 representam o retorno do país ao mercado internacional de capitais. Com a abertura econômica ocorrida e a conseqüente retomada do crescimento econômico, além da aprovação de uma legislação favorável à colocação de papéis de dívida no exterior, observou-se uma crescente procura ao mercado de *eurobonds* por empresas brasileiras.

Apesar disso, foi só nesta última década que o mercado internacional de dívida consolidou-se como uma das principais alternativas ao financiamento das empresas brasileiras. O ano de 2005 foi um marco histórico nesse processo, pois foi quando foram emitidos os primeiros *bonds* perpétuos (sem data de vencimento) e os primeiros *bonds* denominados em reais.

Segundo Pimentel (2006), a primeira emissão brasileira de títulos sem vencimento determinado (*eurobonds* perpétuos) foi realizada pelo Banco Bradesco em 2005. Essas emissões são de grande importância para as instituições financeiras, visto que captações sem vencimento determinado entram como capital de referência no cálculo dos indicadores de Basiléia.

A crescente relevância desse mecanismo de financiamento na composição da estrutura de capital das empresas brasileiras é inegável. Há um aumento na preocupação das empresas pela diversificação das fontes de financiamento, pelo alongamento do perfil da dívida proporcionada através da emissão de títulos de longo prazo e pela comunicação ao mercado de sua estrutura de financiamento.

Ainda assim, no Brasil, são poucos os autores que abordaram a emissão de *bonds* por empresas brasileiras. Entre eles, Valle (2001) analisou o custo de captação das maiores empresas de Papel e Celulose no mercado americano de *bonds* e no mercado de *eurobonds* entre os anos de 1991 e 1998, encontrando forte poder de explicação entre os prêmios de captação pagos e indicadores como tamanho da empresa, rentabilidade e *rating* de crédito.

Outro autor a abordar esse tema, Pimentel (2008) verificou que quanto maior a utilização de *bonds* na estrutura de financiamento das empresas, maior tende a ser (1) o retorno proporcionado aos acionistas (2) a margem de lucratividade das vendas (LLVEND) (3) a liquidez corrente (4) a alavancagem com capital de terceiros e (5) maior a utilização de capital de longo prazo. Conseqüentemente, menor seria o uso de capital próprio e menor a relação entre despesas financeiras e dívida total. Portanto, segundo o estudo do autor, quanto maior o financiamento por meio de *eurobonds*, maior tende a ser o endividamento da empresa e menor tende a ser o custo da dívida. Logo, se menor o custo da dívida, menor tende a ser o custo médio ponderado de capital (WACC) e, considerando essas premissas válidas, maior tende a ser o valor da empresa.

Assim, esse trabalho reúne a atualidade de um tema que ganhou muito espaço no meio acadêmico internacional, mas ainda pouco explorado no Brasil. Sendo assim, tendo como embasamento técnico as duas principais teorias de estrutura de capital - *trade-off* estatístico e teoria *pecking order* - este trabalho buscará, através de um estudo de eventos, verificar qual o impacto do anúncio da emissão de *bonds* no valor das ações das empresas emissoras. O objeto de análise é a emissão de *eurobonds*. No entanto, seguindo padrão utilizado por outros autores, também o termo *bonds* poderá ser utilizado de forma genérica abrangendo os dois tipos de títulos.

Nesse contexto, o trabalho terá como objetivo investigar se o anúncio da emissão de *eurobonds* produz retornos anormais, no curto prazo, para investidores domésticos.

3. JUSTIFICATIVA

O Brasil tem um processo recente de crescimento do mercado de capitais, sendo ele, atualmente, grande fonte de estudo e de pesquisa. No entanto, parece que a maior atenção está voltada para o mercado de ações, pois são poucos os trabalhos que se aprofundam no mercado de dívida.

De acordo com Pimentel (2006), são poucas as pesquisas sobre títulos de renda fixa emitidos por empresas brasileiras, especialmente, no que se refere ao mercado de títulos de dívida internacional, apesar de sua grande expansão como fonte de recursos financeiros nos últimos anos.

Segundo o World Bank (*apud* PIMENTEL 2006, p.13) em seu relatório anual Global Development Finance 2006, o mercado de *bonds* em moeda local de países em desenvolvimento, desde a crise dos anos 90, tornou-se a maior fonte de financiamento de longo prazo dos países, sendo, atualmente, o *funding* que apresenta a taxa de expansão mais rápida.

De acordo com Copolla (2011), o mercado externo de títulos de dívida tem ganhado importância como fonte de financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras, apresentando, em 2010, volume recorde de captações de US\$36 bilhões. Assim, segundo Ian Fuchsloch, vice-presidente do Bank of New York Mellon, a emissão de bônus externo deve continuar aquecida nos próximos anos, pois existem US\$37 bilhões em *bonds* emitidos por empresas brasileiras com vencimento até 2013.¹

Os trabalhos encontrados a respeito do mercado internacional de dívida para empresas brasileiras possuem, em sua maioria, um caráter descritivo-exploratório. Ou seja, buscam identificar o perfil das empresas emissoras, quais os benefícios e quais os posteriores impactos dessa estrutura de capital no seu desempenho operacional.

Costa, Leal e Leme (1998) e Santos, Lustosa e Ferreto (2006), respectivamente, estudaram o impacto do anúncio da emissão de ADRs no exterior e da emissão de debêntures no mercado doméstico, porém se desconhece estudo semelhante aplicado à emissão de *eurobonds*.

¹ Adaptado da Entrevista de Ian Fuchsloch ao jornal Brasil Econômico de 16/07/10: “Emissão de bônus no exterior continuará aquecida até 2012”, por Vanessa Correia

4. OBJETIVO GERAL

O trabalho tem como objetivo geral, através da metodologia de estudo de eventos, verificar se o anúncio da emissão de *eurobonds* produz - no curto prazo - retornos anormais das ações no mercado brasileiro.

4.1 OBJETIVO ESPECÍFICO

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007), a eficiência do mercado está diretamente ligada à velocidade com que as informações disponíveis são precificadas ao preço dos ativos nele negociados. Portanto, analisar o nível de eficiência do mercado de ações brasileiro é um dos objetivos específicos desse trabalho.

Além disso, uma vez que a emissão de *eurobonds* normalmente resulta em um alongamento do perfil da dívida e em diminuição do custo da mesma, um dos objetivos secundários desse trabalho é analisar se o comportamento do investidor é condizente com os estudos de estrutura de capital, que afirmam haver criação de valor para o acionista quando da emissão de *bonds*.

Também, de maneira complementar ao objetivo geral, será realizado estudo exploratório sobre o mercado de *bonds* e a estrutura de capital.

5. REVISÃO TEÓRICA

5.1 ESTUDOS DE RELAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO E RETORNO DAS AÇÕES

O levantamento realizado por Santos, Lustosa e Ferreto (2006), tomando por base trabalhos publicados nos anais dos EnANPAD (Encontros Nacionais da ANPAD – Associação Nacional de Pós- Graduação e Pesquisa em Administração), entre os anos de 1997 e 2005, revela não ter sido encontrado nenhum trabalho com o objetivo de identificar a relação entre o anúncio de novos endividamentos de longo prazo e o retorno das ações. Segundo os mesmo autores supracitados, o assunto tem sido tratado como um dos componentes de estudos envolvendo estrutura de capital e o reflexo da decisão de financiamento no valor das ações.

Conseqüentemente, Santos, Lustosa e Ferreto (2006), estudaram o impacto do anúncio de endividamentos de longo prazo no valor das ações das empresas, através de um estudo de eventos, utilizando, no entanto, como referência, a emissão de debêntures no mercado doméstico. O estudo teve como amostra 39 emissões realizadas por empresas integrantes da carteira Ibovespa, no qual, a partir da mensuração dos retornos anormais, foram realizados teste paramétricos e não- paramétricos, cujos resultados apresentaram indícios de relação positiva entre os anúncios de endividamento e o retorno das ações na data do evento.

Já na literatura estrangeira, o tema foi abordado em diversos estudos, com destaque para os trabalhos de Kim e Stulz (1988), Alam e Walton (1995) e Best (1997), os quais, em conjunto com o estudo brasileiro de Santos *et al.* (2006), serviram como base para esse trabalho.

Kim e Stulz (1988), em seus estudos sobre o impacto do anúncio da emissão de *eurobonds* sobre o valor das ações de empresas americanas entre os anos de 1975 e 1985, observaram significativo retorno anormal positivo tanto no dia anterior, quanto no dia do anúncio da emissão dos títulos. Com uma amostra de 183 eventos, os autores

encontraram uma valorização média de 0,46% acima da rentabilidade normal esperada, concluindo haver criação de valor para o acionista quando da emissão de *eurobonds*.

O estudo de Alam e Walton (1995) demonstra que, sob condições de assimetria de informações entre gestores e investidores, onde as decisões dos gestores sinalizam ao mercado as perspectivas de retorno futuras dos próprios gestores, existem indícios de retornos anormais positivos em torno da data de anúncio da emissão de títulos de dívida.

Os autores acima citados afirmam, ainda, que a reação do mercado aos anúncios depende de sua expectativa em relação à necessidade de financiamento da empresa. Ou seja, se a expectativa era de que a empresa gerasse caixa suficiente para financiar os novos investimentos, então o anúncio é recebido com queda nos preços das ações, da mesma forma que, quando já existe a expectativa da necessidade de recursos de terceiros, o anúncio da emissão é bem recebido e gera valorização das ações.

Já Best (1997) realizou um estudo buscando verificar a relação entre retorno e novo endividamento, acrescentando entre as variáveis do estudo as revisões nos *ratings* de crédito das empresas após a emissão. O estudo conclui que empresas que tiveram seus *ratings* rebaixados no período de até seis meses após a emissão dos *bonds*, tiveram um significativo retorno anormal negativo na data do anúncio do evento. Da mesma forma, empresas que tiveram um posterior *upgrade* em suas notas de risco de crédito, no mesmo período de até seis meses após a emissão, apresentaram uma valorização anormal de suas ações. Os resultados mostram que, em média, o próprio mercado antecipa as novas classificações de *rating*, bem como outros estudos mostraram que o mercado antecipa possíveis falências.

Apesar disso, Alam e Walton (1995) afirmam que as pesquisas em relação à reação do mercado de ações ao anúncio dos novos financiamentos têm falhado em apresentar resultados conclusivos, não proporcionando captura estatisticamente significativa das variações nos preços motivada pelos anúncios.

5.2 EUROBONDS

Um *eurobond* é um contrato de dívida entre o emissor e o investidor, no qual o emissor tem a obrigação do pagamento dos juros e do principal em datas previamente estabelecidas. Segundo Clarke (1993), o *eurobond* é um título de dívida internacional que possui estrutura semelhante a títulos de dívida emitidos e negociados nos mercados internos, sendo, geralmente, denominados somente por *bonds* (*domestic bonds*). No Brasil, seriam semelhantes às debêntures emitidas no mercado doméstico.

De acordo com Roberts (2000), o mercado internacional de *bonds* possui dois componentes básicos: os *bonds* estrangeiros e os *eurobonds*.

Os ***Bonds Estrangeiros*** (*foreign bonds*) são títulos de dívida de longo prazo emitidos em um único mercado nacional (*national bond market*) em nome de um emissor estrangeiro. As emissões são geralmente subscritas por um grupo de bancos localizados no país de emissão e os títulos são denominados em moeda local.

Já os ***Eurobonds***, são títulos de dívida denominados em moeda diferente daquela do país ou do mercado no qual foi emitido. As emissões são normalmente subscritas por um consórcio internacional de bancos e os títulos são distribuídos em diversos países. Por exemplo, uma empresa brasileira que emita títulos denominados em dólares americanos (*eurodollar bond*) na Europa e esses títulos sejam negociados em diversos países da Ásia.

É importante esclarecer, que a denominação “euro” não significa que os títulos sejam emitidos apenas na Europa. Muitos *eurobonds* são títulos ao portador, não estando vinculados à jurisdição específica de qualquer país, possibilitando, assim, que os juros pagos sejam isentos de imposto.

5.2.1 Prazo de Vencimento dos Títulos de Dívida

Pimentel (2006) afirma que normalmente utiliza-se o termo *bond* para títulos com mais de 10 anos de vencimento e *notes* para títulos com prazo inferior. Porém, muitos trabalhos não fazem distinção entre *bonds* e *notes*, pois, excluindo-se o prazo de vencimento, as demais características são semelhantes.

Já as emissões com vencimentos inferiores a um ano (curto prazo) são denominadas *commercial papers* e possuem características de financiamento de capital de giro das empresas. O mercado para esses títulos de curto prazo é denominado mercado monetário (*money market*), sendo a remuneração desses títulos dada pelo deságio em relação ao valor de face.

Também, não são todos os títulos de dívida que possuem prazo de vencimento final. Existem títulos sem prazo de maturidade definida os *Consols* ou *Perpetual Bonds*.

Porém, de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), mesmo não existindo data de vencimento nos *bonds perpétuos*, eles normalmente possuem cláusulas que possibilitam o resgate em épocas pré- estabelecidas.

5.2.2 Tipos de *Bonds*

5.2.2.1 Pela Remuneração

Segundo Clarke (1993, apud Pimentel, 2006, p.22), os *bonds* podem ser classificados, segundo sua remuneração, como:

- **Fixed Rate** – *eurobonds* que possuem taxa de juros anual fixa, sendo utilizado para cálculo dos juros um ano de 360 dias.
- **Floating Rate** – *eurobonds* de taxa flutuante que possuem remuneração expressa em relação a uma taxa de juros referencial acrescida de um prêmio de risco. Normalmente são indexados a taxas de juros internacionais ou taxas de inflação acrescidas de juros fixos.

- **Zero- Cupon Bond** – *eurobond* que não paga taxa de juros de cupom, sendo emitido com deságio em relação ao seu valor de face.

5.2.2.2 Pelo Emissor

Os *bonds* também podem ser classificados de acordo com as características do emissor e do contexto em que foram emitidos. Conforme Clarke (1993), existem cinco tipos de emissores: (1) Instituições Supranacionais; (2) Governos Soberanos; (3) Agências Governamentais e Autoridades Regionais (Estados e Municípios); (4) Corporações; e (5) Instituições Financeiras.

Instituições Supranacionais são agências de desenvolvimento internacional como, por exemplo, o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento. Essas instituições realizam emissões freqüentes na intenção de captar recursos para o financiamento de projetos produtivos e de déficits orçamentários de países que necessitem de recursos.

Outro detalhe importante na classificação realizada por Clarke (1993) é a diferenciação que o autor faz entre emissões corporativas e de instituições financeiras, pois, segundo o autor, as instituições financeiras utilizam os recursos captados como *funding* para intermediação financeira, enquanto as empresas os utilizam para financiar suas atividades produtivas.

Também, segundo Clarke (1993), os emissores motivam-se a utilizar o mercado internacional de *eurobonds* pelos seguintes motivos:

- Inexistência de restrição quanto à freqüência de emissões;
- Fácil e rápido processo de emissão, não existindo processo de registro, nem de “fila” de espera;
- Possibilidade de grandes volumes em cada emissão;
- Menor número de cláusulas contratuais em relação a empréstimos bancários;

- Oportunidade de arbitragem contra emissores do mercado doméstico;
- Possibilidade de acesso a mercado de investidores globais em diversas moedas.

No Brasil, conforme afirma Valle (2001), os emissores de *eurobonds* são basicamente empresas de grande porte, que em sua maioria já possuem ações negociadas em bolsa ou relativo grau de internacionalização de suas atividades.

5.2.3 Corporate Bonds

Como o nome indica, são títulos emitidos por corporações abertas ou fechadas que utilizam o capital levantado pela emissão para realização de projetos próprios. Os *corporate bonds* não dão direito de propriedade da empresa, porém existem títulos que possuem cláusulas de conversibilidade dos títulos em ações.

Segundo Pimentel (2006), depois dos títulos emitidos por governos (*sovereign bonds*), os *corporate bonds* compõem o maior segmento do mercado de títulos de dívida internacional, representando 30% dos títulos emitidos no mercado.

Os *corporate bonds* negociados no mercado doméstico brasileiro recebem o nome de debêntures.

5.2.4 Sovereign Bonds

Sovereign Bonds são títulos emitidos por governos nacionais. Conforme Pimentel (2006), geralmente são denominados em moeda estrangeira e negociados em dependências externas ao país. Quando emitidos em moeda local, esses títulos recebem o nome de *government bonds*.

Os *sovereign bonds* são títulos de extrema importância, pois têm papel relevante na determinação do risco país, o qual serve de balizador para as emissões dos títulos das empresas. Valle (2001) afirma que, em linhas gerais, o risco país é determinado pela diferença entre o retorno exigido do título soberano de um determinado país e o título do Governo Americano, o qual é considerado, virtualmente, livre de risco. Também, o autor afirma existir uma forte correlação entre o custo de captação de uma empresa e o risco país, sendo, portanto, o risco país e o *rating* soberano partes importantes dos prêmios pagos pelas empresas emissoras de dívida internacional.

Porém, segundo Pimentel (2006), existem empresas com atividades globalizadas e com fluxos de caixa baseados em créditos de primeira linha que muitas vezes possuem menor risco percebido pelos investidores do que o próprio país sede dessas.

5.3 PARTICIPANTES DO MERCADO DE *EUROBONDS*

5.3.1. Investidores

Existem dois tipos de investidores no mercado de *eurobonds*, os investidores de varejo e os investidores institucionais. Eles divergem quanto aos seus objetivos e ao seu volume de recursos para investimentos.

Segundo Clarke (1993), devido à complexidade e aos altos volumes necessários para se operar no mercado internacional de *bonds*, os investidores institucionais acabam sendo a grande maioria, representando cerca de 90 por cento do mercado. São vários os agentes classificados como investidores institucionais, dentre eles: companhias seguradoras, instituições financeiras, fundos de previdência e bancos centrais. Ainda, segundo Clarke (1993), os principais investidores institucionais são grupos financeiros administradores de grandes portfólios.

Os investidores, de maneira geral, procuram por títulos com elevado grau de crédito, baseando-se normalmente na classificação de *rating* do emissor e procurando introduzir diversos graus de risco nas suas carteiras de investimento.

5.3.2 Emissores

De acordo com sua forma jurídica, existem quatro tipos distintos de emissores de *bonds*, sendo eles: (1) Governos, (2) Agências Governamentais, (3) Subdivisões Públicas (Estados, Províncias e Municípios) e (4) Corporações.

No entanto, a classificação mais moderna (Clarke, 1993) identifica cinco tipos de emissores: (1) Instituições Supranacionais; (2) Governos Soberanos; (3) Agências Governamentais e Autoridades Regionais (Estados e Municípios); (4) Corporações e (5) Instituições Financeiras.

Os emissores normalmente são avaliados com base em seu balanço patrimonial e em sua demonstração de resultados, porém a imagem do emissor no mercado internacional também é importante na determinação da qualidade do crédito. A imagem do emissor é formada a partir das análises do mercado e da classificação de *rating* da emissão. Também, os organizadores e os líderes de uma oferta realizam processos de *roadshow* na intenção de dar maior visibilidade ao emissor junto aos potenciais investidores.

5.3.3 Intermediários

Para que uma emissão de títulos de dívida internacional ocorra com sucesso é fundamental a participação dos agentes intermediários. De acordo com Pimentel (2006), os intermediários no processo são as corretoras, bancos múltiplos e bancos de investimentos. Esses agentes atuam tanto no mercado primário, na elaboração e na colocação dos títulos aos investidores, quanto na formação do mercado secundário de um *bond* já existente.

5.3.3.1 *Lead Manager*

Segundo Clarke (1993), uma instituição que deseja emitir *eurobonds* normalmente contrata um banco de investimentos para ser o gestor líder da oferta (*lead manager*). Por sua vez, o banco contratado convida outros bancos para compor o sindicato que oferecerá e distribuirá os títulos emitidos.

O banco líder da emissão, além de proporcionar conhecimento técnico para estruturar a emissão e consolidar a imagem do emissor junto a potenciais investidores, muitas vezes, tem, também, o compromisso de subscrição no caso de sobra de títulos.

5.3.3.2 *Clearing Systems*

Uma consideração vital para os potenciais compradores de novas emissões de *eurobonds* é a existência de um mercado secundário ativo (ROBERTS, 2000, p.54). No sentido de facilitar a liquidação e transferência de posse dos títulos, processo que no passado era demorado e gerava riscos aos compradores e vendedores, na década de 70, foram criadas câmaras de compensação de *bonds* no mercado internacional (*clearing systems*).

De acordo com Roberts (2000), a primeira câmara internacional de compensação de títulos foi a *Euroclear*, sediada em Bruxelas. Posteriormente, ocorreu a criação da *Cedel* situada em Luxemburgo. Atualmente, as duas câmaras são integradas, o que facilita o pagamento e o recebimento dos títulos.

5.3.3.3 *Agências de Rating*

As agências de *rating* avaliam a capacidade de crédito de empresas e de governos, tanto para benefício do investidor, quanto, indiretamente, para o do emissor.

Segundo Roberts (2000), as agências de *rating* são parte integrante do mercado de *bonds*, pois quase todas as emissões são classificadas por uma ou mais agências.

Tradicionalmente, em uma emissão de *eurobonds* é avaliada a capacidade de crédito do emissor, sendo essa avaliação baseada em seus balanços e suas demonstrações de resultado. Conforme Pimentel (2006), os *ratings* são determinados para uma emissão individual e proporcionam as informações sobre a capacidade de pagamento e as garantias dadas.

As três principais agências de classificação de risco são a Moody's Investors Service, a Standert & Poor's (S&P) e a Fitch Investors Service. De acordo com Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), os títulos são classificados pelas agências em: títulos de dívida extremamente seguros ou de nível aceitável de seguranças (*Investment Grade*); e títulos especulativos (*Speculative Grade*) ou com probabilidade significativa de insolvência (*Junk Bonds*).

5.3.3.4 Bolsa de Valores

Emissões de *eurobonds* podem ser listadas em uma ou em mais bolsas de valores. Segundo Pimentel (2006), a Luxembourg Stock Exchange (LSE) é a bolsa com maior listagem de *bonds* internacionais, seguida pela London Stock Exchange.

Segundo os dados de 2006 da International Capital Market Association (ICMA *apud* Pimentel, 2006, p.77), mesmo com o substancial avanço dos sistemas de negociação das principais bolsas do mundo, a maior parte da negociação secundária de *eurobonds* ocorre entre investidores qualificados em mercados de balcão, ou seja, é realizada por instituições financeiras via telefone ou computador sem a necessidade de um pregão ou bolsa organizada (OTC).

Nos últimos anos, uma nova forma de negociação de títulos no exterior vem sendo utilizada, trata-se da emissão de títulos para negociação secundária em diversas bolsas de valores simultaneamente, são os títulos chamados de *global bonds*.

5.3.3.5 Agente de Pagamento

Conforme Pimentel (2006), o agente de pagamento em uma emissão de *bonds* é o banco que tem como responsabilidade receber os pagamentos de juros e do principal do emissor, repassando posteriormente os recursos aos investidores finais.

5.4 HISTÓRICO DAS CAPTAÇÕES BRASILEIRAS POR EURO BONDS

Foi só em 1962, com a criação da Lei de Capitais Estrangeiros (Lei nº 4.131/62), que se regulamentou no Brasil o endividamento externo direto (emissão de títulos) e indireto (empréstimos bancários).

Freitas (*apud* PIMENTEL 2006, p.61), afirma que até a década de 70 os empréstimos bancários eram praticamente a única modalidade de crédito externo existente, sendo que, entre os anos de 1931 e 1972, o Governo brasileiro não realizou nenhuma emissão de títulos no mercado internacional.

Conforme Andrezo e Lima (2002), a primeira emissão internacional de títulos de uma empresa brasileira só ocorreu em 1976 com a Vale do Rio Doce, naquela época ainda uma empresa estatal. Após, vieram outras emissões de empresas estatais como: Petrobrás, Light, Cesp e Eletrobrás.

Apesar da década de 70 ter marcado o início da utilização do mercado internacional de títulos de dívida por parte das empresas brasileiras, o volume captado ainda era inexpressivo e as emissões ocorriam, predominantemente, no mercado alemão.

Já as emissões do Governo brasileiro chegaram a ter papel de destaque no mercado internacional entre os países emergentes ao fim da década de 70 segundo Andrezo e Lima (2002). Porém, no início dos anos 80, uma série de acontecimentos,

como o segundo choque do petróleo e o conseqüente aumento das taxas de juros internacionais, criaram um ambiente macroeconômico complicado para o Brasil que passou a enfrentar uma grande restrição do crédito internacional.

Só no início dos anos 90, com a abertura comercial, o país retorna ao mercado internacional de capitais. Com a conseqüente retomada do crescimento econômico, cresce também o interesse das empresas brasileiras pelo financiamento através da emissão de *bonds*. No entanto, conforme Valle (2001), as captações ainda são restritas às grandes empresas com reconhecida imagem no mercado internacional.

Entre os anos de 1995 e 2005, o estoque de *bonds* e *notes* brasileiros emitidos no mercado internacional aumentou 340%, crescimento superior ao dos demais países da América Latina, que apresentaram um crescimento de 206% no mesmo período. (PIMENTEL, 2006, p.65)

Com o expressivo crescimento da demanda por *bonds* brasileiros, em 2005 foram possíveis algumas emissões até então inéditas para as empresas nacionais, como o lançamento de *bonds* perpétuos. Segundo Pimentel (2006), a primeira instituição brasileira a emitir *bonds* perpétuos foi o Banco Bradesco, seguido pelas emissões da Braskem, CSN, Gerdau e Odebrecht.

Também em 2005, ocorreu a primeira emissão de *global bonds* em reais pelo Tesouro Nacional. Em seguida, a Votorantin foi a primeira empresa brasileira a realizar emissão de *eurobonds* denominados em reais.

Apesar da crise financeira ocorrida no ano de 2008, e como não poderia ser diferente, da quase que paralisação das captações externas no período posterior à crise, as emissões externas brasileiras recuperam-se e, no ano de 2010, de acordo com Copolla (2011), atingiram patamar recorde totalizando US\$35 bilhões só em captações de empresas.

Também, em janeiro de 2011, ocorreu a maior captação já realizada por um empresa brasileira no mercado de *bonds*, quando a Petrobrás emitiu US\$6 bilhões em títulos com vencimento de 5, de 10 e de 30 anos.

5.5 ESTRUTURA DE CAPITAL

Como um dos objetivos específicos desse trabalho é o estudo do mercado internacional de títulos de dívida, sendo que, conforme Brealey e Myers (2005, p.99) a estrutura de capital é conhecida como a mistura de diferentes títulos emitidos pela empresa, torna-se de extrema importância como suporte à análise o estudo das principais teorias a respeito do assunto.

O tópico “estrutura de capital” tem sido tema de vastos estudos nos últimos 50 anos, tanto no exterior quanto no Brasil. A grande discussão em torno do assunto iniciou-se após os trabalhos clássicos de Modigliani e Miller, em 1958 - a famosa “proposição I”. Contrariando a teoria convencional de que existiria uma combinação adequada de fontes de financiamento que minimizariam o custo de capital e consequentemente maximizaria a riqueza do acionista, a primeira proposição de M&M afirma que o valor de uma empresa independe de sua estrutura de capital.

Apesar dos pressupostos irrealistas, ao indicar as condições sob as quais a estrutura de capital é irrelevante, Modigliani e Miller também forneceram alguns indícios sobre o que é realmente necessário para que a estrutura de capital seja relevante. (BRIGHAM; GAPENSAKI e EHRHARDT, 2001, p.574).

Já em 1963, Modigliani e Miller em sua “proposição II”, considerando os custos passíveis de dedução no pagamento de juros, concluem que o tratamento de dedutibilidade conduziria a uma situação onde a estrutura ótima de capital seria 100% de dívida.

Após os estudos clássicos de Modigliani e Miller, surgiram outras teorias trazendo atualizações e aprimoramentos. De acordo com Pimentel (2008), duas teorias destacam-se pela coerência e pela resistência às verificações empíricas, sendo elas: a teoria do *trade-off* estático e a teoria da hierarquia das fontes de recursos, conhecida como *pecking order*.

5.5.1 Teoria do *trade-off* estático

A teoria do *trade-off* estático considera existir uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa. O valor máximo de uma empresa seria alcançado no momento em que ela opera no endividamento máximo sem afetar, de forma significativa, o retorno exigido pelos acionistas pelo fato do aumento do risco.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007), o aumento do valor da empresa se dá até o momento em que os custos e riscos de falência não são significativos, pois, em determinado momento, o valor gerado pelo benefício fiscal da dedutibilidade do pagamento de juros seria mais do que compensado pelos custos de falência e, a partir de então, o aumento da alavancagem reduziria valor da empresa.

Portanto, o grande desafio para os gestores na busca pela estrutura ótima de capital seria tirar proveito das dívidas sem comprometer a qualidade de crédito da organização.

No contexto desse trabalho, conforme Pimentel (2008), uma justificativa para a utilização de *eurobonds* na composição da estrutura de capital (apesar do risco cambial) é que a emissão desses títulos gera alongamento no perfil da dívida, além de, normalmente, terem taxas de juros menores que financiamentos no mercado interno.

5.5.2 Teoria *pecking order*

A teoria *pecking order* afirma existir uma hierarquia nas fontes de financiamento utilizadas pelas empresas. Segundo Myers (*apud* PIMENTEL, 2006, p.97), existiria, por parte das empresas, preferência pela utilização dos lucros retidos como forma de financiar projetos de investimento. A segunda fonte seria as emissões de títulos de dívida e só posteriormente se recorreria à emissão de novas ações.

Isso aconteceria porque quando uma empresa emite ações para financiar um projeto de investimento, elas normalmente são subavaliadas pelo mercado, transmitindo, implicitamente, informações negativas sobre a empresa, pois acionistas

antigos, teoricamente, não dividiriam os lucros de projetos com VPL (valor presente líquido) positivo.

5.5.3 Estrutura de Capital no Brasil

Segundo Assaf Neto (2003), ao se estudar o tema estrutura de capital no Brasil, é importante levar em consideração uma característica singular do mercado nacional, que deriva da origem dos recursos, onde os principais agentes ofertadores de recursos são órgãos oficiais do governo, como o BNDES.

Apesar do crescimento da participação de instituições multilaterais (Banco Mundial e BID), da entrada de recursos via mercado de capitais, dos fundos de participação e de emissões de dívidas nacionais e internacionais, o crédito de longo prazo no Brasil ainda é ofertado, majoritariamente, pelo BNDES. De acordo com Pires e Caprioli (2010), no ano de 2009 o banco estatal de fomento desembolsou 65% de todo o crédito demandado para infra-estrutura.

A forte oferta de crédito via órgãos oficiais, oferecendo recursos a taxas inferiores às praticadas livremente no mercado, gera uma situação de distorção, na qual, apesar do risco das operações no longo prazo ser superior ao das operações de curto prazo, as taxas de juros de longo prazo são inferiores às de curto.

Assim, de acordo com Assaf Neto (2003), as taxas de juros no Brasil são determinadas pela natureza da fonte de financiamento e não pelo risco oferecido pela decisão de crédito, assim, a estrutura de financiamento selecionada pode alterar a atratividade da decisão de um investimento, não sendo coerente à teoria de finanças.

Outra característica peculiar ao mercado brasileiro é a possibilidade de dedutibilidade, por parte da empresa, no pagamento de juros sobre capital próprio (JSCP). De acordo com Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), qualquer teoria sobre estrutura de capital a ser aplicada no Brasil deve levar em consideração os JSCP, pois esse seria um benefício ao não endividamento, na medida em que quanto maior o patrimônio líquido contábil da empresa tanto maior é o valor exposto à remuneração. Conseqüentemente, maior será a vantagem fiscal.

Uma característica importante das finanças corporativas no Brasil é seu menor horizonte de planejamento em relação às nações desenvolvidas, estabelecendo-se metas de estrutura de capital para nossas empresas em prazos mais reduzidos (ASSAF NETO, 2006, p.422). Também nesse sentido, Pimentel (2006) afirma que, considerando-se os padrões internacionais, as empresas brasileiras apresentam um alto índice de financiamento no curto prazo.

Portanto, a busca pelo mercado internacional de dívidas é um passo importante na mudança do perfil de dívida das empresas brasileiras, pois elas passam a contar com mais uma opção de financiamento de longo prazo. Dessa forma, a disponibilidade de recursos no mercado externo pode pressionar os investidores e financiadores nacionais a aumentarem o prazo das dívidas e a disponibilizarem uma taxa de juros mais competitiva.

6. METODOLOGIA

6.1 ABORDAGEM METODOLÓGICA A PARTIR DO OBJETIVO

Segundo Vergara (2000, p. 46- 47), uma pesquisa pode ser classificada, quanto aos seus fins, como: (1) exploratória, realizada em área de pouco conhecimento acumulado; (2) descritiva, quando expõe características de determinado fenômeno sem o compromisso de explicá-lo; (3) explicativa, busca esclarecer quais os fatores que contribuem para determinado fenômeno, (4) metodológica, quando se refere a instrumentos de captação ou de manipulação da realidade (5) aplicada, quando tem por finalidade prática a solução de problemas concretos; ou (6) intervencionista, quando o objetivo, principalmente, interferir na realidade estudada para modificá-la.

Segundo Gil (1989), pesquisas exploratórias e descritivas enfocam o lado prático e aplicável das ciências sociais. Também, têm como características a descrição de determinada população buscando o estabelecimento de relações entre as variáveis e os fatos.

Sendo assim, do ponto de vista do método de abordagem, essa pesquisa se caracterizará pela natureza descritiva, porém não deixam de existir no estudo características exploratórias.

6.2 ESTUDO DE EVENTOS

O estudo de eventos é uma técnica bastante utilizada em pesquisas na área de Finanças, consistindo na análise do efeito de determinado evento no valor da firma. Para McWilliams e Siegel (1997), o método de estudo de eventos tem se tornado popular pela necessidade de modelos que reflitam mais rapidamente as mudanças ocorridas nos mercados.

Segundo Prabhala (1997), estudos de eventos possuem duas propostas fundamentais: testar se há um “efeito informação” no preço das ações e identificar os fatores que explicam a ocorrência de uma mudança de valor das ações na ocorrência de um evento.

A eficiência dos mercados está diretamente ligada à velocidade com que as informações disponíveis são incorporadas ao preço dos ativos nele negociados, por isso, o conceito de mercados eficientes é ponto chave em um estudo de eventos.

Esse conceito é explicado por Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p.277) da seguinte forma:

[...] aqueles nos quais os preços correntes de mercado refletem a informação disponível. Isso significa que os preços correntes de mercado refletem o valor presente dos títulos e que não há maneira alguma de obter lucros extraordinários com o uso das informações disponíveis.

Ainda, na hipótese de mercado eficiente, essa eficiência poderia ser classificada em forte, semi-forte e fraca.

Na visão de McWilliamns e Siegel (1997, p. 626), para que um estudo de eventos seja corretamente conduzido, ele deve basear-se na Hipótese de Mercado Eficiente (HME) e, para isso, algumas regras necessitam ser seguidas: 1- Os mercados são eficientes; 2- Os eventos não foram antecipadamente previstos; e 3- Não ocorreu nenhum evento que possa influenciar o preço da ação e confundir a análise durante a janela do evento.

Desse modo, partindo das premissas da Hipótese de Mercado Eficiente, nesse trabalho ficou definido que o mercado possui eficiência semi- forte. Ou seja, qualquer informação publicamente disponível que ocorra e afete o preço das ações é instantaneamente incorporada pelo mercado e refletida no preço da ação.

Ainda que não exista uma estrutura rígida para condução de um estudo de eventos, utilizando como base os modelos propostos por Mackinlay (1997) e Campbell,

Lo e Mackinlay (1997), chega-se à estrutura de etapas apresentada na Figura 1.



Figura 1 - Etapas do Estudo de Eventos

Fonte: Adaptado de Campbell, Lo e Mackinlay (1997)

6.2.1 Definição do Evento

Na intenção de minimizar o efeito de outros fatores não mensurados que poderiam afetar o retorno das ações e, como o objetivo do trabalho é a mensuração de possíveis efeitos de curto prazo no valor das ações, nesta pesquisa a janela de evento está restrita a um curto período: dois dias antes e dois dias após a data de ocorrência do evento, totalizando cinco dias de observação dos retornos anormais.

Mesmo que a intenção seja a mensuração do impacto do anúncio do evento, a escolha de um período de dias ao redor da data do evento se justifica, pois o número de observação não pode ser curto demais a ponto de não capturar eventuais vazamentos de informação (*insider information*). Da mesma forma, também a janela de observação do evento não pode ser longa demais a ponto de capturar oscilações não relacionadas ao evento em questão.

“A definição da janela envolve um certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador e depende do evento estudado e dos objetivos que se almejam com o uso da metodologia.” (SOARES *et al.*, 2003, p.3)

Como janela de estimação, a qual é utilizada para calcular os parâmetros do procedimento de estimação e teste, será utilizado o período dos 90 dias anteriores ao início da janela do evento.

Abaixo, na Figura 2, linha do tempo de um estudo de eventos:

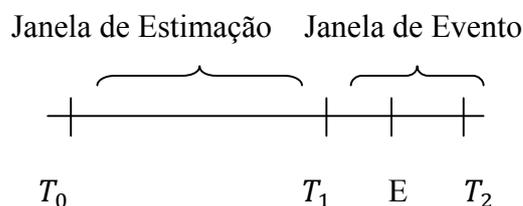
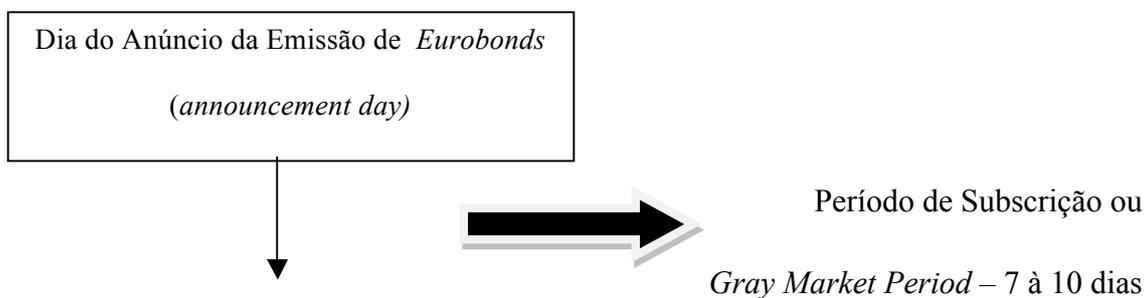


Figura 2 - Linha do Tempo Estudo de Eventos

Fonte: Adaptado Campbell, Lo e Mackinlay (1997)

Em que E representa a data de ocorrência do evento.

Como data de ocorrência do evento fica definido o dia do anúncio da emissão de *eurobonds*. Conforme (GRABBE 1991 *apud* PIMENTEL 2006, p.73) o cronograma típico de uma emissão de *eurobonds* inclui três datas chaves: (1) o anúncio a emissão; (2) a assinatura dos termos finais e o dia da oferta; (3) data de fechamento, quando ocorre a liquidação financeira do título, ou seja, o pagamento por parte do investidor e o recebimento dos recursos pela empresa. Pode ser resumido conforme esquema abaixo:



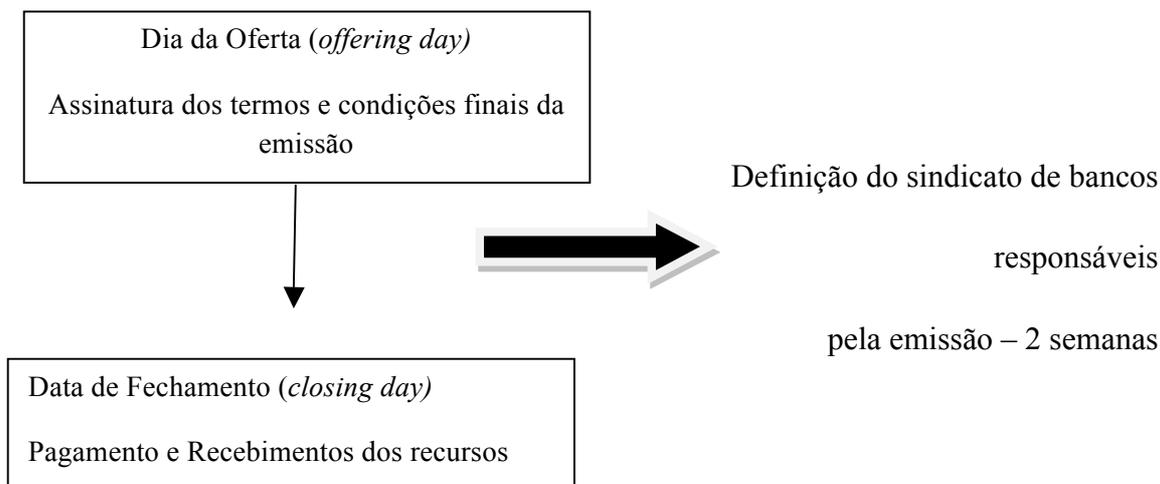


Figura 3 - Calendário de uma Emissão de *Eurobonds*

Fonte: Grabbe (1991) *in* Pimentel (2006)

O dia do anúncio da emissão de *eurobonds* por parte das empresas não é de fácil identificação. Como pode se observar em trecho extraído de Edital de Convocação de Assembléia Geral Extraordinária da empresa Hypermarchas S.A., a emissão de títulos de dívida internacional não requer qualquer registro de distribuição no Brasil ou no Exterior, inclusive perante a Comissão de Valores Mobiliários.

[...]emissão, pela Companhia, de títulos de dívida (“Bonds”), destinados à colocação no mercado internacional, junto a investidores institucionais estrangeiros qualificados, em conformidade com isenções estabelecidas de acordo com o Securities Act of 1933, conforme alterado, dos Estados Unidos da América, sem a necessidade, portanto, da solicitação e obtenção de qualquer registro de distribuição no Brasil ou no exterior, inclusive perante a Comissão de Valores Mobiliários e a Securities and Exchange Commission dos Estados Unidos da

América. (Edital de Convocação de AGE/2011, p.1, grifo do autor).

O período utilizado na coleta de dados abrange os anos de 2009 e 2010. A opção por esse período se justifica pela falta de liquidez internacional no ano de 2008 em função da grave crise financeira americana, que praticamente paralisou as captações internacionais.

Também, outra justificativa para a escolha desse período é o novo cenário macroeconômico pós- crise, no qual as taxas de juros das economias desenvolvidas são próximas a zero e o Brasil já possui o título de grau de investimento pelas três principais agências de classificação de *rating* (S&P – 30/abr/2008; Fitch 29/mai/2008; Moody`s 22/set/2009). A elevação do *rating* soberano brasileiro possibilita o acesso de novos investidores institucionais a emissões realizadas por empresas nacionais e, também, aumenta o interesse dessas empresas em procurar o mercado de *bonds*, pois segundo Valle (2001), o *rating* de um país é parte importante do prêmio de captação pago pelas empresas.

Assim, chegou-se à amostra inicial através do levantamento das emissões do período de 2009-2010 no site BOND RADAR, totalizando 107 emissões entre *sovereign bonds* e *corporate bonds*. Como data do anúncio da emissão, conforme padrão utilizado por Best (1997), foi utilizada a data da primeira menção, em veículo de comunicação, a respeito do evento.

6.2.2 Critérios de Seleção

Seguindo padrão utilizado em outros estudos sobre a emissão de títulos de dívida, optou-se por excluir da amostra emissões de instituições financeiras em razão da finalidade social dessas implicar em alavancagem financeira, ou seja, recursos levantados são utilizados como *funding* para repasse a agentes demandadores de recursos. Além disso, foram excluídas da amostra emissões realizadas por subsidiárias de empresas multinacionais e por empresas nacionais que não apresentam ações negociadas em bolsa.

Para cada empresa da amostra será identificado um único evento, obedecendo aos seguintes critérios:

- a) possibilidade de apurar a data de ocorrência;
- b) referência a valores relevantes, ou seja, valor da emissão estar dentro da média de emissões anteriores;
- c) priorização da emissão mais recente.

Apenas no caso da empresa Fíbria optou-se pela utilização da penúltima emissão, portanto, não sendo utilizada a emissão mais recente. Essa opção se deve ao fato de ter ocorrido outro evento de mesmo tipo dentro da janela de estimação que seria utilizada.

Para as empresas que apresentam mais de uma ação em negociação na Bovespa, será utilizada a ação que apresentar maior liquidez, ou seja, a ação que apresenta maior volume financeiro médio diário (*Average Daily Trading Volume – ADTV*) durante a janela de estimação do evento.

Assim, das 107 emissões identificadas na amostra inicial, apenas 38 referiam-se a emissões corporativas (*corporate bonds*) de empresas listadas em bolsa. Dessas, a partir dos critérios de seleção utilizados, foram selecionadas para a amostra final 20 eventos de 20 empresas, apresentados conforme a Tabela 1, a seguir:

Tabela 1 – Amostra Final

Data do Anúncio	Empresa	Volume Emissão em Milhões
22 set 2009	Embraer	UDS 500
20 out 2009	Petrobras	USD 300
22 out 2009	TAM	USD 1500
28 out 2009	NET	USD 350
22 jan 2010	Minerva	USD 250
21 jan 2010	BRF Foods	USD 750
25 mar 2010	Magnesita Refratarios	USD 400
22 abr 2010	Fíbria	USD 750
26 abr 2010	Marfrig	USD 500
12 jul 2010	BM&Fbovespa	USD 612

13 jul 2010	Gol	USD 300
22 jul 2010	JBS Friboi	USD 700
9 set 2010	Vale	USD 750
13 set 2010	CSN	USD 1000
16 set 2010	Suzano Papel e Celulose	USD 650
23 set 2010	Gerdau	USD 1250
23 set 2010	Braskem	USD 450
30 set 2010	BR Properties	USD 200
29 out 2010	Cosan	USD 300
29 nov 2010	Telemar Norte Leste	USD 608

Fonte: Dados da Pesquisa

6.2.3 Retorno Observado das Ações

Segundo Soares (2002), a opção pela forma de cálculo dos retornos das ações depende da maneira como o pesquisador percebe a dinâmica do fluxo de informações no mercado, existindo duas formas possíveis: a capitalização discreta e a contínua.

Quando se opta pela capitalização discreta, parte-se do pressuposto que as informações chegam ao mercado em instantes distintos e causam variação discreta no preço dos ativos. Tendo como fórmula:

$$R_{it} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - 1 \quad (1)$$

Onde,

$P_{i,t}$ = preço de fechamento da ação i no período t ;

$P_{i,t-1}$ = preço de fechamento da ação i no período $t - 1$;

Já na capitalização contínua, acredita-se que as ações reagem de forma contínua às informações que chegam ao mercado a todo momento. A forma logarítmica para os retornos é definida por:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (2)$$

Sendo \ln os retornos normais na forma logarítmica.

Ainda, segundo Soares (2002), ao optar pelo uso do logaritmo natural, o pesquisador tende a obter melhor aderência à distribuição normal dos retornos contribuindo, assim, para os testes estatísticos paramétricos.

Dessa forma, para este estudo será utilizada a forma de capitalização logarítmica, acreditando que ela representa, de forma mais adequada, a dinâmica informacional do mercado. Os retornos das ações foram calculados com base nos preços de fechamento das ações obtidos no banco de dados da Economática em moeda original e ajustados por proventos.

6.2.4 Retornos Esperados e Anormais

Após o cálculo do retorno observado das ações, parte-se para o cálculo dos retornos anormais. De acordo com Campbell, Lo e Macklinlay (1997), o cálculo do retorno anormal pode ser feito através de diversas abordagens que dividem-se em duas categorias: econômicas e estatísticas.

Os modelos econômicos respeitam tanto as restrições econômicas quanto as restrições estatísticas. Dentre os modelos econômicos, o mais conhecido é o CAPM, desenvolvido por Sharpe e Lintner na década de 60, pressupõe que a taxa de retorno de todos os ativos de risco é função de sua covariância com o portfólio de mercado (beta).

Já os modelos estatísticos não levam em consideração as premissas econômicas, devendo ser assumidos apenas, conjuntamente, os pressupostos estatísticos de que os retornos são normais, independentes e multivariados. Para Campbell et al. (1997), apesar de serem modelos mais complexos os ganhos obtidos com a utilização dos

modelos econômicos são pequenos em comparação aos resultados obtidos com os modelos estatísticos, fazendo com que esses últimos sejam mais utilizados na literatura.

Os modelos estatísticos podem ser de três tipos: (i) modelo de retornos ajustados à média, no qual a estimativa dos retornos anormais é dada pela diferença entre os retornos efetivos e a média aritmética dos retornos passados dos títulos; (ii) modelo de retornos ajustados ao mercado, considera que os retornos anormais são obtidos pela diferença entre o retorno do título e do portfólio de mercado; e (iii) modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado (modelo de mercado), no qual é considerada uma relação linear estável entre o retorno do título e o retorno do mercado.

Para Kloeckner (1995), é indiferente para o pesquisador adotar um ou outro modelo gerador de retornos de controle, ou seja, a adoção de qualquer um dos três modelos leva a resultados estatisticamente semelhantes. Neste trabalho, os retornos esperados (Re_{it}) serão calculados utilizando-se o modelo ajustado ao risco e ao mercado (modelo de mercado) que consiste de uma regressão linear da taxa de retornos observada para cada ação sobre o retorno do portfólio de mercado, definido, nesse caso, como o Ibovespa. Algebricamente representada pela seguinte equação:

$$Re_{it} = \alpha_i + \beta_i Rm_t + \varepsilon_i \quad (3)$$

Sendo,

Re_{it} = retorno esperado da ação i , no período t ;

Rm_t = retorno observado do portfólio de mercado no período t ;

α_i e β_i = são valores OLS (ordinary least squares ou mínimos quadrados ordinários) para o período estimado, ou seja, são os parâmetros da regressão linear.

ε_i = resíduo

Por resíduo entende-se o excesso de retorno realizado pelo papel em relação ao retorno esperado, portanto o resíduo é idêntico ao retorno anormal.

O conceito de retorno anormal é peça chave para o estudo de eventos, pois só através do cálculo dele é realmente possível determinar o real impacto do evento no preço das ações.

O retorno anormal é o retorno real *ex-post* do título menos o retorno normal. Por retorno normal, entende-se o retorno esperado caso o evento não tivesse ocorrido. Assim, a equação para o cálculo do retorno anormal fica:

$$RA_{it} = R_{it} - Re_{it} \quad (4)$$

Onde:

RA_{it} = Retorno anormal da ação i no período t ;

R_{it} = Retorno observado da ação i no período t ;

Re_t = Retorno esperado da ação i no período t .

Para agregação dos retornos anormais, foi utilizada uma dimensão temporal com as ações estudadas separadamente ao longo do período analisado, ou seja, calculou-se o Retorno Anormal Acumulado (RAA) para cada ação durante o período de estudo, conforme a equação a seguir:

$$RAA_{i,t} = \sum_i RA_t \quad (5)$$

Por fim, o retorno anormal médio foi estimado para cada período t , sendo N o número de empresas da amostra:

$$\overline{RA}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it} \quad (6)$$

6.2.5. Procedimento de Estimação

No procedimento de estimação, define-se a janela de estimação para o cálculo dos parâmetros do modelo definido. Conforme já mencionado anteriormente, a janela de estimação foi definida como o período de 90 dias anteriores ao início da janela do evento.

Segundo Campbell, Lo e Mackinley (1997), é importante ressaltar que as janelas de estimação e do evento não devem se sobrepor, a fim de que não exista influência do evento no cálculo dos parâmetros de retorno normais.

A Tabela 2, a seguir, apresenta os parâmetros encontrados via regressão linear, tendo como variável explicativa o Ibovespa. Apesar de algumas empresas pertencentes à amostra final não participarem da composição do Ibovespa, optou-se pela utilização do mesmo por esse ser o principal *benchmark* do mercado de ações brasileiro. Assim como os preços das ações, as cotações do índice Ibovespa também foram coletadas no banco de dados da Economática.

Tabela 2 – Parâmetros Regressão Linear

Empresa	Cód. Ação	Alfa	Beta	R ²
Embraer	EMBR3	-0.00111	0.953634	0.355059
Petrobras	PETR4	-0.00143	0.976929	0.707428
Tam	TAMM4	0.00011	1.140889	0.304754
Net	NETC4	0.001804	0.425158	0.097288
Minerva	BEEF3	0.002239	0.609958	0.103922
BrFoods	BRFS3	-0.00011	0.581787	0.259681
Magnesita Refratários	MAGG3	-0.00094	0.678034	0.196883
Fibra	FIBR3	0.00248	1.399412	0.330439
Marfrig	MRFG3	-0.00035	0.6847	0.135524

Bm&fBovespa	BVMF3	0.000776	1.226862	0.467158
Gol	GOLL4	-0.00024	0.873916	0.315468
JBS Friboi	JBSS3	-0.0007	1.107288	0.356557
Vale	VALE5	-0.0009	1.348154	0.779204
CSN	CSNA3	-0.00096	1.16519	0.68622
Suzano	SUZB5	-0.00084	1.607305	0.649233
Gerdaul	GGBR4	-0.00161	1.271495	0.738747
Braskem	BRKM5	0.002678	0.64814	0.185779
BR Properties	BRPR3	0.002753	0.539249	0.143046
Cosan	CSAN3	0.001616	0.480461	0.107906
Telemar Norte Leste	TNLP4	-0.00073	0.869686	0.231782

Fonte: Dados da Pesquisa

6.2.6. Hipóteses e Procedimento de Teste

Com o objetivo de analisar o impacto ao anúncio da emissão de *eurobonds* e de verificar se a percepção do investidor é positiva ou negativa quando da emissão desses títulos, serão testadas as hipóteses a seguir.

As hipóteses nula e alternativa serão respectivamente:

$H0_1$ - Não é possível notar a presença de retornos anormais nos preços das ações de empresas emissoras de *eurobonds*;

$H1_1$ - É possível notar a presença de retornos anormais nos preços das ações de empresas emissoras de *eurobonds*.

Assim, quanto mais distante de zero for o valor do retorno anormal acumulado (RAA), maior a evidência para a não confirmação de $H0_1$.

Já, como teste de significância estatística para teste dos retornos anormais encontrados, utilizou-se o procedimento denominado como teste t , com a finalidade de verificar se existe diferença entre as médias dos retornos anormais encontrados nos diferentes períodos da janela do evento.

Segundo Stevenson (2001), o teste t é o teste de duas amostras para a média, sendo usado para determinar se as médias de duas populações são iguais ou não.

Também a escolha pelo teste t é justificada por sua aplicabilidade em amostras pequenas ($n < 30$), como é o caso do estudo.

Assim, como teste de significância estatística para os retornos anormais da janela do evento, as hipóteses nula e alternativa são:

$H0_2$: As médias das amostras RA_{t-2} , RA_{t-1} , RA_t , RA_{t+1} , e RA_{t+2} são iguais;

$H1_2$: As médias das amostras RA_{t-2} , RA_{t-1} , RA_t , RA_{t+1} , e RA_{t+2} são diferentes.

7. RESULTADOS E ANÁLISE

Partindo da premissa de que a área financeira de uma empresa escolheria a alternativa com maior resultado econômico entre endividamento e capital próprio, assim como, considerando que a colocação de títulos no mercado depende da aceitação dos investidores - sendo essa impactada pela perspectiva futura em relação à empresa - esperava-se encontrar uma relação positiva entre o retorno das ações e as emissões de *eurobonds*.

Realmente, em 11 dos 20 eventos, foi encontrada uma relação positiva entre as emissões e o retorno durante a janela do evento analisada. Na soma dos Retornos Anormais Acumulados dos 20 eventos analisados, o resultado foi um RAA positivo de 12,11%, resultando em uma média de 0,61% por evento. No Gráfico 1, a seguir, observa-se o RAA da janela de cada evento:

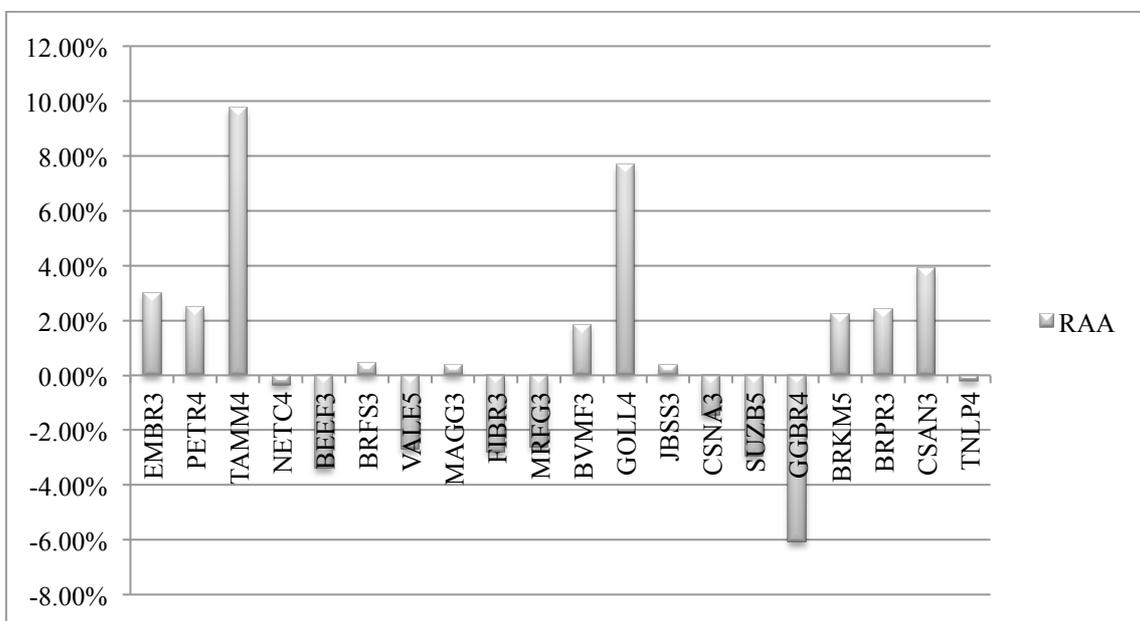


Gráfico 1 – Retorno Anormal Acumulado por Evento

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como é possível observar no Gráfico 1, nos eventos envolvendo as ações TAMM4, GOLL4 e GGBR4, existe a presença de um significativa retorno anormal. Apesar disso, neste estudo não foi efetuado qualquer tratamento a possíveis *outliers*, pois se acredita que, em um estudo de eventos sobre retornos anormais, qualquer tratamento dado a *outliers* poderia comprometer os resultados encontrados.

No caso específico desses três eventos, acredita-se que os fortes retornos anormais encontrados são também motivados por fatores que acompanham a emissão de títulos no mercado externo, como exemplo, ou a classificação de *rating* de crédito concedida pelas agências em cada nova emissão ou a demanda muito acima da inicialmente imaginada acarretando no pagamento de menores *yields*. Portanto, fatores que são relacionados à oferta.

Dessa forma, com o RAA de 12,61% e um RAA médio de 0,61% encontrados, é possível rejeitar a hipótese nula $H0_1$ e afirmar existir a indicação de que a decisão de financiamento via emissão de títulos no mercado externo, nesse caso os *eurobonds*, afeta positivamente no retorno das ações.

Como mencionado anteriormente, também foi realizado teste de significância estatística entre as médias encontradas para cada período. A Tabela 3, a seguir, apresenta a média, o desvio padrão e a variância de cada período t .

Tabela 3 – Média, Desvio Padrão e Variância para períodos t .

	Média	Desvio Padrão	Variância
RA_{t-2}	-0.3802%	0.012192926	0.000149
RA_{t-1}	0.0241%	0.015131477	0.000229
RA_t	0.4483%	0.020906815	0.000437
RA_{t+1}	1.0401%	0.023587776	0.000556
RA_{t+2}	-0.4596%	0.018177208	0.000330

Fonte: Dados da Pesquisa

Dessa forma, é possível observar a concentração dos retornos positivos na data do evento (RA_t) e no dia posterior ao evento (RA_{t+1}), respectivamente apresentando retornos anormais médios positivos de 0,44% e 1,04%. Em razão da dificuldade de determinar a data exata do evento e de como a reação ao evento pode se difundir nos dias subseqüentes, se imaginava que poderiam aparecer retornos anormais mais expressivos em períodos da janela do evento diferentes à data do próprio evento.

Fato importante a mencionar, que corrobora ao aparecimento dos maiores retornos anormais no dia subseqüente ao evento, é a ainda maior dificuldade em se determinar a hora exata do dia em que a informação sobre a emissão dos *eurobonds* chegou ao mercado, podendo ter sido em momento do dia em que o mercado (Bovespa) já estivesse fechado, vindo a se refletir a notícia apenas no dia posterior - comportamento muito observado no mercado. Porém, é apenas uma suposição.

Também, é importante observar o aumento da volatilidade dos preços das ações no dia do evento (RA_t) e no dia subseqüente ao mesmo (RA_{t+1}), efeito que pode ser constatado pelos maiores desvios padrão e variâncias nos retornos anormais terem sido encontrados nessas datas. O aumento da volatilidade, nesse caso, pode ser interpretado como um indicador que confirma realmente existir impacto quando do anúncio dos novos endividamentos.

O procedimento de teste de significância estatística definido foi o teste t de Student - com os motivos da escolha já justificados na seção Hipóteses e Procedimento de Teste - buscando com o teste identificar se as médias das amostras RA_{t-2} , RA_{t-1} , RA_t , RA_{t+1} , e RA_{t+2} são iguais ($H0_2$) ou não ($H1_2$), com a premissa de que eventuais rejeições de igualdade entre as médias confirmariam a não aleatoriedade dos retornos anormais encontrados.

A seguir, na Tabela 4, o P- valor bi- caudal encontrado para cada teste realizado entre as médias dos retornos anormais dos períodos. O chamado P- valor, é uma das formas de determinar o nível de significância do teste t , sendo no caso deste estudo utilizado o valor bi- caudal em função da definição das hipóteses nula e alternativa.

Tabela 4 – P- valor testes t

Teste t		P- Valor
RA_{t-2}	RA_t	0.21921
RA_{t+1}	RA_{t+2}	0.06521**
RA_{t-1}	RA_t	0.50958
RA_{t-1}	RA_{t+1}	0.09102**
RA_{t+1}	RA_t	0.24506
RA_{t-1}	RA_{t-2}	0.45134
RA_t	RA_{t+2}	0.30908
RA_{t-2}	RA_{t+2}	0.94179
RA_{t-2}	RA_{t+1}	0.04121*
RA_{t-1}	RA_{t+2}	0.54385

Fonte: Elaborado pelo Autor

*Mostra- se significativa a 5%

**Mostra- se significativa a 10%

No total, foram realizados 10 testes t pareados entre as amostras duas a duas, sendo que, ao nível de significância (α) de 5%, só foi possível rejeitar a igualdade entre as médias de RA_{t+1} e RA_{t-2} . Já, ao nível de significância de 10%, também seria possível rejeitar a igualdade entre RA_{t+1} e RA_{t+2} , e, RA_{t+1} e RA_{t-1} .

Assim, rejeitando-se com nível de confiança de 95% a igualdade entre as médias de RA_{t+1} e RA_{t-2} , podemos rejeitar a hipótese nula H_0 . De qualquer forma, fato também importante a ser observado são os P- valores encontrados nos testes entre as médias RA_t e RA_{t-2} , e, RA_t e RA_{t+2} . No qual, rejeita-se a igualdade entre as médias respectivamente ao nível de significância de 22% e 31%, quando nos outros testes as igualdades só são rejeitadas com níveis de significância superiores a 45%.

7.1 LIMITAÇÕES DO TRABALHO

É importante ressaltar que este trabalho possui limitações que não permitem que as conclusões aqui apresentadas sejam generalizadas. A principal delas é o número de eventos analisados, que pode ser considerado pequeno. Ainda que, segundo Copolla

(2011), o mercado externo de títulos de dívida tenha ganhado em importância como fonte de financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras, - tendo apresentado em 2010 volume recorde de captações de US\$36 bilhões - a maior parte das emissões são realizadas por instituições financeiras, cuja finalidade social impede a inclusão dessas na amostra, como apresentado na seção Critérios de Seleção.

Além disso, outro limitador importante é a escolha da data do evento. Como também argumentado anteriormente, a data do evento é de difícil mensuração, não existindo banco de dados nacional sobre os mesmos. Também, a emissão de títulos de dívida internacional não requer qualquer registro de distribuição no Brasil ou no exterior, sendo, portanto, difícil definir quando exatamente a informação chegou ao mercado. Portanto, a escolha de outra data como sendo a de anúncio da emissão poderia alterar o resultado aqui encontrado.

8. CONCLUSÕES

Ainda que as limitações apresentadas anteriormente inviabilizem a generalização dos dados encontrados, os resultados da análise oferecem algum suporte às hipóteses de que os anúncios das emissões de *eurobonds* têm efeito positivo sobre o retorno das ações de empresas brasileiras e de que a média dos retornos anormais na data e no dia subsequente ao evento é diferente das médias dos dias anteriores ao evento.

A relação positiva encontrada entre o endividamento de longo prazo e o preço das ações está em consonância com os resultados de estudos nacionais e internacionais. Santos, Lustosa e Ferreto (2006), ao estudarem o impacto do anúncio da emissão de debêntures, encontraram indícios de relação positiva entre as emissões e os retornos das ações. Best (1997) encontrou relação positiva e significativa entre o preço de ações americanas e o anúncio da emissão de *eurobonds*.

Já em relação ao objetivo secundário do trabalho de verificar o nível de eficiência do mercado de ações brasileiro, os resultados encontrados sinalizam considerável eficiência informacional na medida em que os maiores retornos anormais médios concentraram-se no dia e no dia subsequente ao evento.

Também, em relação ao outro objetivo secundário, vemos que a percepção geral do investidor – caracterizada pelos retornos anormais positivos encontrados - é condizente com estudos de Pimentel (2008) que afirmam existir criação de valor para o acionista quando da utilização de *eurobonds* na estrutura de financiamento das empresas.

Depois de um longo período de estagnação, o mercado de emissão de *eurobonds* nunca esteve tão atrativo para as empresas brasileiras. Os juros próximos a zero nas economias desenvolvidas, aliados ao excesso de liquidez internacional promovida pelas políticas monetárias e fiscais anticíclicas nesses países, em um cenário interno de crescimento econômico onde há falta de crédito de longo prazo no Brasil, resultaram em um recorde de emissões externas em 2010 e em perspectivas de um mercado aquecido para os próximos anos.

Assim, o momento é muito oportuno para o aprofundamento dos estudos sobre o mercado, uma vez que existe carência de estudos nacionais sobre o assunto. Sugestões para futuras pesquisas seriam estudos analisando os retornos anormais à classificação dos *ratings* de crédito das emissões.

REFERÊNCIAS

ALAM, P.; WALTON, K.S.. **Information Asymmetry and Valuation Effects of Debt Financing**. The Financial Review, v.30, n.2, p.289- 311, 1995.

ANDREZO, Andre F.; LIMA, Iran S.. **Mercado Financeiro – Aspectos Históricos e Conceitos**. 2^a ed. São Paul: Thomson Pioneira, 2002.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BEST, R. W.. **The role of Default Risk in Determining the market reaction to debt announcements**. The Financial Review, v.32, p.87- 105, 1997.

BOND RADAR. Disponível em <www.bondradar.com>. Acesso em primeiro semestre de 2010.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. Tradução: Robert Bryan Taylor. Porto Alegre: Bookman, 2005.

BRIGHAM, E.F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M.C.. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. Tradução GUIMARÃES, A.. São Paulo: Atlas, 2001.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Estudos de evento: teoria e operacionalização**. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 1-20. 2003.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, Archie C. **The econometric of financial markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1997. 611 p.

CLARKE, Noel. *The Economist Intelligence Unit to Eurobonds*. McGraw-Hill Inc. New York, 1993.

COPOLLA, Gabrielle. **Emissões de Empresas do Brasil Podem Atingir US\$ 35bi.** Exame. São Paulo. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/emissoes-de-empresas-do-brasil-podem-atingir-us-35-bi>>. Acesso em: 27/04/2011.

CORREIA, Vanessa. **Emissão de bônus no exterior continuará aquecida até 2012.** Brasil Econômico. Disponível em <http://www.brasileconomico.com.br/noticias/emissao-de-bonus-no-exterior-continuara-aquecida-ate-2012_87054.html>. Acesso em: 15/05/2011.

COSTA, Newton C.; LEAL, Ricardo P.; LEMME, Celso. **O Impacto da Dupla Negociação: Um Estudo de Eventos de ADR Brasileiros.** Revista de Administração, v. 33, n. 4, p. 65-71, out/dez 1998

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. **Capital Markets: Institutions and Instruments.** New Jersey: Prentice-Hall, 1992.

FRANCO, Alexandre L.. **Aplicação da Análise de Componentes Independentes em Estudo de Eventos em Finanças.** Tese de Doutorado – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2008.

GIL, Antônio C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.** 2^a ed. São Paulo: Atlas, 1989.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica.** 4^a ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

KLOECKNER, G. O. **Estudos de evento: a análise de um método.** In: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, João Pessoa (PB). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 1995.

LIMA, Iran Siqueira; ANDREZO, Andrea Fernandes. **Mercado Financeiro – Aspectos Históricos e Conceituais**. 2 ed. São Paulo: Thomson Pioneira. 2002.

MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. **Event Studies in Management: Theoretical and Empirical Issues**. *The Academy of Management Journal*, v. 40, n. 3, p. 626-657, Jun. 1997.

PRABHALA, N.R. **Conditional Methods in Event Studies and Equilibrium Justification for Standard Event-Study Procedures**. *The Review of Financial Studies*, v. 10, n. 1, p. 1-38, Spring. 1997.

PIMENTEL, Renê. **O Mercado de Eurobonds e as Captações Brasileiras: Uma Abordagem Empírico- Descritiva**. Dissertação de Mestrado – Universidade de São Paulo. 2006.

PIMENTEL, Renê. **Emissão de Eurobonds e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras**. In: 8º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo. 2008.

PIRES, Luciano; CAPRIOLI, Gabriel. **Recursos do BNDES estão perto do esgotamento**. *Jornal Estado de Minas*. Disponível em <http://www.em.com.br/app/noticia/economia/2010/11/25/internas_economia,194498/recursos-do-bndes-estao-perto-do-esgotamento.shtml>. Acesso em: 20/04/2010.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 777 p.

ROBERTS, Richard. **Por dentro das Finanças Internacionais: Guia Prático dos Mercados e Instituições Financeiras**. Tradução: Monteiro, M.J.C. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed, 2000.

SANTOS, S.C.dos; LUSTOSA, P.R.B. e FERRETO, L.E.. **Influência dos Anúncios de Novos Endividamentos de Longo Prazo nos Retornos das Ações de Empresas Brasileiras**. In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo. 2006.

SOARES, R.; ROSTAGNO, L. SOARES, K. **Estudo de Evento: O Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal**. Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração – ANPAD. N. 26. 2002.

STEVENSON, W. J. **Estatística aplicada à administração**. Tradução de Alfredo Alves de Farias. São Paulo: Habra, 2001.

VERGARA, S. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 3^a edição. São Paulo: Atlas, 2000.

VALLE, Maurício R. **O custo de captação nos mercados americanos de bonds e internacional de eurobonds: Uma análise das Maiores Empresas do Setor Papel & Celulose**. Tese (Doutoramento em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo.2001.

ANEXOS

ANEXO A – Retornos Observados, Esperados e Anormais

Retornos EMBR3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-0.86%	Re-2	0.63%	RA-2	-1.48%
R-1	-1.06%	Re-1	0.24%	RA-1	-1.30%
R0	4.98%	Re0	0.77%	RA0	4.22%
R+1	1.55%	Re+1	-1.67%	RA+1	3.22%
R+2	-2.47%	Re+2	-0.82%	RA+2	-1.65%

Retornos GOLL4					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	0.31%	Re-2	0.24%	RA-2	0.07%
R-1	0.76%	Re-1	-0.74%	RA-1	1.50%
R0	1.93%	Re0	0.98%	RA0	0.96%
R+1	1.77%	Re+1	-0.31%	RA+1	2.08%
R+2	3.08%	Re+2	-0.01%	RA+2	3.09%

Retornos PETR4					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-0.55%	Re-2	-0.88%	RA-2	0.33%
R-1	2.60%	Re-1	1.38%	RA-1	1.22%
R0	-2.33%	Re0	-3.00%	RA0	0.67%
R+1	0.55%	Re+1	0.13%	RA+1	0.42%
R+2	0.81%	Re+2	0.82%	RA+2	-0.17%

Retornos JBSS3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-0.62%	Re-2	1.95%	RA-2	-2.57%
R-1	-1.38%	Re-1	-0.05%	RA-1	-1.33%
R0	2.86%	Re0	2.09%	RA0	0.76%
R+1	2.54%	Re+1	0.89%	RA+1	1.65%
R+2	2.01%	Re+2	0.13%	RA+2	1.88%

Retornos TAMM4					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-3.73%	Re-2	-3.32%	RA-2	-0.40%
R-1	0.85%	Re-1	0.33%	RA-1	0.53%
R0	4.36%	Re0	1.14%	RA0	3.22%
R+1	6.38%	Re+1	-1.86%	RA+1	8.24%
R+2	-1.76%	Re+2	0.06%	RA+2	-1.82%

Retornos VALE5					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-0.49%	Re-2	0.05%	RA-2	-0.54%
R-1	-1.90%	Re-1	-0.78%	RA-1	-1.12%
R0	0.14%	Re0	0.35%	RA0	-0.21%
R+1	-0.77%	Re+1	0.28%	RA+1	-1.05%
R+2	2.60%	Re+2	2.36%	RA+2	0.24%

Retornos NETC4					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	0.67%	Re-2	0.20%	RA-2	0.47%
R-1	-1.11%	Re-1	-1.10%	RA-1	-0.02%
R0	-3.65%	Re0	-1.89%	RA0	-1.77%
R+1	2.84%	Re+1	2.62%	RA+1	0.22%
R+2	-0.54%	Re+2	-1.30%	RA+2	0.75%

Retornos CSNA3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-0.39%	Re-2	0.28%	RA-2	-0.68%
R-1	-0.72%	Re-1	0.22%	RA-1	-0.94%
R0	1.82%	Re0	2.02%	RA0	-0.20%
R+1	0.91%	Re+1	-0.68%	RA+1	1.59%
R+2	-0.60%	Re+2	0.62%	RA+2	-1.21%

Retornos BEEF3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-3.90%	Re-2	-1.28%	RA-2	-2.62%
R-1	-0.71%	Re-1	-1.53%	RA-1	0.81%
R0	-3.49%	Re0	0.18%	RA0	-3.67%

Retornos SUZB5					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-0.78%	Re-2	-0.89%	RA-2	0.11%
R-1	0.78%	Re-1	0.90%	RA-1	-0.12%
R0	-1.50%	Re0	-1.14%	RA0	-0.37%

R+1	-1.19%	Re+1	-0.42%	RA+1	-0.77%
R+2	2.66%	Re+2	-0.20%	RA+2	2.86%

R+1	0.12%	Re+1	-1.45%	RA+1	1.57%
R+2	-1.59%	Re+2	2.53%	RA+2	-4.12%

Retornos BRFS3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	2.52%	Re-2	0.41%	RA-2	0.55%
R-1	-1.91%	Re-1	-1.45%	RA-1	3.97%
R0	-1.04%	Re0	-1.68%	RA0	-0.23%
R+1	-3.48%	Re+1	-0.05%	RA+1	-0.99%
R+2	2.62%	Re+2	-0.63%	RA+2	-2.85%

Retornos GGBR4					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-0.25%	Re-2	-1.04%	RA-2	0.80%
R-1	-0.37%	Re-1	0.97%	RA-1	-1.34%
R0	-1.63%	Re0	0.71%	RA0	-2.34%
R+1	-4.75%	Re+1	-1.27%	RA+1	-3.48%
R+2	1.27%	Re+2	0.99%	RA+2	0.29%

Retornos MAGG3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	1.00%	Re-2	0.24%	RA-2	0.76%
R-1	-2.52%	Re-1	-0.56%	RA-1	-1.97%
R0	0.95%	Re0	-0.56%	RA0	1.50%
R+1	1.37%	Re+1	0.14%	RA+1	1.22%
R+2	0.00%	Re+2	1.14%	RA+2	-1.14%

Retornos BRKM5					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-1.67%	Re-2	-0.18%	RA-2	-0.97%
R-1	1.86%	Re-1	0.85%	RA-1	0.97%
R0	3.43%	Re0	0.71%	RA0	2.75%
R+1	-0.12%	Re+1	-0.30%	RA+1	0.75%
R+2	0.67%	Re+2	0.85%	RA+2	-0.23%

Retornos FIBR3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	0.44%	Re-2	-0.41%	RA-2	0.84%
R-1	-1.24%	Re-1	0.69%	RA-1	-1.93%
R0	-1.09%	Re0	0.39%	RA0	-1.48%
R+1	1.48%	Re+1	0.50%	RA+1	0.99%
R+2	-2.24%	Re+2	-1.04%	RA+2	-1.20%

Retornos BRPR3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	1.65%	Re-2	0.60%	RA-2	1.06%
R-1	-0.38%	Re-1	0.28%	RA-1	-0.66%
R0	3.18%	Re0	0.43%	RA0	2.75%
R+1	-0.62%	Re+1	0.89%	RA+1	-1.51%
R+2	1.17%	Re+2	0.39%	RA+2	0.77%

Retornos MRFG3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-2.26%	Re-2	0.03%	RA-2	-2.30%
R-1	-0.75%	Re-1	0.09%	RA-1	-0.83%
R0	0.27%	Re0	-0.67%	RA0	0.93%
R+1	-1.45%	Re+1	-2.42%	RA+1	0.97%
R+2	-1.26%	Re+2	0.11%	RA+2	-1.37%

Retornos CSAN3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	0.78%	Re-2	0.04%	RA-2	0.74%
R-1	1.83%	Re-1	-0.01%	RA-1	1.84%
R0	-2.39%	Re0	0.40%	RA0	-2.79%
R+1	4.12%	Re+1	0.76%	RA+1	3.36%
R+2	1.14%	Re+2	0.39%	RA+2	0.75%

Retornos BVMF3					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	3.27%	Re-2	2.46%	RA-2	0.81%
R-1	1.98%	Re-1	0.45%	RA-1	1.53%
R0	0.93%	Re0	-0.92%	RA0	1.86%
R+1	1.34%	Re+1	1.48%	RA+1	-0.14%
R+2	-2.53%	Re+2	-0.32%	RA+2	-2.21%

Retornos TNLP4					
Obersvado		Esperado		Anormal	
R-2	-1.71%	Re-2	-0.41%	RA-2	-1.30%
R-1	-1.93%	Re-1	-1.51%	RA-1	-0.42%
R0	1.05%	Re0	-0.48%	RA0	1.53%
R+1	0.63%	Re+1	-0.33%	RA+1	0.96%
R+2	1.04%	Re+2	2.01%	RA+2	-0.97%

ANEXO B – Emissões de Empresas não- financeiras listadas na Bovespa

Ano	Empresa
2009	Petrobras
2009	Telemar Norte Leste
2009	JBS Friboi
2009	Petrobras
2009	Cosan
2009	Vale
2009	CSN
2009	Embraer
2009	TAM
2009	Petrobras
2009	Petrobras
2009	Fibria
2009	NET
2009	Vale
2009	Gerdau
2010	Minerva
2010	BRF Foods
2010	Vale
2010	Magnesita Refratarios
2010	Fibria
2010	Marfrig
2010	Fibria
2010	BM&Fbovespa
2010	Gol
2010	CSN
2010	Braskem
2010	JBS Friboi
2010	Vale
2010	Telemar Norte Leste
2010	JBS Friboi
2010	CSN
2010	Suzano Papel e Celulose
2010	Gerdau
2010	Braskem
2010	BR Properties
2010	Cosan
2010	Telemar Norte Leste

