



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Mestrado em Ciências Contábeis

Faculdade de Administração e Finanças

David de Freitas Ramirez

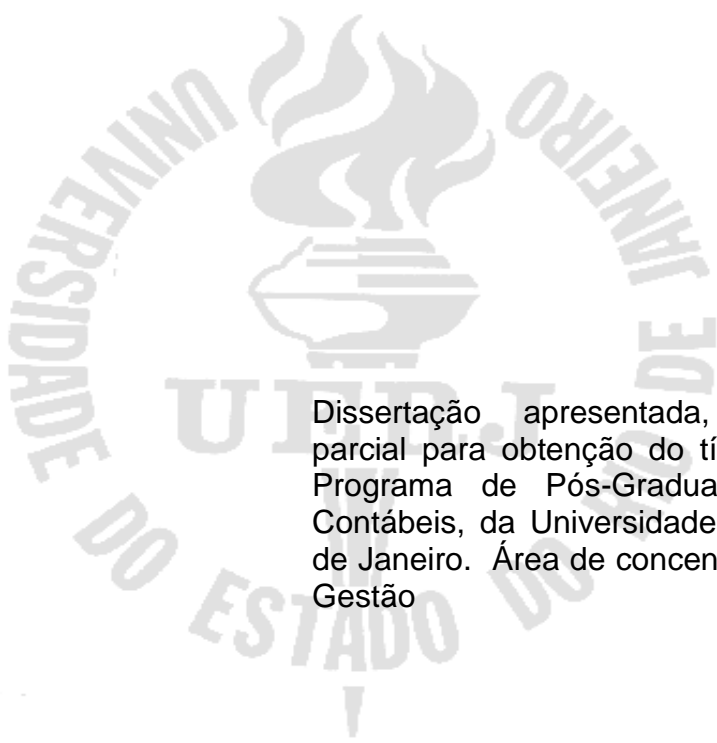
O Impacto da Colocação Secundária na Performance das Firms

Rio de Janeiro

2013

David de Freitas Ramirez

O Impacto da Colocação Secundária na Performance das Firms



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão

Orientador: Prof. Dr. Jorge Vieira da Costa Jr

Rio de Janeiro

2013

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

R173 Ramirez, David de Freitas.
O Impacto da colocação secundária na performance das
firmas / David de Freitas Ramirez.
40 f.

Orientador: Jorge Vieira da Costa Jr.

Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de
Janeiro, Faculdade de Administração e Finanças.
Bibliografia: f. 39-40.

1. Mercado de capitais – Brasil – Teses 2. Ações (Finanças)
– Teses. I. Costa Jr., Jorge Vieira da. II. Universidade do
Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Administração e
Finanças. III. Título.

CDU 336.76(81)

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação.

Assinatura

Data

David de Freitas Ramirez

O Impacto da Colocação Secundária na Performance das Firms

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de Concentração: Controle de Gestão

Aprovada em: 06/03/2013

Banca Examinadora:

Professor Dr. Jorge Vieira da Costa Júnior
Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Professor Dr. Álvaro Vieira Lima
Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Professor Dr. Moacir Sancovski
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
2013

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus pela minha existência, e oportunidade de alguma forma, cumprir a missão que me foi dada.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Jorge Vieira, pela liberdade e confiança referente ao presente trabalho, além da indiscutível compreensão em momentos difíceis.

Agradeço aos servidores do Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da UERJ e da Faculdade de Administração e Finanças (FAF-UERJ) pela ajuda e contribuição durante todo a minha trajetória no mestrado.

Por fim agradeço a minha mãe, a Tamirys, e ao meu pai. Deixei vocês por último, porque sempre deixo o melhor para o final, e vocês são o melhor da minha vida.

Obrigado mãe, pelo seu apoio incondicional ao longo deste processo de dissertação e de muitos outros. Obrigada por acreditar em mim, mesmo quando eu não acreditava. Você é minha fortaleza.

Obrigado Tamirys, pelo amor e cumplicidade. Obrigado por estar ao meu lado, sempre, e estar com você ao meu lado em vários momentos que precisei de você para o desenvolvimento dos esforços não tem preço que pague essa solidariedade e gratidão que temos um pelo outro.

Obrigado pela sua generosidade e simplicidade. Pelo amor incondicional, pelo carinho e afeto. Não encontro palavras que consigam te agradecer, simplesmente fico completamente envolvido por um enorme sentimento: amor.

Obrigada pai, por tudo que você me proporcionou ao longo desses anos.

Muito obrigado, por todos vocês.

Supor é bom – Descobrir é melhor.
(Mark Twain)

RESUMO

RAMIREZ, David. *O Impacto da Colocação Secundária na Performance das Firms*, 2013. 40 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

O objetivo do presente trabalho foi examinar o desempenho das firmas em períodos próximos à realização da colocação secundária, perfazendo uma análise das pesquisas relatadas sobre o evento. Como constatado na literatura, os agentes alienam sua participação acionária por motivos diversos e, dependendo do tipo de informação que o alienante possui, a performance das ações e operacional das firmas tendem a ser robusto em momentos próximos ao fenômeno e fraco conforme vai se distanciando do mesmo. Foi a demonstração dessa repercussão que se buscou comprovar nesse trabalho, tratando de diferenciar os efeitos no mercado quando a venda é feita por um detentor de informação privilegiada da que é realizada por um alienante que não detém esse tipo de informação. O que se depreende da literatura é que os agentes no momento da venda de suas ações tendem a se aproveitar da janela de oportunidade. Apresentando ainda as teorias levantadas sobre o tema, percebe-se que elas possuem um poder de explicação sobre o que ocorre no mercado de capitais no momento da distribuição secundária.

Palavras-chave: Colocação Secundária. Performance. Informação Privilegiada. Janela de Oportunidade.

ABSTRACT

The objective of this study was to examine the performance of firms in periods near completion of secondary offering, executing an analysis of the research reported on the event. As noted in the literature, shareholders sell shares for various reasons and, depending on the type of information that they carry, the stock and operational performance of the firms tend to be robust at times closest to the phenomenon and poor as will moving away from same. Was the demonstration of this effect which sought to prove in this work, trying to differentiate the effects on the market when the sale is made by an insider with respect to non-insider. What is clear from the literature is that agents at the time of sale of their shares tend to take advantage of the window of opportunity. Yet anchoring in theories raised on the topic, it is clear that they have a powerful explanation of what happens in the capital market at the time of the secondary distribution.

Keywords: Secondary Offering. Performance. Insider. Window of opportunity.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

SO	Secondary Offering
SEO	Seasoned Equity Offering
IPO	Initial Public Offering
STT	Static Tradeoff Theory
POT	Pecking Order Theory
CEO	Chief Executive Officer
SEC	Security Exchange Commission
LSA	Lei das Sociedades Anônimas

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	9
1.1	Aspectos Introdutórios	9
1.2	Caracterização do Problema	12
1.3	Relevância do Tema	14
1.4	Objetivo da Pesquisa	14
1.5	Organização Empírica	15
2.	A SECONDARY OFFERING NA LITERATURA	16
2.1	A Secondary Offering e suas Partes Relacionadas	16
2.2	A Exploração da Janela de Oportunidade	17
2.2.1	A Janela de Oportunidade e a Hipótese do Mercado Eficiente.....	19
2.3	A Secondary Offering e o Preço da Ação	20
2.4	A Secondary Offering e a Performance da Firma	21
3	A CARACTERÍSTICA DO DETENTOR DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NA OFERTA SECUNDÁRIA	24
3.1	Sistemas de Administração da Firma	24
3.2	Características dos <i>Insiders</i>	25
3.3	Os <i>Insiders</i> e os Efeitos de seu Poder Informacional no Mercado	28
4	APRESENTAÇÃO DA LINHA TEÓRICA SUBJACENTE À SECONDARY OFFERING COMO FUNDAMENTO DE VALIDADE DO TRABALHO EMPÍRICO	29
4.1	A Hipótese do Efeito-Preço (<i>Price Effect</i> ou <i>Price-Pressure</i>)	29
4.2	A Hipótese da Substituição	30
4.3	A Hipótese da Informação	31
4.4	A Distribuição Secundária e as Hipóteses em Comento	33
5.	A CLASSIFICAÇÃO DA OFERTA SECUNDÁRIA	35
6.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	37
	REFERENCIAS	39

1. INTRODUÇÃO

1.1 Aspectos Introdutórios

Inúmeros fenômenos ocorrem no mercado de capitais a todo o momento. Para cada evento ocorrido nesse cenário, ter-se-á uma repercussão para as entidades de índole econômico-financeira acompanhando o fenômeno.

Essa repercussão possui duas vertentes: uma atinente ao valor dos ativos das firmas, que atinge a expectativa dos agentes quanto ao valor esperado daquele valor mobiliário transacionado, e outra de ordem real, que reflete no desempenho das entidades sendo medido este efeito através de algumas métricas difundidas em Contabilidade.

Os agentes nutrem expectativas acerca do desempenho das firmas existentes no mercado, seja no valor esperado lastreado nos papéis que a representam, seja no real impacto que o evento trará para a mesma, e nem sempre essas expectativas condizem com o que efetivamente ocorre.

Alguns exemplos desses eventos podem ser citados como: Initial Public Offering (IPO), Seasoned Equity Offering (SEO) e fusões e aquisições.

Todos esses acontecimentos podem ser objeto de análise em pesquisas podendo abordá-los em dois tipos de viés: ao redor de anúncios, que tem como foco capturar o efeito quantitativo do evento no comportamento da precificação dos ativos, e o amparado em métricas contábeis, na qual analisa o impacto do fenômeno no desempenho operacional das entidades.

De acordo com Maia (2011), o segundo tipo de análise ainda é pouco difundido na literatura nacional e em um número bem reduzido quando comparado com os trabalhos já realizados no exterior. Esse fato ainda é aliado, possivelmente ao embrionário desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, abertura e estabilização econômica.

O presente trabalho tomará como escopo a análise de um evento específico: A Secondary Offering (SO) ou Oferta Secundária; observando o que ocorreu com o comportamento operacional e com o preço das ações das firmas em períodos próximos ao fenômeno ocorrido nos estudos mencionados nessa obra.

É importante ressaltar que essa pesquisa não abordará o que a literatura conhece como Estudo de Eventos, mas tão somente relatará o que ocorreu com as firmas, com relação às suas performances (operacional e de preço de suas ações) quando se submeteram à realização da colocação secundária.

Quando é realizada uma oferta pública com a colocação de novas ações a serem negociadas pela primeira vez no mercado de capitais ocorre o fenômeno chamado de Initial Public Offering (IPO), já quando acontece uma oferta pública subsequente a uma previamente já realizada, com a colocação de novas ações junto ao mercado dá-se o nome a esse fenômeno de Seasoned Equity Offering (SEO).

Como o valor mobiliário a ser estudado aqui se restringe às ações, temos dois momentos em que acontece a sua emissão: na constituição da sociedade e no incremento do capital social.

Aqui sobrelevam dois institutos importantes: a emissão e a subscrição (que sucedem nas duas hipóteses acima destacadas). Ambos são característicos do mercado primário de ações. Aparece, de um lado, a companhia emissora, e de outro, o investidor interessado em subscrever a ação.

Nesse caso a relação negocial (*subscrição*) é estabelecida entre um investidor e a firma, através de um intermediário financeiro (*underwriter*), e há efetiva captação de recursos pela companhia emissora.

E num segundo momento temos o mercado secundário onde, aquele acionista titular do valor mobiliário adquirido no mercado primário, negocia-o com os demais investidores interessados em adquirir esse papel. Aqui a ação passa da mão do investidor subscritor da ação emitida e vai para o patrimônio de outro investidor, cair-se-á no mercado secundário, e o instituto que sobreleva nesse momento é o da circulação.

No instituto da circulação não há efetiva captação de recursos pela companhia emissora.

Nesse momento, teremos de um lado o acionista-ofertante, aquele que deseja vender suas ações no mercado de capitais, e de outro, o investidor-adquirente que deseja comprar alguma participação acionária daquele valor mobiliário que está sendo ofertado.

A relação de negócio (*compra e venda, aquisição ou alienação*) que se estabelece é de investidor para investidor. O valor mobiliário deixa de pertencer ao

antigo acionista e passa a integrar o patrimônio de outro (o novo acionista adquirente daquele papel alienado).

Nota-se que enquanto a emissão e a subscrição são institutos típicos do mercado primário, a circulação é um instituto que pertence ao mercado secundário.

Com isso, como na Secondary Offering a relação negocial se estabelece do vendedor de sua participação acionária para o possível investidor-comprador e não há ingresso de recursos para a firma, o instituto que a regerá será o da circulação.

Segundo Scholes (1972), a compra de grandes blocos de participação acionária geralmente está ligada a transferência de controle da sociedade ao invés de mais um tipo de demanda por investimento.

Os fenômenos da IPO e da SEO, por estarem ligados às hipóteses de constituição e aumento do capital social abrangem as decisões de financiamento da firma. Nesse momento entra em foco a escolha da estrutura de capital adequada à continuação das operações da firma.

Dentro desse escopo estão desde as clássicas preposições de Modigliani e Miler (1958), que pregava que independentemente da estrutura de capital escolhida pela firma, o valor de mercado da mesma continuaria inalterado.

Até as mais modernas, como a Static Tradeoff Theory (STT), que pressupõe que a firma busca uma estrutura de capital pré-determinada, e a Pecking Order Theory (POT), que afirma que entidade possuiria uma espécie de hierarquização na escolha das fontes de financiamento.

Myers (1984), já afirmara que pela STT, a firma possuiria uma meta de endividamento, e que, portanto tenderia a alcançá-la. A meta seria oriunda de uma relação custo-benefício da dívida.

Já a POT determina que a firma siga uma espécie de hierarquia no momento da escolha da estrutura de capital. Optando, primeiramente pelo financiamento interno, seguindo logo depois para o capital de terceiros (v.g. emissão de debêntures, contratos de mútuo), sendo a última escolha, a emissão de ações.

Porém, essas teorias, apesar de explicarem o que ocorre no âmbito das ofertas primárias, possuem correlação para a explicação do que ocorre nas colocações secundárias conforme será elucidado na caracterização do problema.

1.1 Caracterização do Problema

Conforme explicitado na seção anterior, duas teorias se destacam para explicação da estrutura de capital da firma. Mas será a Pecking Order Theory (POT) que terá sua contribuição para explicação do tema, objeto dessa pesquisa.

A Pecking Order Theory (POT) preleciona que há uma hierarquia no estabelecimento da estrutura de capital, e que a emissão de ações, deveria ser a última alternativa da política de financiamento da firma.

Segundo Myers e Majluf (1984), o fato da emissão de ações, ser a última opção escolhida, reside num fenômeno conhecido como *underpricing*.

Os autores Leal e Saito (2003) lecionam que o deságio inicial das emissões de ações para operações de IPO no Brasil é bem corriqueiro, e que esse *underpricing* seria a diferença percentual entre o preço da ação na abertura de capital e sua posterior cotação no mercado secundário.

Esse deságio seria então uma diferença positiva entre futura cotação da ação no mercado secundário e o preço de emissão na IPO.

No momento de emissão de novas ações há uma assimetria de informações entre os gestores e os possíveis investidores. Haveria uma espécie de subprecificação das ações pelo mercado.

Isso se deve ao menor grau de informação que os investidores possuem com relação aos benefícios econômicos esperados dos ativos da entidade. Com isso, os executivos só iriam escolher emitir ações quando essas estivessem sobrevalorizadas.

Quando da opção pelo financiamento da empresa via emissão de ações, essas então seriam estabelecidas com deságio, até para atenuarem o grau de informação assimétrica existente.

De acordo com Scholes (1972), quando a firma decide aumentar a quantidade de ações em circulação, os papéis adicionais deveriam ser vendidos com um desconto em relação ao preço de mercado, de modo a atrair novos subscritores. E ainda acrescenta que a magnitude desse deságio seria uma função crescente do tamanho da oferta.

Só que esse *underpricing*, levaria a um fenômeno conhecido como diluição da participação acionária relativo aos antigos acionistas, implicando uma possível

transferência de riqueza dos antigos para os novos acionistas ocasionando dessa forma um sub-investimento. Isso não ocorreria caso a entidade tivesse desejado o financiamento interno ao invés da capitalização de recursos.

O motivo então de existir uma hierarquia na escolha da estrutura de capital da firma reside no fato de existir uma assimetria de informação entre os gestores e os possíveis novos acionistas.

O fato é que a informação assimétrica existe tanto na oferta primária, como na colocação secundária.

Quando o acionista decide sair da firma, alienando sua participação acionária no mercado de capitais, existe um motivo para fazê-lo.

De acordo com Scholes (1972), alguns investidores vendem suas ações por necessidades de consumo ou para reequilibrar seu portfólio. Em outros casos, por possuírem uma informação sobre a perspectiva da firma, que acaso viesse ao público, causaria um ajuste para baixo no preço de suas ações no mercado.

Ressalta ainda que o mesmo raciocínio se aplica aos compradores, isto é, esses também compram ações por necessidades de consumo ou para reequilibrar seu portfólio, e também por possuírem uma informação sobre a perspectiva da entidade, com a diferença de que a informação dos compradores, se conhecida, ocasionaria um ajuste do preço do papel para cima.

Um dos temas que mais intrigam a literatura é se há diferença nas consequências de uma colocação secundária, entre a oferta realizada pelo agente que detém informação privilegiada (*insider*), com relação ao que não detém esse tipo de informação (*non-insider*).

Essas consequências, estão ligadas tanto ao retorno de ações para os investidores que adquirem as ações que estão sendo ofertadas, como com relação à performance que pode ser apresentada pela firma antes e após a colocação secundária dependendo da identidade do vendedor em questão.

Fica então a seguinte provocação de pesquisa:

Será que as Firmas, quando experimentam a Distribuição Secundária realizada por um insider, também apresentam a mesma Performance, quando a Oferta Secundária é realizada por um non-insider?

1.2 Relevância do Tema

Essa pesquisa tem como finalidade contribuir para a compreensão do fenômeno estudado com relação ao desempenho das firmas, de suas ações ou operacional, relatados nos trabalhos expostos na literatura, tomando em consideração as teorias levantadas sobre o tema em análise.

Tem interesse para os membros do meio científico na medida em que analisa o comportamento das firmas com relação à informação divulgada em períodos que se aproximam do evento, construindo um possível prospecto para futuras pretensões de pesquisa nesse campo de estudo.

A relevância se encontra no crescimento de tais acontecimentos no mercado de capitais nacional, o que apesar de reduzido quando comparado com o ambiente analisado na literatura estrangeira, não desmerece atenção pelo meio científico.

Alia-se ainda, ao fato desse trabalho tomar em consideração as características de um evento ainda pouco explorado nas pesquisas feitas sobre o fenômeno observado.

1.3 Objetivo de Pesquisa

Esse trabalho tem como objetivo analisar se existe diferença no comportamento (acionário ou operacional) das firmas, quando a oferta secundária é realizada por um *insider* com relação ao *non-insider*.

O presente trabalho não tem por fim, abordar o que a literatura conhece como Estudo de Eventos.

Conforme já mencionado, não se fará análise aqui da performance anormal das firmas que experimentaram a SO.

Do mesmo modo, foge ao campo desta obra, apesar de ter sido um fato que também provoca pesquisas acerca da oferta secundária, a área atinente ao gerenciamento de resultado.

Reafirmando, o escopo dessa obra é observar o que ocorre com a performance das firmas, quando a distribuição secundária é realizada por um

insider, e se esse comportamento possui diferença acaso a oferta fosse realizada por um agente que não detivesse informação privilegiada.

1.4 Organização Empírica

A pesquisa possui a seguinte estrutura: no presente capítulo tem-se a introdução, a caracterização do problema, bem como seu respectivo escopo; no segundo é apresentada a Secondary Offering, suas partes relacionadas e os efeitos que introduzem no desempenho das firmas, assim como sua relação com algumas teorias levantadas nas pesquisas realizadas na área de finanças; no terceiro é apresentado o sistema de administração das firmas, e as características de um grupo de indivíduos (*insiders*), que interessa ao presente trabalho; no quarto são suscitadas as teorias levantadas para explicação do evento; e no quinto ter-se-á a classificação das ofertas secundárias realizadas pela literatura. Por fim, teremos a conclusão no sexto capítulo.

2. A SECONDARY OFFERING NA LITERATURA

Esse capítulo terá como escopo relatar as principais características da colocação secundária, apresentar suas partes relacionadas, evidenciar os trabalhos realizados sobre o fenômeno e seus respectivos resultados encontrados, e relacionar os efeitos desse tipo de oferta com as teorias levantadas nas pesquisas sobre o tema.

2.1 A Secondary Offering e suas Partes Relacionadas

A Secondary Offering é a oferta realizada pelo acionista detentor de participação acionária a outros investidores participantes do mercado.

Ela ocorre no que a doutrina chama de mercado secundário, onde não há negociação de novas ações emitidas, e o valor transacionado irá diretamente para o patrimônio do acionista-vendedor.

Conforme prelecionado por Scholes (1972) e já enunciado na introdução desta obra, o acionista aliena sua participação acionária pelos seguintes motivos:

- a) Por necessidades de consumo ou para reequilibrar sua carteira de aplicações financeiras;
- b) Por possuir uma informação que acaso fosse divulgada causaria um ajuste no preço de mercado daquela ação.

Não há uma classificação taxativa entre quais acionistas de uma firma pertenceria a um ou outro motivo, mas é possível considerar de acordo com Coelho (2002) que segundo a motivação, os detentores de participação acionária se dividem em:

- a) Empreendedores: aqueles que cultivam interesse pelo cotidiano da sociedade na qual pertencem.

- b) Rendeiros: aqueles que objetivam construir um portfólio de maneira a propiciar uma rentabilidade estável.
- c) Especuladores: aqueles que objetivam um ganho imediato, ficando atentos às cotações da bolsa do mundo todo.

Geralmente os acionistas minoritários pertenceriam ao grupo dos rendeiros e especuladores e os motivos que os levariam a alienarem suas participações acionárias no mercado seriam por necessidades de consumo ou para reequilibrar seu portfólio.

Seriam o que a literatura denomina de *non-insider*, haja vista que não estão no dia-a-dia da empresa, se contentam com os demonstrativos financeiros e demais índices econômico-financeiros.

De outra forma, os acionistas majoritários, os diretores e os membros do Conselho de Administração seriam os empreendedores e tenderiam a vender suas ações por possuir uma informação que acaso fosse divulgada causaria um ajuste no preço de mercado daquela ação.

Esses seriam o que literatura conhece como *insider*, vivenciam o cotidiano da organização, cultivando grande interesse pelo planejamento estratégico, tático e operacional, possuindo na maioria das vezes, informações privilegiadas sobre as perspectivas da companhia.

É importante ressaltar que apesar da figura dos bancos de investimento, dos fundos de renda variável e das corretoras de valores mobiliários, se enquadrarem no grupo dos rendeiros (apesar de em situações atípicas se comportarem como especuladores), segundo Scholes (1972), embora não sejam agentes que vivam o cotidiano da firma, possuem intermediários que garantem com um mínimo de plausibilidade que parte da venda de suas ações carregue informações privilegiadas.

2.2 A Exploração da Janela de Oportunidade

Com relação ao *insider*, cabe destacar uma questão que intriga a literatura, que seria a possibilidade dele conseguir explorar a janela de oportunidade (*windows*

of opportunity: momento em que as ações estão sobrevalorizadas no mercado) quando da alienação de sua participação acionária.

Pesquisas como a realizada por Asquith e Mullins, (1986) e Masulis e Korwar (1986) examinaram o fato de o *insider* se beneficiar indiretamente na negociação de novas ações sobrevalorizadas quando da realização de uma SEO.

Nas duas pesquisas apresentadas a reação do mercado foi negativa acarretando uma desvalorização dos papéis ofertados.

Autores como Loughran e Ritter (1995) e Spiess e Affleck-Graves (1995), também concluíram pela fraca performance das ações de firmas emissoras no longo prazo quando da realização da SEO.

Mas poucas foram as pesquisas que examinaram a Secondary Offering, da qual merece destaque a contribuição de Lee (1997), concluindo por uma performance anormal não significativamente negativa.

Seria ao menos estranho o fato de que *insiders* usem sua habilidade para se beneficiar quando da emissão sazonal (SEO), e não usassem a mesma habilidade quando fossem negociar suas próprias ações.

Porém, Lee (1997) não levou em consideração, fatores importantes, que se adotados afetariam o resultado de sua pesquisa. O primeiro é que não analisou ofertas secundárias puras. Isso quer dizer que em sua amostra também havia ofertas primárias. O segundo e mais importante fator, é o fato de não ter considerado em sua observação a identidade do vendedor na colocação secundária, o que como se verá adiante faz toda diferença para a análise dos resultados.

Autores como Scholes (1972) e Mikkelson e Partch (1985), mostraram como a consideração desses fatores são importantíssimos quando da análise da distribuição secundária.

Mas foi com a pesquisa de Clarke, Dunbar, e Kahle (2001) é que se percebe a importância de se levar em consideração esses dois fatores. Como ressalta esses autores, vendedores que possuem informações privilegiadas são mais prováveis de explorarem a janela de oportunidade quando acreditam que suas ações estão sobrevalorizadas.

Quando da análise do retorno anormal médio, corroborando os achados de Lee (1997), também não acharam um retorno significativamente negativo, sugerindo que a exploração da janela de oportunidade não deveria ser levada em consideração quando da análise da colocação secundária.

Porém, quando se faz a distinção entre *insiders* (indivíduos que os próprios autores definem como sendo aqueles que possuem melhor conhecimento sobre a firma e sua respectiva avaliação) e *non-insiders* (os que não possuem essa característica), os resultados mudam bruscamente e resta confirmado o retorno anormal significativamente negativo para o primeiro grupo, afirmando que a evidência é consistente com a teoria da janela de oportunidade.

Com relação aos *non-insiders* a performance no longo prazo é geralmente positiva mas não chega a ser significativa, sendo consistente então com que os autores chamam de: venda não-oportunista.

2.2.1 A Janela de Oportunidade e a Hipótese do Mercado Eficiente

A hipótese do mercado eficiente considera que toda informação nova disponível seja imediatamente refletida no preço das ações, levando em conta que as informações irrelevantes são descartadas pelo mercado.

De acordo com Watts & Zimmerman (1986) existem três formas de hipótese do mercado eficiente: a forma fraca, a forma forte e a forma semiforte.

Na forma fraca, as informações inferidas pela série histórica de preços são refletidas totalmente no preço dos ativos. Os preços de hoje seriam baseados unicamente com referência aos preços do passado.

A forma forte pressupõe que todas as informações disponíveis que sejam relevantes estarão refletidas no preço das ações. Nesse caso o preço reflete todas as informações, inclusive as privilegiadas (*insider information*).

E a forma semiforte seriam um *tertium genus* entre a forma fraca e forte e afirma que todas as informações disponíveis publicamente estarão refletidas no preço dos papéis. Isto implica que são desconsideradas nessa hipótese, as informações privilegiadas, porque essas não são divulgadas publicamente.

Com isso para a forma semiforte, todas as informações disponíveis publicamente seriam imediatamente compreendidas pelos agentes de mercados e incorporadas nos preços das ações.

De acordo com Clarke, Dunbar, e Kahle (2001), no exame do retorno de longo prazo das ações seguintes a uma distribuição secundária, se os detentores de

informações privilegiadas tentam lucrar (v.g diretamente através da venda de seus próprios ativos, ou indiretamente através de uma SEO) por negociar as ações num período em que estas estejam sobrevalorizadas (aproveitando-se da janela de oportunidade), e o mercado não consegue capitalizar a informação negativa em torno da transação, o retorno anormal de longo prazo da ação deverá ser negativo.

Isso vai de encontro à hipótese do mercado eficiente que pressupõe que os agentes incorporam imediatamente as informações no preço dos ativos, admitindo-a no mínimo em sua forma semiforte.

2.3A Secondary Offering e o Preço da Ação

No momento do anúncio de venda de alguma participação acionária no mercado secundário, existe uma reação por parte do mercado.

Conforme explica Mikkelson e Partch (1985), essa reação vai depender das características de quem está vendendo a ação e/ou do tamanho da oferta em questão.

Da mesma forma, que o mercado interpreta a SEO como informação negativa como preconizado por Myers e Majluf (1984) e Miller e Rock (1985), a SO também é interiorizada dessa forma. Os *insiders* possuiriam informações privilegiadas sobre as perspectivas de lucro e oportunidades de investimento.

Conforme colocado nessas pesquisas, os investidores racionais acreditam que os *insiders*, somente emitiriam (SEO) ou alienariam sua participação acionária (SO), caso enxergassem que as ações de suas companhias estivessem sobrevalorizadas (*window of opportunity*).

O mercado então não receberia essa informação de maneira positiva causando um efeito negativo no anúncio da oferta realizada.

Mikkelson e Partch (1985) observaram que o mercado, independente do tipo do vendedor, reagiu de maneira negativa ao anúncio da oferta secundária, sendo que a diminuição do preço foi maior para os *insiders* do que para os *non-insiders*, de forma que para ambos, o resultado encontrado foi estatisticamente significativo.

Os autores elucidados também testaram o efeito no preço (*price effect*) das ações devido a uma divulgação de oferta secundária, supondo que a curva de demanda por ativos não seja infinitamente elástica (*supply effect*).

Com isso, supuseram que a resposta no preço dos ativos a uma divulgação de venda seria relacionado com o tamanho da oferta, mensurada relativamente ao total de ações de circulação.

Contudo, quando foram analisar se o efeito-preço (*price effect*) relacionado com o tamanho da oferta, depende de certas características que são determinantes para elasticidade de demanda, não encontraram suporte que sustentasse essa hipótese, e por isso concluíram em não terem encontrado evidências de uma curva de demanda que não seja infinitamente elástica (*supply effect*).

2.4A Secondary Offering e a Performance da Firma

Uma teoria capaz de explicar a performance anormal negativa posterior a venda de ações pelos *insiders*, foi a sugerida por Loughran e Ritter (1997).

No referido trabalho os autores examinaram como os investidores formam expectativas sobre a futura performance (acionária ou operacional) asseverando que confia-se demais em experiências do passado.

Isto indica que dado a positiva performance anterior a negociação das ações, investidores tendem a ser otimistas com relação às perspectivas da firma, objeto de análise, quando do momento da oferta dos valores mobiliários daquela entidade.

Loughran e Ritter (1997) e Teoh, Welch e Wong (1998) verificaram um aumento dos lucros em períodos próximos à SEO e uma diminuição do mesmo em momentos posteriores a esse evento.

Desta forma, a teoria sustenta que, em média a performance no longo prazo irá se reverter, dado que os investidores confiam que as experiências do passado tenderá a continuar.

Para testar a teoria apresentada, Loughran e Ritter (1997) examinaram 1.338 SEOs do período de uma década (1979 até 1989) no mercado americano utilizando um intervalo de quatro anos anteriores ao evento e quatro anos posteriores ao evento. O comportamento apresentado das firmas emissoras foi o de que

justamente no período próximo à SEO as métricas contábeis do desempenho das firmas apresentam uma alta performance, enquanto nos períodos posteriores ao evento essas mesmas métricas decrescem.

No trabalho dos referidos autores comparou-se o desempenho das firmas emissoras em relação às firmas não emissoras utilizando o teste não paramétrico de Wilcoxon para a significância estatística, chegando-se a conclusão que realmente existe uma diferença no desempenho operacional apresentado pelo grupo de emissores com relação aos não emissores.

Além disso, observou-se que o retorno dos ativos, das firmas que realizaram a SEO, decresce, após a realização do fenômeno.

Com isso, foram sustentadas duas hipóteses para a deterioração da performance após a emissão.

A primeira seria de que os gestores fizesse uso do gerenciamento de resultados (earning management), divulgando um bom desempenho no período antes da emissão, fazendo uso de accruals discricionários. Essa tese foi levantada por Teoh, Welch, e Wong (1998), quando analisou a discricionariedade dos gestores no momento de realização da Seasoned Equity Offering.

A segunda seria que os gestores no momento da emissão da oferta pública subsequente, aproveitariam a janela de oportunidade, que estão na maioria das vezes fora de seu próprio controle.

É importante salientar que apesar dos gestores, não poderem controlar a janela, isso não os impedem, de preparar um cenário positivo para o mercado, ocultando informações negativas, para no momento de uma sobrevalorização, alienarem os valores mobiliários.

Os próprios Loughran e Ritter (1997) abordam relativamente essa hipótese quando da análise das ofertas sazonais (SEO), concluindo que existem anos em que poucas firmas estão sobrevalorizadas, e que por isso não há grande atividade de emissão de ações. Contudo, em outros anos, há muitas firmas sobrevalorizadas ocasionando uma grande quantidade de emissão de ações nesses anos.

Abordando a segunda hipótese sugerida por Loughran e Ritter (1997) para explicar a deterioração da performance operacional nos anos que seguem a Secondary Offering, os autores Clarke, Dunbar, e Kahle (2001) examinaram 424 distribuições secundárias puras.

Esses pesquisadores, também elegeram a análise da mediana como indicador do desempenho operacional das firmas observadas, construindo então o mesmo critério de benchmark sugerido por Loughran e Ritter (1997), só que identificando dentre as firmas que realizaram a colocação secundária, qual era o tipo de vendedor em questão (se *insider* ou *non-insider*).

Atendendo a essa metodologia Clarke, Dunbar, e Kahle (2001) chegaram a conclusão de que a mediana do comportamento operacional das firmas anterior a oferta secundária, até sua respectiva realização, relativo ao seu respectivo grupo de controle (isto é, as firmas que não tiveram suas ações submetidas a Secondary Offering) sofre um acréscimo, tanto para *insiders* como para *non-insiders*.

Contudo, quando são os *insiders* que realizam a venda das ações, a mediana das métricas contábeis declina significativamente após a transação. Há um declínio na performance anormal significativamente negativo do período pré-venda para o pós-venda, algo que não ocorre para os *non-insiders*.

Os autores também acharam uma importante correlação positiva entre a performance anormal de longo prazo das ações e mudanças no desempenho operacional anormal das firmas que perfizeram a Secondary Offering.

Além disso, concluíram que a reação do mercado independente do tipo de vendedor em questão (*insider* ou *non-insider*) é negativa, ou seja, a mesma relatada na literatura em que se examinaram as emissões sazonais (SEO), sugerindo que o mercado interpreta uma SO da mesma maneira que uma SEO.

Dessa forma eles asseveram que os resultados apresentados para uma distribuição secundária são consistentes com os já relatados por Loughran e Ritter (1997), corroborando a teoria sustentada pelos últimos.

3. A CARACTERÍSTICA DO DETENTOR DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NA OFERTA SECUNDÁRIA

Esse capítulo terá como escopo apresentar as características do alienante da participação acionária que figura como *insider* na distribuição secundária.

Conforme foi visto no capítulo anterior, a identidade do vendedor é de suma importância para a compreensão dos efeitos de uma colocação secundária, porque são pelas características do acionista alienante é que a literatura diferencia a venda oportunista da não oportunista.

3.1 Sistemas de Administração da Firma

Segundo Coelho (2002), existe dois sistemas de administração da companhia: o monista e o dualista. No primeiro, a fiscalização e supervisão dos executivos (no Brasil, os diretores) que organizam e representam legalmente a sociedade cabe exclusivamente aos acionistas, que deliberam em um órgão específico (no Brasil, Assembleia Geral), com ou sem auxílio de um órgão fiscalizatório (no Brasil, Conselho Fiscal). Já no segundo, há um intermediário (no Brasil, Conselho de Administração) entre os diretores e os acionistas, que reparte as funções de fiscalização e supervisão com o órgão dos acionistas (no Brasil, Assembleia Geral).

Ainda de acordo com o próprio autor, o direito inglês utiliza o sistema monista, na qual a administração da sociedade é incumbida ao *board of directors*, eleito e fiscalizado pelo *general meeting*. No *board*, se encontram tanto os executivos (tomadores de decisão) quanto os não executivos, que apenas participam das reuniões.

Já o sistema dualista é oriundo do direito alemão. O *Allgemein Deustsches Handelsgesetzbuch*, de 1861, já previa um órgão intermediário de fiscalização e controle: o *Aufsichtsrat*, além do *Vorstand*, que já existia.

No Brasil, convivem os dois sistemas, haja vista que somente para as sociedades anônimas abertas, com capital autorizado e de economia mista é que a

figura do intermediário (Conselho de Administração) é obrigatória (LSA, arts. 138, §2º, e 239).

No sistema dual temos então: de um lado, os acionistas (representados por seu órgão deliberativo) e de outro, os diretores (representados, também por um órgão específico), figurando um órgão intermediário entre os dois, com funções bem semelhantes ao órgão dos acionistas.

Os agentes detentores de informação privilegiada estão inseridos entre esses órgãos, com predominância no órgão intermediário (no Brasil, Conselho de Administração) e no órgão dos diretores (no Brasil, Diretoria), haja vista que no órgão de deliberação (no Brasil, Assembleia Geral), existem tanto os acionistas majoritários como os minoritários.

Já no sistema monista, os *insiders* estariam predominantemente no *board of directors*, porque o *general meeting* seria o órgão de deliberação dos acionistas na qual se encontrariam tanto os majoritários como os minoritários.

3.2 Características dos *Insiders*

Conforme foi visto os *insiders* são os membros da organização ligados ao cotidiano da companhia. São os tomadores de decisão, os responsáveis pela fiscalização e supervisão dos gestores, os acionistas majoritários, e estão espalhados pelos órgãos da administração (Diretoria e Conselho de Administração no sistema dual, e *Board of Directors* no sistema monista) e pelo órgão de deliberação dos acionistas.

Os *insiders* seguindo a classificação colocada por Coelho (2002) na seção 2.1, estariam no grupo dos empreendedores, aqueles membros que cultivam interesse pelo cotidiano da sociedade na qual pertencem.

Cabe nesse momento diferenciar duas espécies de membros dos órgãos de administração: os acionistas e os não acionistas. Esses últimos, apesar de possuírem informações privilegiadas, não possuem ações a serem ofertadas, e, portanto não poderiam alienar seus papéis no mercado.

Jensen e Meckling (1976) afirmam que a contratação de gestores, que não detivessem participação acionária, introduziria o conflito de agência na organização.

Isso porque, tanto o agente como o principal, age de forma a maximizarem a sua própria função utilidade.

Uma ferramenta muito difundida como forma de atenuar o conflito de agência é a possibilidade de oferecer participação acionária ao gestor (*stock options*).

Só que conforme ressalta Wood Jr. e Picarelli Filho (1999), mesmo quando os gestores possuem *stock options*, eles tendem a ficar mais preocupados com as oscilações de valor de suas próprias ações, do que para geração de valor para a firma, que é a sua principal função.

Esse é mais um indicativo de que os *insiders* possuem incentivos de se comportarem de maneira oportunista no momento da venda de suas ações.

O tema da colocação secundária se adstringe aos membros dos órgãos de administração que são acionistas, englobando então, os gestores que possuem participação acionária.

Dessa forma, podemos analisar os principais *insiders* relatados na literatura, seguindo a linha de entendimento do *business dictionary* (2013):

- a) *CEO (Chief Executive Officer)*: esse seria o mais alto cargo executivo da firma, estaria comprometido com o planejamento de longo prazo, lidaria com os *stakeholders*, buscaria o cumprimento da missão e trataria de assuntos estratégicos. O CEO seria membro superior do órgão da Diretoria, e em alguns casos, no sistema dualista, se confundiria com o próprio presidente do Conselho de Administração.
- b) *Officers*: estariam mais ligados às operações rotineiras da organização, não cuidaria da visão de longo prazo, mas sim da otimização dos processos no dia-a-dia da firma. Cuida da implementação das políticas traçadas pelos órgãos da administração.
- c) *Directors*: membros do órgão da Diretoria, que junto com outros diretores, são responsáveis por representar e executar as políticas estabelecidas pelo órgão. São os que gerenciam certos departamentos ou projetos da organização.

- d) *President*: é também uma autoridade máxima só ficando abaixo do CEO. Cuida dos mesmos assuntos que o CEO, tanto é assim que em pequenas companhias o presidente e o CEO, são figuras que se confundem. Já em grandes corporações o *President* assume a função de COO (*Chief Operating Officer*), ficando mais ligado as operações do cotidiano da organização e liderando os *officers*.
- e) *Founders of the Firm*: são os fundadores da firma, aqueles que participaram do projeto inicial, da elaboração do estatuto social. Acionistas que estão na entidade desde sua concepção. Por serem os acionistas mais antigos, é natural que possuam interesse pelo desenvolvimento dos negócios e pela perspectiva da companhia.
- f) *Chairman of the Board*: é junto com o CEO, a autoridade máxima da companhia. No sistema dualista, tomando como exemplo o Brasil, é o presidente do Conselho de Administração, possuindo a autoridade máxima para supervisionar e fiscalizar a Diretoria, tendo poderes inclusive para questionar qualquer ato praticado por essa última, na forma e no conteúdo. No sistema monista, como não há a figura do órgão intermediário (no Brasil, Conselho de Administração) entre o órgão dos acionistas (no Brasil, Assembleia Geral) e o órgão executivo (no Brasil, Diretoria), o *chairman* fica dentro do *board of directors*, sendo então, a maior hierarquia desse órgão. É importante ressaltar que em firmas de menor envergadura, o CEO e o *chairman* são representados pela mesma pessoa.

O nível de envolvimento desses membros com as atividades estratégicas da firma é realçado pelas características apresentadas acima. Com isso, é bem provável que esses agentes possuam informações privilegiadas sobre as perspectivas da companhia.

Segue daí a preocupação de Clarke, Dunbar, e Kahle (2001), ao levar em consideração a identidade do vendedor para medir a performance operacional da firma em períodos próximos da distribuição secundária.

3.3 Os Insiders e os Efeitos de seu Poder Informacional no Mercado

Como visto na seção anterior os *insiders* possuem informação privilegiada sobre a firma, pois estão na cúpula estratégica.

É importante ressaltar que essa seção se limitará a examinar a alienação da participação acionária somente daqueles agentes que possuem informação privilegiada sobre a firma em questão.

Segundo Eisenhardt (1989), os indivíduos possuem propensão ao oportunismo, porque são interesseiros.

Arrow (1985) assevera que, os indivíduos possuindo opções de escolha entre várias alternativas, escolherá aquela que maximizará o seu próprio interesse.

Isto posto, se um *insider*, possui uma informação que acaso viesse ao conhecimento público, causaria uma desvalorização da ação que a possui, certamente, teria interesse em vendê-la.

Após a venda das ações sobrevalorizadas, os participantes do mercado então reuniriam esforços no sentido de reavaliarem as perspectivas daquela firma.

Se por acaso for encontrado valor informacional naquela transação, então o próprio mercado ajustará o preço daquele ativo que fora negociado.

Lourie e Niederhoffer (1968) acharam fortes indícios de que a venda de ações realizadas por *insiders* possuem valor informacional. Observaram em sua pesquisa que após ter acontecido uma compra ou venda de valores mobiliários por *insiders*, não se constatou mais nenhum lucro repentino em manobras posteriores.

Dessa forma, se o anúncio de uma distribuição secundária transmitisse valor informacional ao mercado, então poderia se esperar que todas as previsões carregassem um erro médio negativo (nesse caso, os investidores receberiam a oferta como uma *bad news*, fazendo um novo ajuste no preço daquele ativo ofertado) no momento da negociação.

Como coloca Scholes (1972), após as transações, o mercado fará uma nova reavaliação da firma, e se nenhuma informação assimétrica for descoberta, o preço das ações voltará ao antigo preço de pré-distribuição (*predistribution price*). Já se o valor da informação exceder o valor esperado da informação contida nas secundárias, então o preço das ações irá cair, e um novo preço de equilíbrio será estabelecido.

4. APRESENTAÇÃO DA LINHA TEÓRICA SUBJACENTE À SECONDARY OFFERING COMO FUNDAMENTO DE VALIDADE DO TRABALHO EMPÍRICO

O fundamento de validade do estudo de possíveis efeitos no mercado de capitais atinente à distribuição secundária provém de algumas teorias relatadas no campo das finanças.

Mikkelson e Partch (1985) chamam atenção no seu trabalho sobre o fato de existir ou não, uma curva de demanda por ações perfeitamente elástica. Ponderam que notícias de uma colocação secundária podem ser associadas com uma diminuição no preço das ações se: a oferta faz com que o mercado avalie para baixo a avaliação das perspectivas da firma ou a demanda pelos papéis ofertados não é infinitamente elástica.

O motivo dos autores sustentarem essas hipóteses advém de algumas teorias levantadas na literatura.

Quando do exame dos trabalhos atinentes à oferta de valores mobiliários, algumas hipóteses chamam atenção para explicar os possíveis efeitos dessas transações.

Esse capítulo terá como escopo exatamente ilustrar essas hipóteses e embasar os resultados relatados nos capítulos anteriores.

4.1 A Hipótese do Efeito-Preço (*Price Effect* ou *Price-Pressure*)

Essa hipótese sustenta que a curva de demanda pelas ações da firma não seja perfeitamente elástica.

Quando há uma nova oferta de ações no mercado, o preço das ações tenderá a cair, pois nesse caso considera-se que a curva de demanda seja negativamente inclinada.

Com isso, como há um aumento na oferta de ativos no mercado, o novo preço de mercado será menor do que o anteriormente estabelecido.

Como salienta Scholes (1972), nesse caso há uma baixa elasticidade cruzada das ações ofertadas, que possuem certa singularidade que a distingue dos demais valores mobiliários. Alguns fatores justificariam esse entendimento, tais como: insuficiência de informações disponibilizadas, restrições institucionais e o predomínio da especulação no mercado.

Considerando ainda o autor, com a queda de valor das ações (e essa queda será uma função crescente do tamanho da oferta), os investidores conseguirão vê-la como uma oportunidade de lucrar em uma futura negociação com esses papéis transacionados, isso porque no futuro poderão vendê-los ao preço original (quando o preço de equilíbrio voltar a ser estabelecido), obtendo um alto retorno de seu investimento.

Pode-se concluir que a hipótese então sugere que: quanto maior o tamanho da oferta, maior o efeito-preço e conseqüentemente maior o retorno esperado do investidor que irá adquirir a participação acionária.

4.2 A Hipótese da Substituição

Para essa linha de entendimento, o ativo de risco não possui certa singularidade, todos são substitutos próximos um do outro, porque provê fluxos de renda esperada com características similares. Com isso, a elasticidade cruzada pelo valor mobiliário ofertado é positiva.

Cada ativo de risco disponível no mercado terá uma chance de prover o investidor de certa ganho esperado.

A composição de um portfólio fica então distribuída, de maneira a minimizar o risco e maximizar o retorno.

Conforme preconizado por Scholes (1972), cada ofertante não possui capacidade para alterar o preço de mercado, a curva de demanda enfrentada pelo ofertante tende a ser infinitamente elástica.

Essa curva de demanda horizontal é uma característica de um mercado em concorrência perfeita, onde se sobressaem as seguintes propriedades aplicáveis a essa hipótese.

Tomando emprestadas, as lições de Ferguson (1994) e Varian (1994):

- a) Homogeneidade: Os produtos (valores mobiliários) possuem características bem similares, sendo substitutos próximos entre si. Com isso os compradores são indiferentes em suas possibilidades de consumo.
- b) Atomicidade: Cada produto (ativo de risco) é uma pequena porcentagem de todos os outros disponíveis no mercado de bens e serviços (de capitais).

Dado essas propriedades, no momento em que ocorrer a oferta secundária, ela não será capaz de alterar o preço de mercado das ações da firma.

Dessa forma, não deve existir incentivo para vender grande lote de ações, porque não haveria o retorno esperado derivado do efeito-preço.

4.3 A Hipótese da Informação

De acordo com a hipótese do mercado eficiente qualquer nova informação disponibilizada pela firma é rapidamente refletida no preço de seus ativos.

Conforme preconizado por Fama (1970), os preços dos ativos representam todas as informações disponíveis de suas respectivas firmas naquele momento.

Na seção 2.1, foi explicado que o acionista aliena sua participação acionária pelos seguintes motivos:

- a) Por necessidades de consumo ou para reequilibrar sua carteira de aplicações financeiras;
- b) Por possuir uma informação que acaso fosse divulgada causaria um ajuste no preço de mercado daquela ação.

A hipótese do mercado eficiente, contudo sugere que, em média, o valor dessa informação privilegiada seria pequeno.

Como qualquer nova informação seria refletida no preço dos papéis, improvavelmente um *insider* conseguiria ofertar um lote de ações a tal ponto que causaria um grande ajuste no preço de mercado desses valores mobiliários.

Daí, a hipótese do mercado eficiente vai ao encontro da hipótese de substituição, estatuidando que não possa existir um alto retorno esperado no momento da colocação secundária.

Mas para a hipótese da informação essas assertivas não se aplicam, porque se existe, por exemplo, um agente detentor de informação privilegiada, que acaso viesse ao conhecimento público, causaria um ajuste no preço das ações da firma para baixo, o mercado recepcionaria a notícia de uma distribuição secundária como uma *bad news*, implicando um desconto no preço do ativo ofertado.

Como bem suscita Scholes (1972), existem indícios de se supor que vendedores de um grande bloco de ações possuam mais valor informacional na sua negociação do que ofertantes de pequenos lotes acionários. Esses últimos negociariam pelo motivo de ajuste no portfólio (*portfolio-adjustment*), enquanto os primeiros transacionariam por motivos de conteúdo informacional.

Daí, para aqueles ofertantes que negociam seus papéis por motivos informacionais, seria esperado que no momento da venda de um grande bloco de ações, para a compensação da *bad news* anunciada, houvesse uma queda no preço de mercado dos ativos ofertados.

Com isso, em pequenas negociações (*portfolio-adjustment*), seria de se esperar um pequeno desconto, haja vista a menor magnitude do conteúdo informacional encarado como *bad news*. Já nas negociações de grandes blocos acionários poderia se aguardar um grande declínio no preço de mercado, uma vez que a oferta secundária estaria carregada de um grande conteúdo informacional.

Scholes (1972) sugere que: ou o conteúdo informacional é uma função crescente do tamanho da oferta, ou ele seria uma constante, uma vez que a definição do que seria uma “oferta grande”, ainda é uma questão empírica.

O autor ainda chama atenção para o fato de que embora os efeitos (queda no preço de mercado dos ativos ofertados), sejam os mesmos, a hipótese da informação difere da hipótese da pressão no preço (*price pressure*), pelo fato de que enquanto naquela, o declínio no preço é visto pelo ajuste feito no mercado ao novo valor da firma, nessa última, a queda no preço é encarada como um incentivo de possível retorno anormal no futuro.

4.4 A Distribuição Secundária e as Hipóteses em Comentário

Muitos poderiam questionar que o teste da efetividade dessas hipóteses poderia se dar através da averiguação outras ofertas que não a secundária.

Mas a escolha por esse tipo de distribuição é justamente a de que as ofertas primárias geralmente estão ligadas a estrutura de capital da firma.

Só que os eventos relacionados à estrutura de capital e sua relação com as intenções dos *insiders* nem sempre são acompanhados pelo mercado, fazendo com que a recepção da notícia de uma possível oferta primária, dependendo das circunstâncias, seja diferente.

Segundo Scholes (1972), o mercado poderá tanto fazer uma avaliação positiva (o preço da ação se valoriza), como uma avaliação negativa (o preço da ação se desvaloriza) de uma distribuição primária, dificultando então a tarefa de isolar outras variáveis de maneira a testar as hipóteses das seções anteriores.

Já com relação às colocações secundárias, como são escolhas independentes de políticas internas operacionais da firma, é mais aceitável se manter na posição *coeteris paribus*, no momento de pesquisar as hipóteses suscitadas.

O que se quer dizer nesse momento, é que muitas variáveis que afetariam as perspectivas da firma, podem permanecer constantes quando da análise da colocação secundária.

Mas como ressalta Scholes (1972), mesmo para distribuições secundárias não seria possível manter todas as demais variáveis constantes.

O motivo de se pensar dessa forma fica trivial quando se imagina que alguém que detém informação privilegiada, provavelmente, jamais iria abandonar a firma se carregasse consigo, uma boa informação sobre as perspectivas da mesma.

Com isso, como assevera Scholes (1972), a reação do mercado seria em uma só direção, diferente do que ocorre com as ofertas primárias.

Segue daí que não restam dúvidas da menor dificuldade em analisar as hipóteses comentadas nas seções anteriores quando se faz uso das ofertas secundárias em detrimento das primárias.

O autor ainda constatou em sua pesquisa que não há uma grande diferença entre o retorno anormal experimentado pela venda de ações que experimentaram a

secundária, ou pela alienação de qualquer outro ativo, corroborando então a hipótese da substituição.

Assim como não houve grande diferença no retorno advindo da venda de pequenas participações acionárias com relação à alienação de grandes lotes de ações, indo de encontro mais uma vez, ao que a hipótese do efeito-preço pregava.

5. A CLASSIFICAÇÃO DA OFERTA SECUNDÁRIA

Nos estudos relatados na literatura atinente a distribuição secundária costuma-se classificar esse tipo de oferta em duas categorias: registradas e não registradas.

A natureza dessa divisão provém da SEC (Security Exchange Commission), instituição pública reguladora do mercado de capitais americano, que exige que as ofertas secundárias, que envolvam relação de controle têm de ser registradas. Já as colocações secundárias que não envolvam esse tipo de relação não precisam ser registradas.

Segundo Mikkelson e Partch (1985), existem duas diferenças entre esses dois tipos de distribuição:

- a) Na oferta registrada devem-se esperar vinte dias após o registro para dar início às negociações, enquanto nas não registradas essa restrição inexistente.
- b) Na modalidade de registro deve ser preparado um prospecto contendo informações a respeito da oferta, enquanto que para a outra modalidade não se tem essa necessidade.

A utilidade dessa classificação para compreensão dos efeitos econômicos em cada uma das modalidades reside no fato de apurar a participação de cada hipótese apresentada no capítulo anterior no caso de a distribuição ser ou não, registrada.

Na modalidade de registro, como existe um intervalo de tempo entre a data do registro e a data da negociação, existirá um tempo para os participantes do mercado, avaliarem as perspectivas da firma, e caso encontrem valor informacional na oferta, o preço das ações se ajustará até a data de início das negociações.

Já para a modalidade sem registro esse intervalo inexistente, não possuindo os investidores tempo para avaliarem as perspectivas da firma, e, portanto, o momento de avaliação das perspectivas da entidade se dará no próprio dia das negociações e nos que se seguirão.

Scholes (1972) chama atenção para o fato de que o registro é deixado parcialmente a critério do vendedor. Com isso, se a oferta não contém valor

informativa, ela tende a ser registrada, uma vez que nesse caso o ofertante não terá pressa em negociar, restando aos participantes do mercado, tempo suficiente para avaliarem o conteúdo da distribuição.

Para o alienante da participação acionária é até benéfico, que se tenha esse tempo, pois se os possíveis demandantes desconfiassem que tivesse conteúdo informativo na colocação secundária, aquele seria penalizado pelo fato de ver o preço de suas ações ajustados para baixo ao final dessa avaliação.

Em sua pesquisa, Scholes (1972) observou que o efeito-preço nas distribuições registradas é bem pequeno, enquanto que para modalidade sem registro, o mesmo efeito é alto. Essa constatação foi observada para ambas as modalidades no dia da negociação e nos que se seguiram.

O autor confirma que esse resultado é consistente com a ideia de que a oferta secundária pode sinalizar informação assimétrica sobre as perspectivas da firma ao mercado.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo apresentou os resultados e suas implicações para o mercado de capitais encontrados na literatura sobre o tema da Secondary Offering.

Não teve como fim acrescentar uma replicação metodológica dos possíveis resultados observados, mas tão somente explorar a abordagem empírica de um tema ainda pouco pesquisado no cenário do mercado financeiro, apesar de ser um fenômeno típico do mesmo.

Ao testar as hipóteses do impacto de uma oferta de ações para o mercado, Scholes (1972) escolheu a colocação secundária, justamente pelo fato de que nessa modalidade de oferta pública, poderia se aproximar de uma condição de *coeteris paribus*, e assim conseguir isolar efeitos de variáveis que, relacionadas às atividades operacionais da firma, poderiam viesar de alguma forma, a observação de uma ou outra hipótese.

Com isso, foi colocado que de acordo com a hipótese do efeito-preço (*price-pressure*), quanto maior o tamanho da oferta, maior o retorno a ser esperado pelo demandante, porque maior seria o desconto exigido pelo último, como incentivo a adquirir esse lote.

No entanto, constatou em sua pesquisa que não há uma grande diferença entre o retorno anormal resultante da venda de ações que experimentaram a secundária, ou pela alienação de qualquer outro ativo, corroborando então a hipótese da substituição.

Assim como não houve grande diferença no retorno advindo da venda de pequenas participações acionárias com relação à alienação de grandes lotes de ações, indo de encontro mais uma vez, ao que a hipótese do efeito-preço pregava.

Com relação ao principal objeto da pesquisa, foi apresentada a hipótese da informação, na qual preleciona que um agente detentor de informação privilegiada, no momento da oferta de suas ações, seria recepcionado no mercado como uma *bad news*, implicando um desconto no preço do ativo ofertado.

Mikkelson e Partch (1985) observaram que o mercado, independente do tipo do vendedor, reagiu de maneira negativa ao anúncio da oferta secundária, sendo que a diminuição do preço foi maior para os *insiders* do que para os *non-insiders*, de forma que para ambos, o resultado encontrado foi estatisticamente significativo.

Segundo os próprios autores, a distribuição secundária transmite ao mercado que o vendedor não obteve sucesso em achar um investidor interessado em adquirir suas ações ao preço de mercado. Essa informação então reduziria o preço da ação e seria dependente das características do alienante.

Isso só fortalece o argumento de que o *insider* sinalizaria informação não favorável ao mercado quando da realização da colocação secundária.

Black e Scholes (1974), quando da análise de qual a composição da carteira entre ativos de alto e baixo risco seria a ideal, acrescentaram que o vendedor de tais ativos tem de ser capazes de sinalizarem ao mercado que sua oferta não é motivada por informações privilegiadas.

Clarke, Dunbar, e Kahle (2001) inovaram em analisar a hipótese da informação, pois albergaram em seu estudo, a observação do comportamento operacional da firma, com relação à característica do vendedor que alienava a ação.

Constataram que a apresentação de uma boa performance da firma em períodos anteriores à oferta secundária e uma má nos períodos em se seguem, acontece para todas as categorias de vendedores, só que quando singulariza sua análise para os *insiders*, observam que tanto o alto como o baixo desempenho, são em maiores proporções do que com relação aos *non-insiders*.

Os autores ainda concluem que o baixo retorno das ações nas vendas realizadas por *insiders*, é explicado em parte, pela fraca performance operacional.

Ainda argumentam que embora os investidores, esperem que o bom desempenho apresentado vá continuar após a distribuição secundária, o declínio desaponta os mesmos e esse efeito é refletido no preço negativo dos papéis ofertados.

Embora, seja um tema ainda embrionário na literatura, essa pesquisa abre um campo de estudo para futuras explorações científicas no mercado de capitais nacional.

REFERÊNCIAS

ARROW, K. J. The Economics of Agency. In: Pratt, John W., and Richard Zeckhauser (Org.) **Principals and agents: the structure of American Business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.

ASQUITH, Paul; MULLINS, D., Equity issues and offering dilution. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, p. 61-89, 1986.

BLACK, F.; M. SCHOLES. From theory to a new financial product. **Journal of Finance**, n. 29, p. 399-412, 1974.

BUSINESS DICTIONARY. Disponível em: <<http://www.businessdictionary.com>>. Acesso em: 09 Mar. 2013.

CLARKE, J.; C. DUNBAR; K. KAHLE, The Long-Run Performance of Secondary Equity Issues: A Test of the Windows of Opportunity Hypothesis, Working Paper. University of Pittsburgh, August 2001.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2002. v.2.

EUGENE Fama. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, n. 25, p. 383-417, May 1970.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: an assessment and review. **The Academy of Management Review**, v.14, n.1, p.57-74, Jan. 1989.

FERGUSON, C.E. **Microeconomia**. 18. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1994.

JAMES H. Lorie; VICTOR Niederhoffer. Predictive and Statistical Properties of Insider Trading. **Journal of Law and Economics**, n. 11, p. 35-54. Apr. 1968.

JENSEN, M. C. E; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE-eletrônica**, v. 2, n.2, jul/dez, 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/electronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1469&Secao=FINANÇAS&Volume=2&Numero=2&Ano=2003>>. Acesso em: 7 Mar. 2013

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay. The new issues puzzle. **Journal of Finance**, n. 50, p. 23-51, 1995.

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. **The Journal of Finance**, New York, v. 52, n. 5, p. 1823-1850, Dec. 1997.

MAIA, Melissa. **Estudo de eventos amparado em métricas contábeis**: detectando performance operacional anormal em firmas brasileiras. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

MASULIS, Ronald; ASHOK, Korwar. Seasoned Equity Offerings: an empirical investigation. **Journal of Financial Economics**, n. 15, p. 91-118, 1986.

MILLER, M., ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **Journal of Finance**, n. 40, p.1031-51, 1985.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informations that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 187-221, 1984

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n.3, p. 575-592, July 1984.

SCHOLES, Myron, The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share price. **Journal of Business**, n. 45, p. 179-211, 1972.

SPIESS, Katherine D.; AFFLECK-GRAVES, John. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 38, n. 3, p. 243- 267, July 1995.

TEOCH, S., WELCH, I., WONG, T. Earnings management and the post-issue underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, p. 63-99, 1998.

VARIAN, H. **Microeconomia**: princípios básicos. Rio de Janeiro: Campus,1994.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN Jerold. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs : Prentice Hall, 1986.

WOOD JR., Thomaz. PICARELLI FILHO, Vicente. **Remuneração Estratégica**: A nova Vantagem Competitiva. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999.