

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Renato Souza Rosa

ADR E A SUA INFLUÊNCIA NA COTAÇÃO DA EMPRESA NO
BRASIL

Florianópolis

2004

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ADR E A SUA INFLUÊNCIA NA COTAÇÃO DA EMPRESA NO
BRASIL

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Por: Renato Souza Rosa

Orientador: Newton Carneiro A. da Costa Jr.

Área de Pesquisa: Mercado de Capitais

Palavras-chave: 1- ADR
2- Estudo de Evento
3- Valor da Empresa

Florianópolis, Dezembro de 2004

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota..... ao aluno **RENATO SOUZA ROSA** na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

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

Presidente

Prof. Álvaro D. Da Luz

Prof^a. Elizabete S. Flausino

À minha Família, pelo carinho e
apoio prestados na busca dessa
conquista.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus.

Agradeço aos amigos que participaram da minha jornada durante o curso, aos professores, principalmente ao professor Newton da Costa Jr. que me ajudou na construção desse trabalho.

À Universidade Federal de Santa Catarina pela oportunidade proporcionada de conquistar um curso superior de grande valor.

RESUMO

Este estudo analisou o comportamento das ações, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), pertencentes a empresas que lançaram ADR (*American Depositary Receipts*) no mercado de ações norte americano, durante o período de janeiro de 1993 até dezembro de 2002. Para isso foi determinado um critério de separação que consistiu na formação de duas carteiras, determinadas pelo tipo de ADR. Uma carteira foi formada pelos ADR de nível II e III (para emitir um desses títulos a empresa necessita se adequar aos padrões de contabilidade americana). Esses dois tipos possuem a vantagem de serem listados em bolsa. Compondo a outra carteira os ADR mais simples que não são listados na bolsa, mas em balcão, como são os ADR de nível I e os que participam de leilões privados caso da Regra 144A e Regulamento S.

Feito isso, as duas carteiras foram analisadas através de um estudo de evento de 65 dias antes e 65 dias após a data de autorização da emissão do ADR pela CVM. Foram calculados os retornos nominais, anormais e acumulados e a partir desses retornos que foram agrupados em carteiras, foram estimados os testes estatísticos para os retornos anormais, a variância, a autocorrelação e traçado o gráfico dos retornos acumulados no período da listagem dos ADR.

Os resultados mostraram que o lançamento de ADR é um evento relevante. Observou-se um aumento de variância dos preços das ações após o lançamento de ADR, com maior intensidade na carteira contendo ADR nível I e Regra 144A/Regulamento S. Observou-se, também, uma tendência positiva nos preços e uma diminuição da autocorrelação nas séries de preço das duas carteiras.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Evolução das negociações de ADR nas Bolsas Americanas.....	13
Quadro 1 - Quadro Resumo Do Processo De Emissão Por Tipo De Depositary Receipts.....	22
Figura 2 - Evolução do número de ADR Brasileiros	23
Figura 3 - Porcentagem dos tipos de programas de ADR brasileiros.....	23
Figura 4 - Distribuição de valor de mercado, por empresas (R\$ bilhões).....	24
Figura 5 - ADR – Processo de Emissão.....	26
Figura 6 - Janela do Estudo do evento.....	38
Figura 7 - Variâncias dos retornos anormais do Portfólio A.	45
Figura 8 - Variâncias dos retornos anormais do Portfólio B.	46
Figura 9 - Retornos Anormais Acumulados da Carteira A, durante o período de listagem dos ADR.....	49
Figura 10 - Retornos Anormais Acumulados da Carteira B, durante o período de listagem dos ADR.....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Empresas utilizadas na amostra	42
Tabela 2: Construção das carteiras.....	43
Tabela 3 - Variância da Carteira A.	44
Tabela 4 - Variância da Carteira B.	45
Tabela 5 - Retornos Anormais do Portfólio A.	47
Tabela 6 - Retornos Anormais do Portfólio B.	48
Tabela 7 - Coeficientes de Autocorrelação da Carteira A.	51
Tabela 8 - Coeficientes de Autocorrelação da Carteira B	51

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	7
LISTA DE TABELAS	8
CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	10
1.1 Contextualização da pesquisa	10
1.2 Justificativa e importância de pesquisa	13
1.3 Objetivos	14
1.3.1 Geral	14
1.3.2 Específicos	14
1.4 Metodologia	15
1.5 Estrutura do Trabalho	15
CAPÍTULO II - REVISÃO DA LITERATURA	17
2.1 ADR - American Depositary Receipt	17
2.2 Características dos ADR	19
2.3 ADR brasileiros em números	22
2.4 ADR – Processo de Lançamento	25
2.5 Vantagens de uma Empresa Brasileira quando lança ADR	26
2.5.1 Visibilidade	26
2.5.2 Redução do custo de capital	27
2.5.3 Maior liquidez	28
2.5.4 Aumento no volume dos negócios	30
2.6 Os ADR e a Integração dos Mercados	30
2.7 Estudos com ADR	32
CAPÍTULO III - REFERENCIAL METODOLÓGICO	36
3.1 O Problema da pesquisa	36
3.2 O método da pesquisa	37
3.3 Determinação da época da listagem	38
3.4 Cálculo dos Retornos Nominais	38
3.5 Retornos Anormais	39
3.6 Cálculo dos Retornos Anormais Acumulados	40
3.7 Cálculo da média dos retornos para a carteira de ações	41
3.8 Amostra	41
3.9 Características da amostra	41
3.10 Determinação da Data do Evento	42
CAPÍTULO IV - ANÁLISE E RESULTADOS	44
4.1 Variância das Carteiras	44
4.2 Avaliação dos Retornos Anormais das Carteiras	47
4.3 Retornos Anormais Acumulados	49
4.4 Análise da Autocorrelação das Carteiras	50
CAPÍTULO V - CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	52
CAPÍTULO VI - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

CAPÍTULO I

INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização da pesquisa

Segundo Carcanholo (2002), a abertura externa, representada pela liberalização financeira, se traduz hoje na maior liberdade que os agentes econômicos, tanto residentes quanto não-residentes, possuem para fazer transações financeiras em moeda doméstica e estrangeira. Um mecanismo muito usado por empresas para obter recursos no exterior é o Recibo de Depósito Americano *American Depositary Receipts* ou ADR, que foi o instrumento analisado por Bruni (2002) para avaliar os efeitos da globalização financeira sobre o mercado de capitais brasileiro.

No Brasil, a abertura comercial deu-se em 1990, com o governo de Fernando Collor, mas foi somente em 18 de maio de 1992, através da Resolução 1927, que o Recibo de Depósito de ações, com o objetivo de incrementar o mercado de ações, que se possibilitou às empresas brasileiras com ações cotadas em bolsa uma outra fonte de recurso que não estava disponível dentro da economia brasileira. Com isso, já em 1992 iniciou-se o lançamento de ações no exterior pelas empresas brasileiras, com as emissões da Aracruz e Votorantim Celulose.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a globalização teve suas repercussões no mercado de capitais brasileiro, apresentando as seguintes características:

- Grandes empresas necessitando captar elevados volumes de recursos, otimizando custos e prazos;
- Investidores externos com muitos recursos em busca de novas oportunidades de investimento, a solução encontrada foi o lançamento de ações no exterior, e;
- A maioria dessas operações envolveu oferta de ações no mercado americano através do instrumento denominado *American Depositary Receipts* ou ADR.
- Com a Globalização a tendência do mercado mundial é procurar grandes centros de liquidez.

Dado o novo contexto da economia brasileira, através da abertura externa, as empresas brasileiras dispostas a adquirir recursos no exterior, emitem títulos nos mercados estrangeiros, que quando lançados em outros países são chamados de *International DRs* (IDR) e de *Global DRs* (GDR) quando lançados em mais de um mercado estrangeiro. Esses títulos, quando emitidos nos Estados Unidos são chamados de *American Depositary Receipt* (ADR) e possuem diversas vantagens que serão apresentadas neste trabalho, principalmente quanto à influência desses lançamentos no valor da empresa. Segundo Marcon (2002):

[...] as captações de recursos próprios por empresas brasileiras no mercado internacional, são denominadas *DRs* (*Depositary Receipts*). Estes lançamentos precisam ser autorizados por órgãos fiscalizadores e são lastreados em ações.

Existem três níveis de ADR que devem ser emitidas através de um processo padrão de acordo com sua classificação e seguir as normas apresentadas pelo órgão fiscalizador Americano, nesse caso a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a CVM americana.

As vantagens da abertura de capital com o lançamento de ADR, ou outros títulos pelas empresas, traz também mais segurança, pois este procedimento exige a

adaptação aos padrões rigorosos de contabilidade e transparência das bolsas norte-americanas e às prioridades de seus investidores. O *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP) é um conjunto de normas, padrões e procedimentos contábeis utilizados na produção de informações financeiras nos Estados Unidos, é nele que alguns programas de ADR, como nível II e nível III devem ter adequação para poder participar do mercado americano de ações.

Este estudo, portanto procura investigar dentro do mercado brasileiro, se as empresas que emitiram ADR obtém vantagens na valorização de seus títulos no Brasil. É interessante também notar que tipo de ADR emitido proporciona uma melhor valorização da empresa, ou seja, se as características como adequação da empresa aos padrões contábeis americanos são relevantes para este contexto. Para isso será realizado um estudo de evento, utilizando-se as cotações das ações das empresas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), em torno da data de autorização pela CVM da emissão do ADR.

Os investimentos em ADR vêm aumentando ao longo do tempo, desde seu início em 1927, quando foi criado pela iniciativa do Morgan Guarantee Trust, antecessor do atual JPMorgan, para permitir que investidores ingleses pudessem alocar suas ações nos mercados norte-americanos. Atualmente, segundo o JPMorgan o ADR é um instrumento usado por aproximadamente 2.100 emissores de ações não norte-americanos de cerca de 75 países, sendo que desses 2.100 ADR emitidos, aproximadamente 500 são listados nas bolsas norte-americanas.

A figura 1 demonstra a evolução das negociações dos ADR nas bolsas norte-americanas.

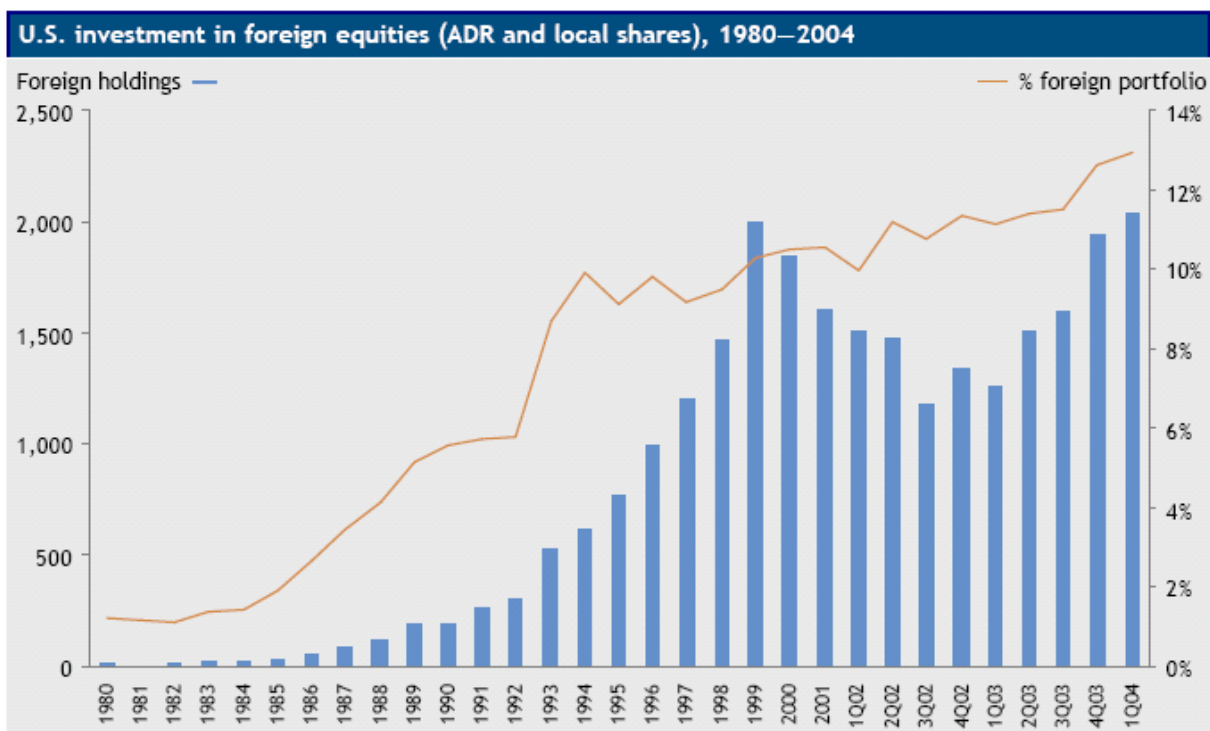


Figura 1 - Evolução das negociações de ADR nas Bolsas Americanas

Fonte: JPMorgan “The ADR Reference Guide” (2004, p. 11).

1.2 Justificativa e importância de pesquisa

O propósito deste estudo é analisar e avaliar o uso de ADR pelas empresas brasileiras. Este instrumento está sendo cada vez mais utilizado seja em mercados desenvolvidos, seja em mercados emergentes, visando à emissão de títulos nos Estados Unidos. Portanto, esse trabalho procura demonstrar a importância e uma melhor compreensão do ADR, tanto para empresas e investidores que estão interessados em diversificar suas carteiras e conhecer novas fontes de oportunidades.

A movimentação de fluxos de capitais, as oportunidades de integração a outros mercados globais, a análise das políticas e restrições adotadas por órgãos

reguladores e a listagem internacional de ADR devem ser fontes para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O estudo de séries históricas de comportamentos das ações, proporcionam a avaliação do comportamento dos mercados, interessando a analistas e teóricos na busca de identificar padrões de comportamento desses mercados numa tentativa de estabelecer estratégias de investimentos que proporcionem lucros anormais.

1.3 Objetivos

1.3.1 Geral

Este estudo tem como objetivo analisar o comportamento das ações no mercado doméstico, com relação ao impacto da emissão de ADR nas bolsas de valores norte-americanas pelas empresas brasileiras.

1.3.2 Específicos

Para alcançar o objetivo geral, vamos estabelecer os seguintes objetivos específicos:

- Apresentar um referencial teórico a respeito do tema do estudo;
- Investigar a volatilidade das ações das empresas, antes e depois da emissão do ADR;
- Procura-se, então, responder se a diferença no tipo de ADR lançado no mercado americano, pelas empresas brasileiras, influencia a valorização de suas ações no Brasil.

1.4 Metodologia

Para estabelecermos os resultados será realizado um estudo de evento dos preços das ações das empresas que são cotados na Bovespa, em torno da data de emissão do ADR. Serão analisados os retornos nominais, retornos anormais e acumulados de duas carteiras de ações formadas por ações do mercado doméstico, seus retornos serão ajustados com base no índice da Bolsa de Valores de São Paulo, o IBovespa.

Os resultados serão analisados e comparados entre as duas carteiras com a finalidade de se verificar alguma diferença entre elas devido às características adotadas para a formação de cada portfólio. Para isso serão realizados testes estatísticos como variância e teste-t favorecendo a compreensão e interpretação dos resultados.

1.5 Estrutura do Trabalho

Este trabalho é composto, primeiramente, de uma parte introdutória do assunto, destacando a importância do estudo, os objetivos e a metodologia adotada. O segundo capítulo é composto de uma breve revisão teórica a respeito do tema principal destacando também as principais características dos ADR. As variáveis utilizadas na análise do problema, o método da pesquisa e outros critérios adotados para avaliar o problema são descritos no terceiro capítulo. O problema é descrito e especificado ao longo de todo o trabalho, o método de estudo é detalhado e são apresentadas as fórmulas para a análise do problema, assim como os dados coletados. Os resultados são obtidos e apresentados no quarto capítulo de acordo

com a análise das hipóteses mencionadas e finalmente as conclusões e algumas recomendações do estudo são apresentadas no quinto capítulo.

O último capítulo é constituído pelas referencias adotadas na construção deste trabalho e tem também com objetivo servir de orientação para outros trabalhos que necessitem de outras fontes de informações pertinentes ao tema desse trabalho.

CAPÍTULO II

REVISÃO DA LITERATURA

2.1 ADR - American Depositary Receipt

Os títulos de uma empresa qualquer negociado fora de seu mercado de origem são denominados *Depositary Receipts* (DR), tendo uma designação particular para cada mercado internacional, como por exemplo: *Brazilian Depositary Receipts* (BDR), seriam títulos de uma empresa não brasileira negociados no mercado brasileiro, ou *French Depositary Receipts* (FDR), que seriam títulos de uma empresa não francesa negociados no mercado francês. Portanto, ADR são recibos de depósito norte-americano, que representam ações de empresas estrangeiras, não negociáveis no país das empresas emissoras. Também existem os GDR, que diferem dos ADR porque permitem que uma empresa capte recursos em dois mercados simultaneamente, além do mercado doméstico. Os GDR podem ser registrados, emitidos e negociados nos mercados dos EUA e serem igualmente registrados nas principais bolsas de valores de outros países.

Os ADR surgem da necessidade dos investidores internacionais em buscarem novas oportunidades nas economias de países emergentes. Para aproveitar o crescente interesse e facilitar o acesso desses investidores ao capital de empresas nacionais e, dessa forma, aumentar a captação de recursos externos, as grandes companhias brasileiras se utilizam deste instrumento.

A emissão do ADR significa que a empresa lançou títulos no mercado interno e no externo. Isso acontece porque o mercado interno não consegue comportar o tamanho da captação que a empresa necessita.

Os ADR podem ser patrocinados ou não-patrocinados. O ADR não patrocinado é emitido sem a participação da empresa, em geral ele é emitido por uma instituição, como uma corretora de valores norte-americana, para atender investidores nos Estados Unidos que desejam adquirir ações de determinada empresa estrangeira. Os ADR não-patrocinados são organizados por um ou mais bancos depositários e geralmente sem o consentimento da empresa estrangeira¹.

O ADR patrocinado é aquele emitido quando a própria empresa decide ofertar seus títulos acionários no mercado norte-americano de capitais. Um banco depositário é escolhido para emissão dos ADR. Segundo Marcom (2002), o ADR patrocinado:

[...] caracteriza-se pela existência de um contrato formal entre a empresa emitente dos valores mobiliários (denominada patrocinadora), o banco depositário dos títulos no exterior e uma instituição custodiante no país de origem, com os custos da operação sendo absorvidos integralmente pela primeira.

Para lançar um DR, a empresa emite ações no país de origem (ou compra ações nos mercados organizados) e deposita essas ações em um banco, que atua como custodiante. Com base nesse lastro, um banco no exterior, que atuará como depositário, emite o DR.

Segundo Serra, 1997 (*apud* Marcon, 2002, p. 23), enquanto o ADR patrocinado é criado pela empresa emissora junto com a instituição financeira depositária, o não patrocinado é operacionalizado somente pela instituição financeira.

¹ Quando existe uma demanda por um título de uma determinada empresa estrangeira, uma instituição organiza a compra das ações no mercado de origem da empresa e emite os DR para os investidores em seu país.

Existem cinco tipos de programas de ADR patrocinados que se diferem pelo objetivo que a empresa pretende com a emissão, quantidade de exigências feitas pelas autoridades nacionais, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, internacionais, como a *Securities and Exchange Commission* (SEC).

São três os níveis de ADR que são classificados seguindo a ordem crescente, pelo nível de exigência e transparência segundo as normas dos EUA, além de existirem a Regra 144A e o Regulamento S, que se caracterizam por ter um comportamento menos oneroso para as empresas, mas seguem determinados critérios. Tudo depende do objetivo da empresa. Em geral, a empresa que entra no programa nível 1 quer apenas ser mais conhecida no exterior, para facilitar futuras captações. No nível 2, a empresa já tem pretensões maiores, pois esse título será cotado em bolsa e a empresa necessita se adequar às normas contábeis americanas, deixando a empresa a um passo da subscrição de novas ações que seria o ADR de nível 3. O nível 3 portanto, é o mais completo e oneroso e como dito anteriormente sua principal característica é a emissão de novas ações pela empresa, por isso, requer todas as aprovações possíveis no mercado americano e tem que passar por ampla divulgação de toda a operação nesse mercado.

2.2 Características dos ADR

Nível I:

- Possui registro na SEC;
- Não precisa atender as normas contábeis americanas (US GAAP);
- Negociados no mercado de balcão (fora do mercado organizado);

- Não é lançamento de novas ações;
- Ações adquiridas no mercado secundário;
- Tem o objetivo simples de colocar ações no mercado norte-americano, preparando o terreno para futuros lançamentos primários²;
- É o método mais simples, pois não precisa atender todas as exigências da SEC.

Nível II:

- Possui registro na SEC;
- Não é lançamento de novas ações;
- Maiores exigências da SEC, por ser obrigatório o registro do ADR em Bolsa de Valores;
- Há negociação em Bolsa;
- As demonstrações financeiras devem estar de acordo com os US GAAP - *United States Generally Accepted Accounting Principles*

Nível III:

- Mais completo e oneroso;
- Deve atender requisitos da SEC e das Bolsas;
- Tem como objetivo o levantamento de recursos para a empresa;
- Atendimento total às exigências da SEC;
- Como o nível II, deve prever um programa de divulgação institucional de alta qualidade.

² Emitir um ADR de nível III, pois esse título é emissão de novas ações e gera recursos para a empresa.

- As demonstrações financeiras devem estar de acordo com os US GAAP - *United States Generally Accepted Accounting Principles*

Regra 144 A: (Criada em abril/91, pela SEC).

- Não é necessário registro na SEC;
- Menos oneroso que o nível três;
- É lançamento privado;
- Negociado no Sistema Portal³;
- Colocado apenas para investidores institucionais qualificados⁴;
- Não há necessidade de formalidades de registro em Bolsa;
- Não precisa seguir os princípios contábeis americanos – US GAAP.

Regulamento S:

- Não possui registro na SEC;
- Não precisa atender as normas contábeis dos EUA;
- É lançamento de novas ações;
- Negociado somente entre não americanos.

³ O Sistema Portal permite apenas a investidores institucionais qualificados adquirir e transacionar valores mobiliários não registrados.

⁴ A Regra 144 A define como investidores institucionais qualificados, aqueles compradores cujos ativos estão total ou parcialmente integrados por bônus emitidos por terceiros, atingindo uma soma superior a US\$ 100.000.000,00. Típicos investidores institucionais qualificados são os fundos de pensão, as companhias de seguros e certos bancos.

Quadro 1 - Quadro Resumo Do Processo De Emissão Por Tipo De Depositary Receipts

	Uso de ações já existentes para aumentar a base acionária		Uso de ADRs para aumentar o capital		
	ADR – Nível 1	ADR – Nível 2	ADR – Nível 3	Regra 144A	GDR
Descrição	Programa não listado	Listado nas Bolsas de Valores dos EUA	Oferecido e listado nas Bolsas de Valores dos EUA	QIBs *	Oferecido em mais de um mercado
Local	OTC; quotado no Bulletin Board e Pink Sheets	NYSE, AMEX e NASDAQ	NYSE, AMEX e NASDAQ	Mercado Privado norte-americano quotado no PORTAL	Bolsas norte-americanas e não americanas
Registro SEC	Form F-6	Form F-6	F-1 e F-6	Nenhuma	Depende: novas emissões – como Nível 3, venda privada como regra 144A
Emissão de ações	Somente ações já emitidas	Somente ações já emitidas	Novas emissões	Novas emissões	
Padrões contábeis	País de origem	US GAAP Forma 20-F preenchida anualmente	US GAAP Forma 20-F	País de origem	Depende do país
Tempo	10 semanas	10 semanas	14 semanas	16 dias	Depende do país
Custos	≤ US 25,000	US\$ 200,000 – 700,000	US\$ 500,000 – 2.000,000	US\$ 250,000 – 500,000	Depende do país

* QIBs (Qualified Institutional Buyers), ou seja, grandes investidores institucionais.

Fonte: Extraído de Marcon (2002, p. 26).

2.3 ADR brasileiros em números

De acordo com o Relatório da CVM sobre o cenário dos ADR brasileiros, até Setembro de 2004 existiam 69 programas de ADR brasileiros abertos, sendo o número total de programas igual a 86.

Os últimos programas abertos foram das empresas América Latina Logística – S.A., lançando ADR do tipo Regra 144A / Regulamento S em 25/06/2004 e Gol – Linhas Aéreas Inteligentes S.A, com lançamento de ADR do tipo III em 24/06/2004, ambas ações PN.

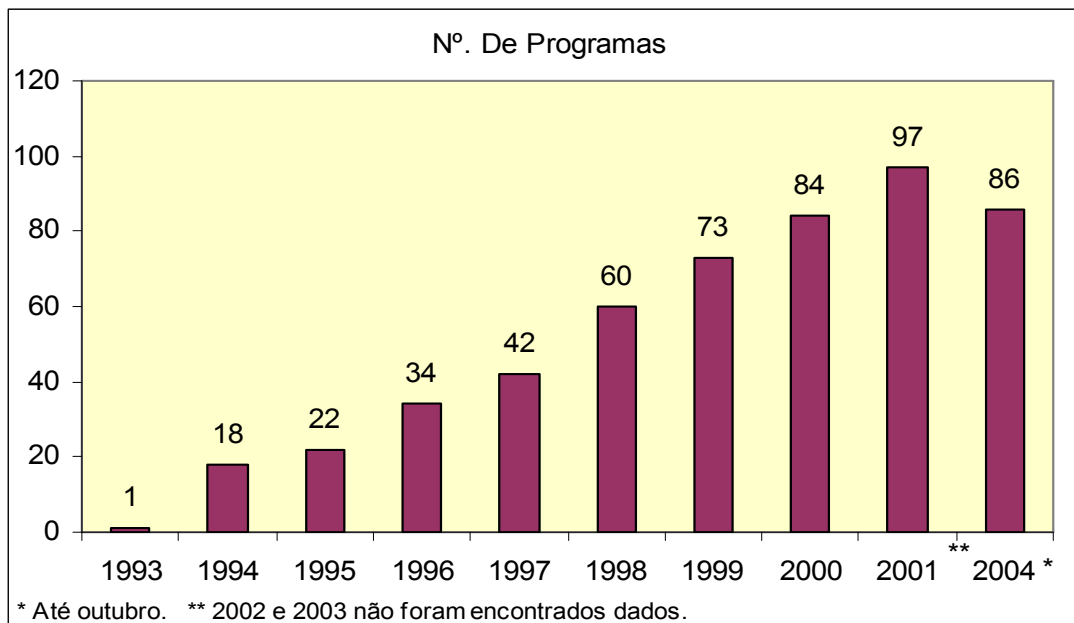


Figura 2 - Evolução do número de ADR Brasileiros

Fonte: Adaptado pelo autor (Bank of New York e CVM).

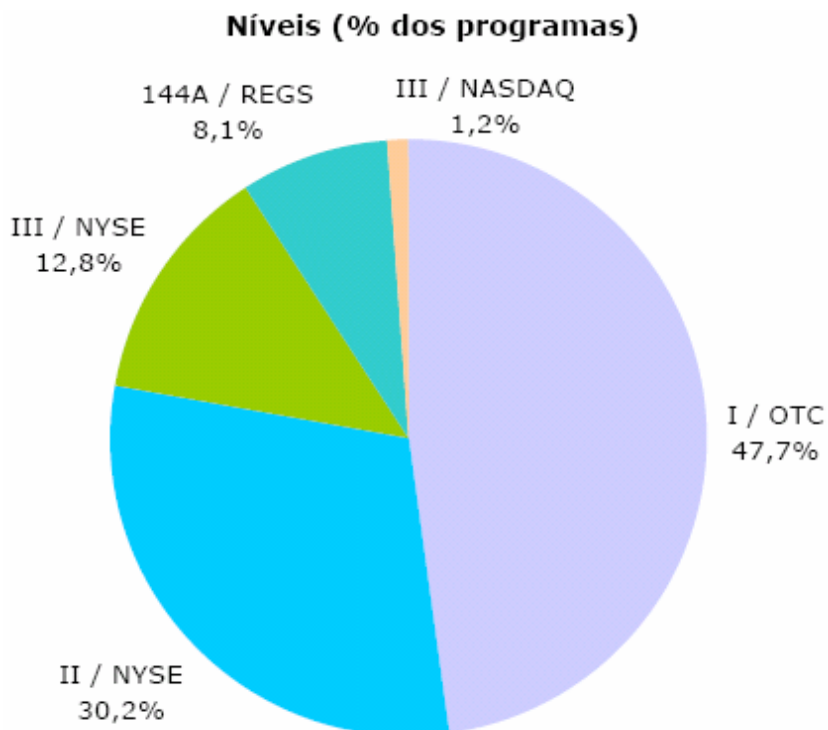


Figura 3 - Porcentagem dos tipos de programas de ADR brasileiros.

Fonte: CVM.

Podemos notar na figura anterior que praticamente a metade dos programas brasileiros de ADR são de nível I, talvez por ser o título mais simples de ser emitido no mercado americano e proporcionar já a visibilidade de a empresa possuir um título no mercado externo. Já os níveis II e III, somados, representam quase a outra metade da figura. Essa é uma das questões chave deste trabalho: será que os programas de ADR, como nível II e III que têm como padrão comum a adequação às normas contábeis americanas, possuem diferenças que valorizariam a empresa mais que aos programas mais simples?

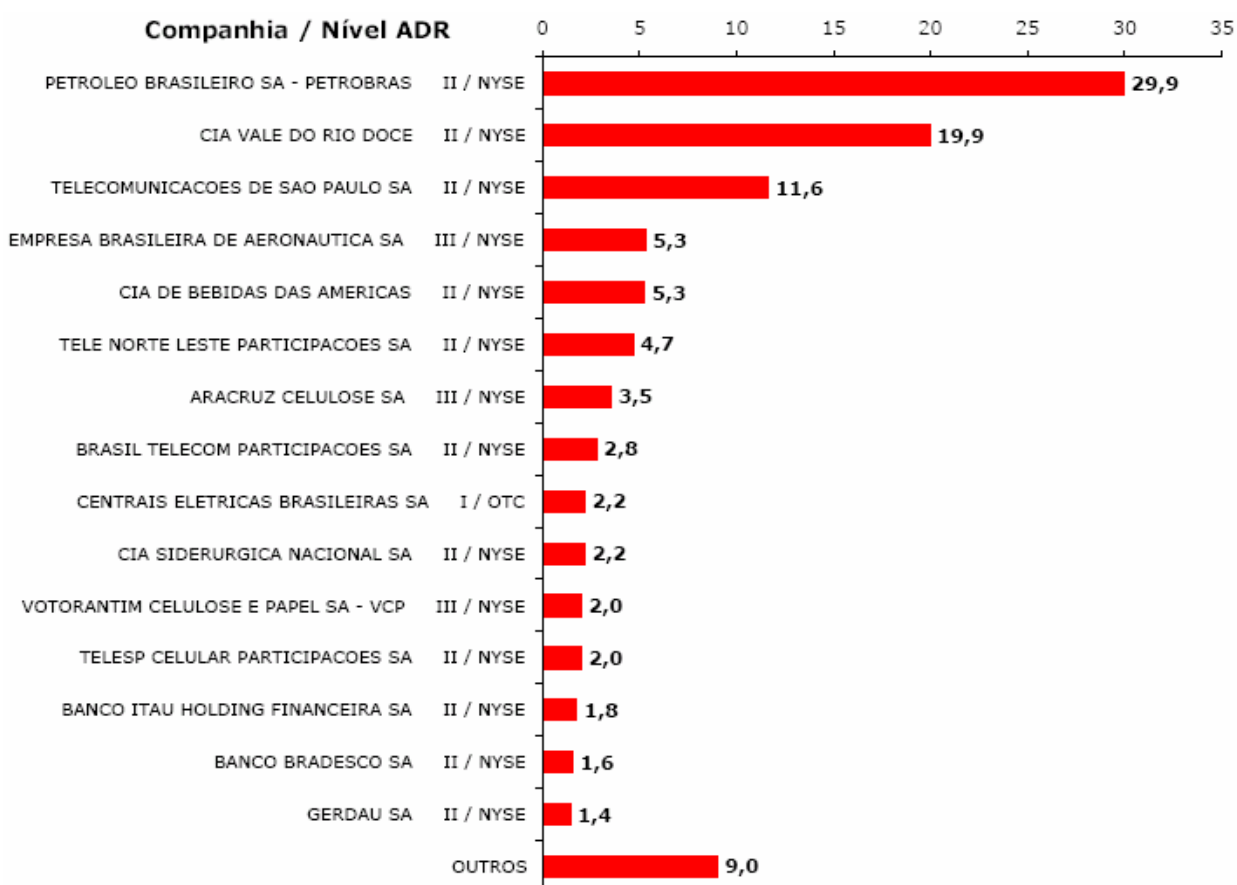


Figura 4 - Distribuição de valor de mercado, por empresas (R\$ bilhões)⁵.

Fonte: CVM.

⁵ A preço de fechamento na Bovespa em 30/08/2004.

O valor total de mercado dos programas de ADR está estimado em R\$ 105,0 bilhões, sendo que o valor total de mercado dos ADR / valor de capitalização das empresas na Bovespa corresponde a 18,8%.

2.4 ADR – Processo de Lançamento

O ADR é um recibo representativo de uma ação de empresa de qualquer país e negociado nas bolsas de valores dos Estados Unidos, especialmente na NYSE e NASDAQ. Os ADR são o caminho natural para que uma empresa "estrangeira" (brasileira, argentina, alemã) se torne conhecida no mercado americano. Tais recibos são lastreados em ações destas empresas, depositados em um banco local (custodiante) e lançados por um banco americano (depositário). No momento de emissão de um ADR, a empresa deve depositar uma ação como lastro no banco custodiante. Em seguida, a instituição financeira entrega o papel à corretora americana, que o repassa ao investidor. Para transformar o ADR em ação novamente, a corretora solicita o seu cancelamento junto ao banco local. Graças aos efeitos da globalização, os ADR possuem forte influência sobre nosso mercado e no mercado mundial.

Bruni (2002) reforça a importância do ADR, dizendo que ele possibilita o acesso das companhias estrangeiras ao mercado de capital norte-americano, ou seja, o acesso à maior base de investidores domésticos de todo o mundo.

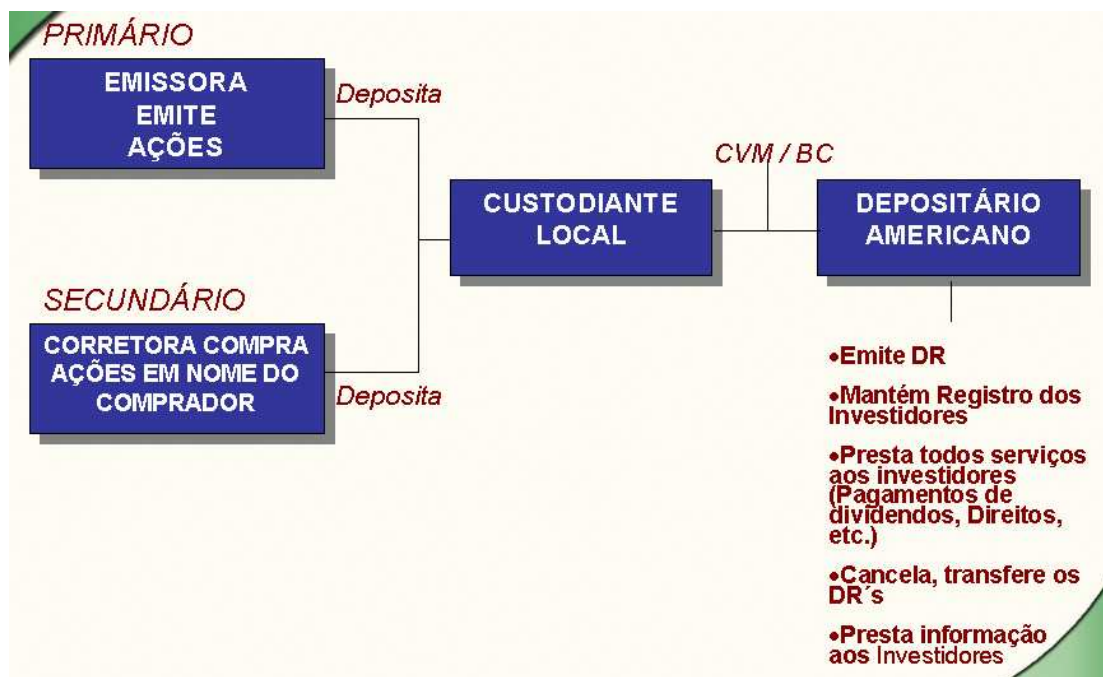


Figura 5 - ADR – Processo de Emissão

Fonte: CVM

2.5 Vantagens de uma Empresa Brasileira quando lança ADR

2.5.1 Visibilidade

Quando uma empresa brasileira lança ADR, ela ganha visibilidade no mercado internacional e pode ter maior facilidade em captar recursos no exterior, através de empréstimo ou mesmo emissão de novas ações. Os grandes investidores estão sempre comparando os preços das ações de uma empresa no Brasil com seu preço equivalente em Nova Iorque, com base nos seus ADR. Quando há uma distorção de preços, ou seja: quando fica mais barato comprar num lugar e vender em outro com lucro, o que também é chamado de arbitragem, os investidores

aproveitam para ampliar seus ganhos, comprando onde está barato e vendendo onde está caro.

Rodrigues (1999), analisou a questão de que a visibilidade gera mais liquidez ao ativo:

O aumento da liquidez pode ser interpretado como evidência da presença de maior número de investidores interessados em transacionar com o ativo. Dessa forma, a visibilidade proporcionada pela emissão dos ADR parece incrementar também a liquidez do ativo. (RODRIGUES, 1999).

2.5.2 Redução do custo de capital

O efeito sobre o custo de capital das empresas emissoras de ADR, foi analisado por Bruni (2002), ele observou que a emissão de ADR por empresas brasileiras resultava no aumento da eficiência alocacional após a emissão, expressa na redução do custo de capital. Para tanto, foram obtidos os betas das ações de 43 empresas brasileiras, emissoras de ADR em períodos de 36 meses anteriores e posteriores ao lançamento.

Das 43 ações analisadas, o autor, percebeu uma redução do coeficiente beta em vinte e seis das ações analisadas, o que correspondeu a 60% da amostra.

Dessa forma, os testes paramétricos e não paramétricos, permitiram rejeitar a hipótese nula e aceitar a hipótese alternativa. O custo de capital da empresa emissora de ADR reduziu-se após o lançamento do programa. Em ambos os testes, o nível de significância obtido para os resultados permitiu evidenciar com maior intensidade a redução de custo de capital próprio no maior horizonte de análise, formado pelos 36 meses.(BRUNI, 2002, p.131).

Outro estudo importante referente ao custo de capital próprio das empresas brasileiras emissoras de ADR foi realizado por Marcon (2002). Analisando diversas empresas, em torno da data de listagem dos ADR, a autora pode concluir que:

Os resultados encontrados permitiram afirmar que a grande maioria das empresas brasileiras que lançaram ADR apresentou uma valorização nos preços de suas ações em torno da data de listagem indicando uma redução no custo de capital próprio destas empresas, o que mais uma vez vem constatar os efeitos benéficos do lançamento de ações no mercado norte-americano para nossas empresas, confirmando a hipótese de pesquisa. (MARCON, 2002. p. 118).

O custo do capital é então reduzido com o lançamento de um programa de ADR por uma empresa, tornando-se mais vantajoso e valorizando a empresa com esse tipo de programa.

2.5.3 Maior liquidez

A melhoria da liquidez das ações de empresas brasileiras depois do lançamento de ADR, foi analisada por Rodrigues (1999), o autor utilizou dois indicadores de liquidez para avaliar as ações antes e depois do lançamento de ADR. O primeiro indicador, denominado Índice de Liquidez em Bolsa, é o mesmo utilizado na metodologia de construção e manutenção do Índice Ibovespa.

O segundo indicador, de Volume Relativo, analisa apenas as mudanças ocorridas no volume monetário negociado com as ações e também é medido em relação ao Índice Bovespa.

Cada um dos indicadores apresentados foi calculado diariamente para cada uma das ações incluídas na amostra e para a carteira composta por todas as ações. Para que fosse feita uma avaliação antes e depois do lançamento de ADR, ele calculou a média dos índices de liquidez para 250 dias antes e 250 dias depois do evento. Os valores médios foram então comparados através da realização de um teste t de diferença entre médias. Uma vez que se desejava verificar os possíveis aumentos no grau de liquidez das ações, o teste utilizado teve caráter unilateral.

O índice de liquidez da carteira de ações de empresas emissoras de ADR aumentou cerca de 17% no período após a emissão, dos 37 programas, 22 apresentaram melhoria na liquidez. Ações de empresas como Telebrás PN, Usiminas PN e Celesc PNB apresentaram aumentos notáveis.

Segundo o autor, o aumento da liquidez pode ser interpretado como evidência da presença de maior número de investidores interessados em transacionar com o ativo. Dessa forma, a visibilidade proporcionada pela emissão dos ADR parece incrementar também a liquidez do ativo.

A evidência do aumento da liquidez sugere que as empresas emissoras beneficiam-se por terem seu custo de capital reduzido e acesso mais fácil aos mercados. Os investidores também são beneficiados, pois passam a dispor de um mercado secundário mais líquido para suas ações e, conseqüentemente, seus preços passam a ser mais justos e a eventual manipulação mais difícil. Finalmente, o ponto mais polêmico é que a indústria de intermediação também foi beneficiada, pois mais negócios são feitos com estes papéis, gerando mais comissões e encargos.

Assim, a tradicional alegação de que os ADR são responsáveis pela transferência de negócios para o exterior não procede, ao menos para a maioria dos programas analisados. Em alguns casos, como o da Telebrás, apesar da enorme liquidez verificada no exterior, o mercado doméstico ficou mais líquido do que era antes da emissão. (RODRIGUES, 1999. p. 9).

Rodrigues (1999), observou também uma redução de liquidez em algumas ações, mas segundo o autor a evidência mostra que esta não tem sido a regra no Brasil.

2.5.4 Aumento no volume dos negócios

O aumento do volume de negócios no mercado doméstico da carteira de ações com programas de ADR é a evidência mais marcante do efeito positivo que a listagem em mercados maiores no exterior pode trazer para os mercados domésticos emergentes, segundo Rodrigues, (1999).

A pesquisa constatou aumento de 25% em média no volume relativo de negócios no mercado doméstico para as ações com programas de ADR. Dos 37 programas analisados, 21 apresentaram aumento no índice de volume negociado em relação ao volume total do Ibovespa. No caso específico de ações da Telebrás, para todos os programas de ADR lançados foi observado aumento de cerca de 26% no volume relativo de negócios no período seguinte ao programa.

O que os números mostram na verdade é que, embora possam ocorrer mais negócios fora do que dentro do país, o tamanho do bolo parece aumentar favoravelmente ao mercado doméstico. A experiência internacional também compartilha das mesmas conclusões obtidas neste estudo. Assim, a evidência encontrada sugere que os programas de ADR brasileiros contribuíram também para o aumento do volume no mercado local, beneficiando, neste aspecto, a indústria de intermediação, especialmente seu segmento mais competitivo e com menores custos de transação. . (RODRIGUES, 1999. p. 10).

2.6 Os ADR e a Integração dos Mercados

Com a abertura externa, os fluxos de capitais estão cada vez mais fortes, oferecendo uma opção adicional para as empresas que pretendem expandir sua captação de recursos em outros mercados, aumentar visibilidade etc. Para os investidores representa a oportunidade de investir globalmente, possuindo a escolha de adquirir títulos de empresas internacionais em sua nação. (Bortoli Filho, 2002).

Os fluxos de capitais encontram muitas barreiras, como as barreiras governamentais e as conversões cambiais, mas através dos mecanismos internacionais de listagem de títulos como os ADR, tais obstáculos são de alguma forma superados afirmam, Curci (*apud* Bortoli Filho, 1999, p. 18). Nesse contexto, os ADR estão cada vez mais difundidos e principalmente no Brasil onde as empresas procuram cada vez mais a emissão desse título buscando características como visibilidade, redução do custo de capital e por conseqüência os mercados ficam mais integrados, pois isso gera a possibilidade de investidores estrangeiros negociarem títulos brasileiros no seu próprio país. (Bortoli Filho, 2002).

Segundo Bruni (2002) as oportunidades de crescimento de muitos países emergentes, foram perdidas por existir muitas barreiras e restrições aos fluxos de capitais. O autor ainda considera que, a abertura dos mercados de capitais, representaria importantes oportunidades para atração do necessário capital estrangeiro, que possibilitaria o financiamento do crescimento econômico e reduções de custos de financiamentos externos. Para ele, fluxos de capitais estrangeiros resultam na diversificação global e na integração dos mercados, que, por sua vez, resultam na melhoria de alocação dos recursos e grandes ganhos de bem-estar social.

Bortoli Filho (2002), procura explicar também a integração dos mercados, mas através da diversificação dos portfólios de investidores internacionais:

Ao longo das últimas décadas, grandes empresas sediadas em países em desenvolvimento tem-se lançado em programas de ADR, passando a integrar, juntamente com as empresas de países desenvolvidos, o leque de opções para os investidores com intenções em internacionalizar seu *portfólio*. (BORTOLI FILHO, 2002, p. 20).

Bruni procurou relacionar a integração dos mercados com a eficiência alocacional.

“As correlações entre os diferentes mercados tendem a se tornar mais fortes à medida que os mercados se tornam mais integrados, tornando características de investimentos em países emergentes e desenvolvidos mais similares. Neste processo, retornos esperados em mercados emergentes tendem a se reduzir, em decorrência da maior integração. Com a integração, a eficiência alocacional dos mercados emergentes aumenta. (BEKAERT e URIAS, 1999 *apud* BRUNI, 2002, p. 54)”.

Marcon (2002), analisou a segmentação/integração do mercado de ações brasileiro diante do lançamento de ADR, e conclui que o mercado brasileiro não se altera com a dupla listagem, diante do mercado norte americano.

2.7 Estudos com ADR

Bruni (2002) estudando as emissões de ADR brasileiros no período de 1992 a 2001 procurou verificar seus efeitos na globalização financeira, na eficiência informacional e no custo de capital de uma amostra de empresas negociadas na Bolsa de São Paulo. Utilizando a metodologia do estudo de eventos para uma amostra de 43 ações, o autor encontrou nas ações analisadas, uma redução do coeficiente β associado aos logaritmos neperianos dos retornos do IBA⁶ (o índice IBA foi usado como sendo a carteira de mercado) em 30 casos, o que corresponde a aproximadamente 70% da amostra estudada. Tais resultados sugeriram a rejeição da hipótese nula e aceitação da hipótese alternativa que se refere à redução do custo de capital após a emissão de ADR.

O estudo também procurou analisar a eficiência semi-forte do mercado e a velocidade de ajustamento dos preços às novas informações relevantes. Como conclusão o autor aceitou o resultado da hipótese de redução do custo de capital

⁶ O IBA é o Índice Brasileiro de Ações.

próprio das empresas que emitiram ADR e aumento da eficiência alocacional do mercado brasileiro.

Marcon (2002) analisou se o lançamento de ADR reduz o custo de capital próprio das empresas emissoras e contribui para o processo de integração entre o mercado de capitais doméstico e o mercado norte-americano, a partir da análise do comportamento do retorno, do risco e do preço de suas ações no mercado doméstico, conforme derivado dos modelos de Gordon e do CAPM.

Foram analisados 56 programas de ADR entre junho de 1991 e junho de 2002, através do estudo de eventos foram relacionadas diversas variáveis aos retornos das ações.

Ao analisar o retorno de 43 programas, foi observado que, 26 programas apresentaram queda nos retornos nominais, comparando-se o período anterior com o pós. Comparando-se o período anterior com o próprio evento apenas 22 programas apresentaram um aumento e 21 mostraram queda. Não foi observado um acréscimo do retorno em torno da listagem. Segundo Marcon (2002) apesar dos retornos em torno da listagem não aumentarem, a queda após a listagem pode estar demonstrando um efeito da diminuição na segmentação do mercado e na maior visibilidade e reconhecimento pelos investidores.

Ao comparar os retornos normais com o IBovespa foram encontrados retornos maiores em torno do evento, os retornos com o IBA também foram estimados e foram considerados muito similares aos do IBovespa.

Os resultados encontrados utilizando o índice Ibovespa e o índice IBA não mostram diferenças significativas, porém o retorno anormal calculado pelo modelo ajustado ao risco e ao mercado, no período pós-evento, apresenta resultados distintos. (MARCON 2002, p. 89).

Porém com os testes dos retornos anormais não foram encontrados indícios de que o custo de capital das empresas se reduz e apenas que os retornos antes do evento apresentaram uma média superior ao período pós-evento.

No cálculo da variância foi encontrada uma variância menor pós-emissão de ADR e durante que segundo Marcon (2002) pode significar um risco esperado menor, uma maior transparência das informações e, conseqüentemente, uma redução no custo de capital próprio das empresas.

Segundo Marcon (2002) com o lançamento de ADR pelas empresas os investidores internos também passam a serem beneficiados com preços mais justos, menor risco e informações mais transparentes reveladas pelo maior número de investidores e por padrões contábeis mais rigorosos.

Algumas das vantagens apontadas para as empresas que emitem ADR são: (1) abrir o capital nas bolsas norte-americanas, aumentando o número de investidores, (2) melhorar a sua imagem, (4) aumentar a liquidez de suas ações, (5) facilitar as fusões e aquisições internacionais e (6) reduzir o custo de capital. Os custos incorridos com a emissão destes papéis na maioria dos casos são inferiores aos benefícios advindos. (MARCON, 2002, p. 15).

Marcon (2002), também observou diversas vantagens para as empresas emissoras de ADR, e pode concluir a respeito da listagem de ações estrangeiras no mercado norte-americano:

[...] a listagem de ações estrangeiras no mercado norte-americano tende a reduzir o custo de capital das empresas emissoras, pois geralmente aumenta a liquidez e o preço das ações, melhora a visibilidade da empresa, bem como a aceitação dos clientes, fornecedores, credores e governos. (MARCON, 2002, p. 20)

Outro estudo com ADR foi realizado por Costa Jr et al (1998), os autores realizaram uma pesquisa sobre o impacto da listagem de ADR sobre o risco e retorno de sete empresas brasileiras que possuíam ADR nas bolsas americanas durante o período de 1990 a 1996. Através de um estudo de evento, foi considerado que apesar dos retornos serem positivos não indicaram retornos anormais em torno

da data de listagem. No entanto, a autocorrelação e a variância nos retornos das ações diminuíram após a dupla listagem. Na amostra analisada os autores consideraram que os benefícios estão na maior liquidez, numa volatilidade (variância) mais baixa e do aumento aparente da eficiência na fixação do preço sugerida pela diminuição dos coeficientes de autocorrelação.

Outra pesquisa sobre ADR que utilizou a metodologia de estudo de evento foi a de Bortoli Filho (2002). O autor utilizou uma amostra de 17 programas de ADR dos 32 programas que estavam registrados na NYSE⁷ até o dia 9 de agosto de 2002. Analisando a partir da data de listagem na NYSE, o autor observou como resultado que o mercado brasileiro é informacionalmente eficiente, através dos retornos anormais e variações do risco dos papéis que não foram detectados ao redor do evento. Entretanto o autor observou aumentos significativos na liquidez e no volume negociado das ações a partir de tal data, corroborando assim para a hipótese de maior visibilidade obtida pelos títulos no mercado doméstico.

⁷ Bolsa de Valores de Nova York, New York Stock Exchange (NYSE).

CAPÍTULO III

REFERÊNCIAL METODOLÓGICO

3.1 O Problema da pesquisa

O objetivo geral deste trabalho é de esclarecer qual o impacto da emissão de ADR pelas empresas brasileiras sobre o preço das suas ações cotadas na Bovespa. Visando especialmente qual tipo de ADR é o mais atraente para os investidores, ou qual é o tipo de ADR que proporciona uma valorização maior no preço da ação da empresa? Este problema será estudado com base nas alterações do comportamento das ações do mercado doméstico (focando a volatilidade dos retornos dos papéis), em contraposição ao “antes” e o “depois” da divulgação de emissão de ADR pelas empresas.

Para delinear o objetivo desse estudo foram tomadas algumas considerações que permitem diferenciar este trabalho da maioria dos estudos realizados com ADR das empresas brasileiras. Considerou-se então a possibilidade de agrupar os dados em carteiras tomando o critério do padrão contábil adotado para cada nível de ADR, resultando em duas carteiras distintas. A primeira carteira foi composta pelos ADR de nível I, Regra 144 A e Regulamento S, a segunda carteira foi composta pelos ADR de nível II e III, estratificando assim a amostra para o trabalho.

A partir da amostra especificada, o objetivo é considerar se as empresas que se adequam a contabilidade americana através do US GAAP, possuem a partir da divulgação do lançamento de ADR uma valorização maior que as que emitem ADR sem a normatização aos princípios contábeis norte americanos.

3.2 O método da pesquisa

O estudo de eventos é utilizado neste trabalho com intuito de analisar a reação do mercado com relação à emissão de cada nível de ADR por empresas brasileiras no exterior. De acordo com Damodaran (2003, p. 190) um estudo de evento é projetado para examinar reações de mercado e retornos adicionais em torno de eventos específicos de informação.

As etapas de um estudo de eventos são:

- 1- Identificar a data em que o evento foi anunciado;
- 2- Conhecidas as datas, coletar os retornos em torno da data de evento para cada empresa na amostra;
- 3- Ajustar os retornos em torno da data do anúncio em função do desempenho do mercado, a fim de alcançar os retornos adicionais para cada empresa na amostra;
- 4- Fazer a média dos retornos adicionais e calcular o erro padrão;
- 5- A questão de se os retornos adicionais em torno do anúncio são diferentes de zero é respondida estimando-se o t estatístico para cada dia, divide-se o retorno adicional médio pelo erro padrão:

Se os t estatísticos forem significativos, o evento afeta os retornos; o sinal do retorno adicional determina se o efeito foi positivo ou negativo.

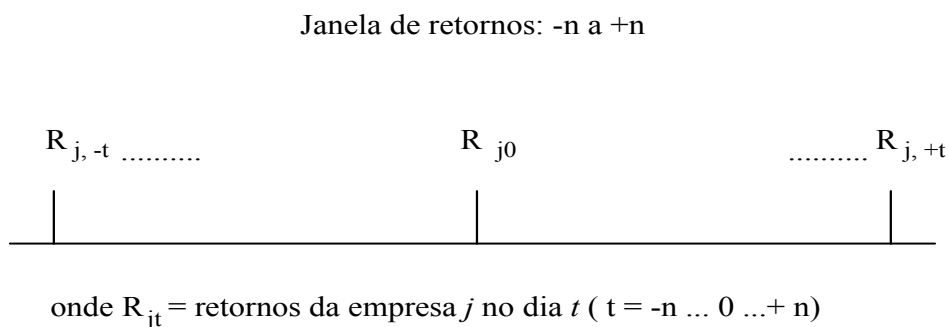


Figura 6 - Janela do Estudo do evento

Fonte: Adaptado pelo autor, Damodaran 2003, p. 191, 192.

3.3 Determinação da época da listagem

Para um ADR poder ser negociado no exterior a Comissão de Valores Mobiliários deve aprovar seu registro, sem sua aprovação não é possível a colocação do título no mercado externo. Segundo Rodrigues (1999), o que ocorre é que cada processo de emissão acontece de forma diferenciada, enquanto uma empresa pode ter seus ADR listados imediatamente após a concessão do registro, pois todas as outras etapas no exterior já foram cumpridas, outras podem levar algum tempo após o registro. Além disso, a data oficial que caracteriza a intenção do lançamento é a data do pedido e a concessão do registro na CVM.

3.4 Cálculo dos Retornos Nominais

Os Retornos Nominais foram encontrados para cada empresa considerando o período em torno da data de divulgação da emissão do título na CVM, sendo o

período compreendido entre 60 dias de cotação das ações da empresa na BOVESPA e os 60 dias de cotação posteriores. Para o cálculo foram utilizados a seguinte fórmula:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Onde:

R_{it} é o retorno nominal da ação i , no dia t ;

P_t é o preço de fechamento da ação i , no dia t , ajustado a todos os proventos ocorrido no período;

P_{t-1} é o preço de fechamento da ação i , no dia $t-1$, ajustado a todos os proventos ocorridos no período.

A utilização da função logaritmo natural, permite uma maior proximidade da distribuição dos retornos das ações à distribuição normal, resultando em valores mais robustos nos testes paramétricos. (MARCOM, 2002).

3.5 Retornos Anormais

Existem várias maneiras de se calcular os retornos anormais que podem ser adequados para cada tipo de situação. Os retornos anormais podem ser:

- ajustados à média
- ajustados ao mercado
- ajustados ao risco e ao mercado

Portanto, os Retornos Anormais foram calculados para cada ação considerando o retorno nominal do mercado na mesma data das cotações da ação

em torno do evento. No nosso caso então consideramos o retorno anormal ajustado ao mercado. O cálculo desse retorno está especificado pela fórmula abaixo:

$$RA_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Onde:

RA_{it} é o retorno anormal da ação i , no dia t , ou retorno ajustado ao mercado;

R_{it} é o retorno nominal da ação i , no dia t ;

R_{mt} é o retorno observado da carteira de mercado (IBOVESPA) no mesmo período do correspondente ao da ação.

3.6 Cálculo dos Retornos Anormais Acumulados

O *Cumulative Abnormal Returns* (CAR), resulta do acumulado e da média para diferentes ações em torno do período de listagem.

Segundo Brown e Warner, (apud Marcon, 2002, p. 71), um método freqüentemente usado para investigar o desempenho anormal, quando não se sabe ao certo quando o evento ocorre, é o CAR.

O retorno anormal acumulado é dado por:

$$CAR_t = CAR_{t-1} + AR_t$$

Onde:

CAR_t é o retorno anormal acumulado no período t ;

CAR_{t-1} é o retorno anormal acumulado no período $t-1$;

AR_t é o retorno anormal no período t .

3.7 Cálculo da média dos retornos para a carteira de ações

Foi calculado para as carteiras o *Average Abnormal Returns* (AAR), que nada mais é, do que a média dos Retornos Anormais e o *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR), sendo este, a média dos Retornos Anormais Acumulados. Sendo assim, o portfólio fica formado com os retornos em média das ações.

3.8 Amostra

A amostra compreende algumas ações das empresas brasileiras listadas na Bovespa que lançaram ADR no mercado americano. A coleta dos dados sobre a cotação das ações foi feita em torno da data de lançamento do programa de ADR pela empresa, assim como o índice da Bolsa de Valores de São Paulo, o IBovespa, que corresponde à carteira de mercado. Todos as fontes dos dados foram coletadas através do programa Económica seguindo os critérios anteriormente citados.

3.9 Características da amostra

Para o estudo em questão os dados tiveram que ser agrupados em carteiras de acordo com o nível de ADR que correspondiam. A formação de duas carteiras foi a solução encontrada para suprir a necessidade de agrupar os dados de maneira que correspondessem a uma amostra estratificada diferenciando-se entre os ADR que tinham adequação as normas contábeis americanas, no caso os ADR de nível II e III e os que não tinham como ADR de nível I, Regra 144 A e Regulamento S. Esta

foi uma estratégia adotada neste trabalho com o objetivo de se diferenciar e de se aprofundar mais no estudo dos ADR.

3.10 Determinação da Data do Evento

As datas do evento, ou datas zero, foram adotadas de acordo com as datas de autorização da emissão do título pela CVM, que é o órgão responsável pela regulamentação desse processo no Brasil. Essas datas também foram utilizadas no trabalho de Marcon (2002).

Tabela 1 - Empresas utilizadas na amostra

Empresa	Nível	Tipo	Data da Autorização da CVM
ACESITA SA	I	PN	14/7/1994
BOMBRIL CIRIO SA	I	PN	24/5/1994
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS AS (Eletrobrás)	I	ON	21/12/1994
EUCATEX SA INDUSTRIA E COMERCIO	I	PN	11/1/1994
KLABIN SA	I	PN	17/11/1994
TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK SA	I	PN	9/2/1994
BRASIL TELECOM SA	II	PN	16/11/2001
CIA DE BEBIDAS DAS AMERICAS	II	ON	4/9/2000
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS (Cemig)	II	PN	4/6/1993
SADIA AS	II	PN	5/4/2001
CIA DE SANEAMENTO BASICO DO ESTADO DE SAO PAULO (Sabesp)	III	ON	9/5/2002
EMPRESA BRASILEIRA DE AERONAUTICA SA (Embraer)	III	PN	20/7/2000
PETROLEO BRASILEIRO SA - PETROBRAS	III	ON	9/8/2000
IVEN AS	144A/REGS	PN	5/7/1999

Tabela 2: Construção das carteiras

Portfólio A		Portfólio B	
Empresa	Tipo de ADR	Empresa	Tipo de ADR
Acesita	I	Brasil Telecon	II
Bombril	I	Ambev	II
Eletróbrás	I	Cemig	II
Eucatex	I	Sadia	II
Klabin	I	Sabesp	III
Teka	I	Embraer	III
Iven	144a	Petrobrás	III

A carteira B foi formada com ADR de nível II e III, pois estes programas de ADR seguem o padrão contábil americano (US GAAP). E a carteira A, pelos ADR de nível I e regra 144A/Regulamento S, que são programas mais simples e menos onerosos.

As carteiras possuem apenas 7 ações, pela dificuldade encontrada de adquirir as datas exatas de aprovação da CVM e também porque muitas empresas não possuíam cotações anteriores à emissão do ADR, no caso elas abriram seu capital e emitiram ADR basicamente no mesmo período⁸.

⁸ Por exemplo: as empresas de Telecomunicações.

CAPÍTULO IV

ANÁLISE E RESULTADOS

O intuito deste item é tecer análises acerca dos resultados encontrados e comparar os portfólios a fim de se observar diferenças entre os níveis de ADR que formam as carteiras. Os resultados foram encontrados calculando-se os testes estatísticos para os retornos anormais das carteiras.

4.1 Variância das Carteiras

Foram comparados o “antes” e o “depois” do evento, de cada carteira, mediante o teste F para igualdade de variâncias.

Com relação a carteira formada pelas ações das empresas que emitiram ADR de nível 1 e 144A, que seria o portfólio A, foram encontradas as variâncias para os dois períodos, sendo 64 dias antes do lançamento do ADR e 64 dias após a emissão.

Tabela 3 - Variância da Carteira A.

Período	Antes	Depois
Variância	0,000371	0,000479

Foi observado um aumento da variância dessa carteira no período após o evento, com isso podemos considerar que o risco dessa carteira aumentou com a emissão do ADR.

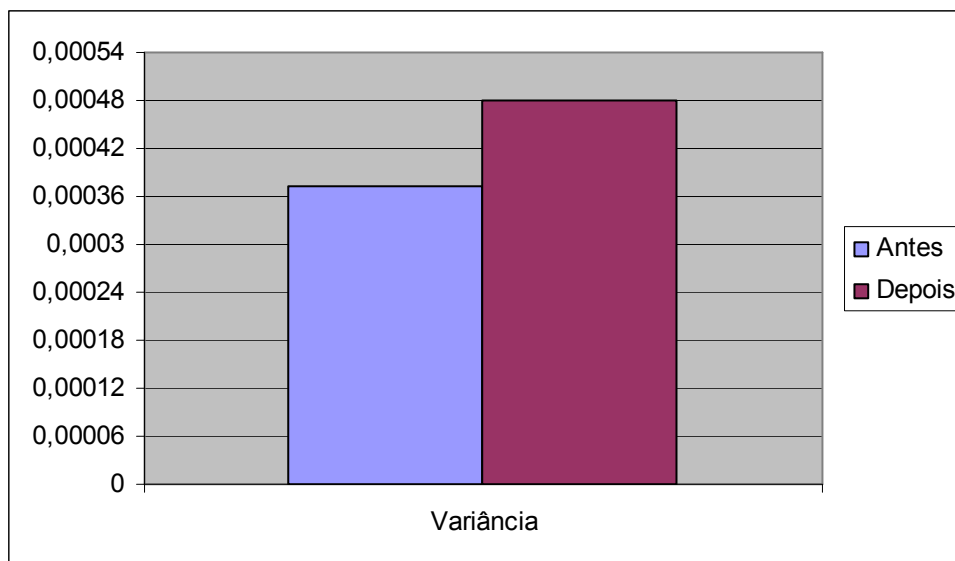


Figura 7 - Variâncias dos retornos anormais do Portfólio A.

Rejeitou-se a hipótese de igualdade entre as variâncias com um nível de significância de 5%.

Para a carteira formada pelos ADR de nível 2 e 3, que seria o portfólio B, foram também encontradas as variâncias para os dois períodos, sendo 64 dias antes do lançamento do ADR e 64 dias após a emissão.

Tabela 4 - Variância da Carteira B.

Período	Antes	Depois
Variância	0,000221	0,000233

Com o aumento da variância a carteira teve seu risco aumentado, por causa do aumento da volatilidade dos papéis que compõem a carteira.

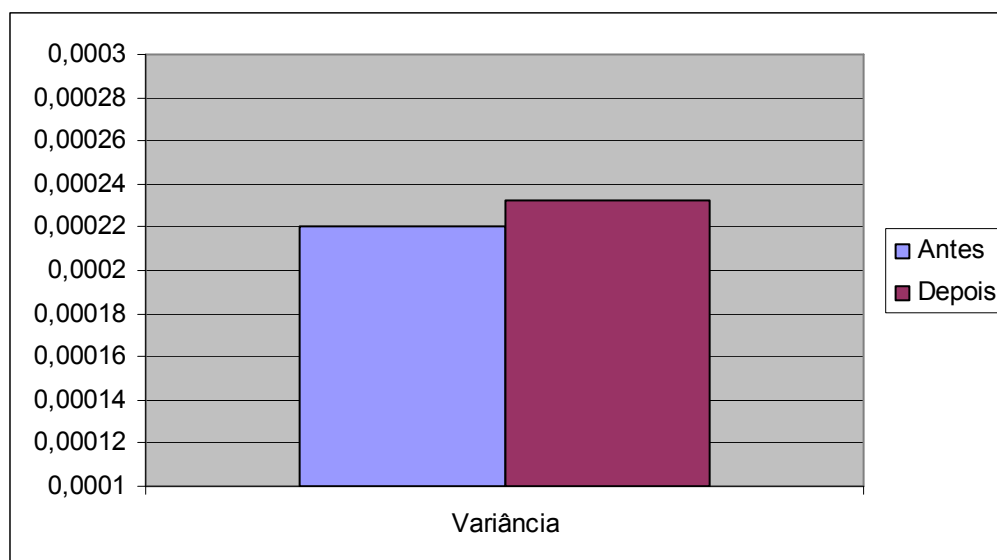


Figura 8 - Variâncias dos retornos anormais do Portfólio B.

Rejeitou-se a hipótese de igualdade entre as variâncias, pois o teste F foi estatisticamente significativo a 5%.

Comparando-se os resultados das duas carteiras, observamos que a carteira A teve um aumento de 28% na sua variância, enquanto a carteira B teve um aumento de 5%. Isso nos mostra que na média quando uma empresa vai emitir um ADR de nível II ou III, ela proporciona um risco menor para seus acionistas emitindo esse tipo de ADR do que se fosse emitir os outros tipos⁹.

⁹ Segundo Domowitz et al, (1997), em mercados que são mais integrados internacionalmente, o lançamento de ADR aumenta a liquidez da ação no mercado doméstico, diminuindo a volatilidade. O Contrário acontece para mercados pouco integrados, ou seja, o lançamento de ADR diminui a liquidez e aumenta a volatilidade. Para maiores detalhes sobre a explicação deste fenômeno, veja o próprio artigo mencionado.

4.2 Avaliação dos Retornos Anormais das Carteiras

Na avaliação dos retornos anormais foi utilizada a metodologia do teste t, para avaliar se os retornos na data de emissão dos ADR são afetados pelo evento. Os t estatísticos quando forem estatisticamente significantes, nos dizem que o evento afeta os retornos, sendo que o sinal do retorno anormal indica se o efeito foi positivo ou negativo.

Tabela 5 - Retornos Anormais do Portfólio A.

Data	Retorno Anormal	Estatística t
-10	0,010206	1,366661426
-9	0,008669	1,160890606
-8	-0,01496	-2,003890533
-7	0,006973	0,933758874
-6	0,018073	2,420250071
-5	0,03398	4,550378325
-4	0,012571	1,683383267
-3	-0,00449	-0,601713197
-2	0,005095	0,682248655
-1	0,013714	1,83654758
0	-0,03	-3,765223397
1	-0,00062	-0,082489249
2	0,020772	2,781584767
3	-0,00685	-0,917219152
4	0,025609	3,429369751
5	-0,01195	-1,60017397
6	-0,01642	-2,199164937
7	-0,01751	-2,344389614
8	-0,00122	-0,163944889
9	0,010486	1,404193291
10	0,020478	2,742334544

Foi verificado se os valores dos retornos anormais foram significantes a 5%, sendo que foi possível observar que antes da data zero, obtivemos para os retornos anormais da carteira de ações, dois dias com rejeição da hipótese de que os

retornos são iguais as médias dos dias anteriores, ou seja, nesses dias os retornos foram positivos e superiores a média. Podemos dizer que o evento afetou os retornos nesses dias.

Para o período pós-evento, também podemos observar que em três dias os retornos anormais da carteira foram diferentes da média rejeitando a hipótese nula.

Tabela 6 - Retornos Anormais do Portfólio B.

Data	Retorno Anormal	Estatística t
-10	-0,01768	-3,16562
-9	0,031156	5,579374
-8	0,011603	2,077796
-7	0,0198	3,54572
-6	-0,00794	-1,4215
-5	0,00387	0,693077
-4	-0,00083	-0,14917
-3	0,00036	0,064548
-2	0,031935	5,718969
-1	0,009073	1,624813
0	0,001	0,260103
1	0,0081	1,450512
2	-0,00654	-1,1719
3	-0,00483	-0,86557
4	0,022969	4,113195
5	0,005954	1,066149
6	0,012234	2,190871
7	0,041036	7,348632
8	-0,0182	-3,2589
9	-0,00029	-0,05174
10	0,00381	0,68232

Podemos observar também para os retornos anormais da carteira B que durante a data do evento obtivemos retornos estatisticamente significantes tanto antes como depois da data, com maior intensidade quando comparados com a carteira A.

4.3 Retornos Anormais Acumulados

A agregação dos retornos anormais é feita ao longo do tempo para estabelecer uma tendência ou padrão de comportamento dos retornos. Essa tendência pode ser observada na figura abaixo, sendo que a inclinação da reta indica se os retornos são positivos ou negativos ao longo do tempo. Ambos os gráficos possibilitam notar a presença de retornos anormais acumulados.

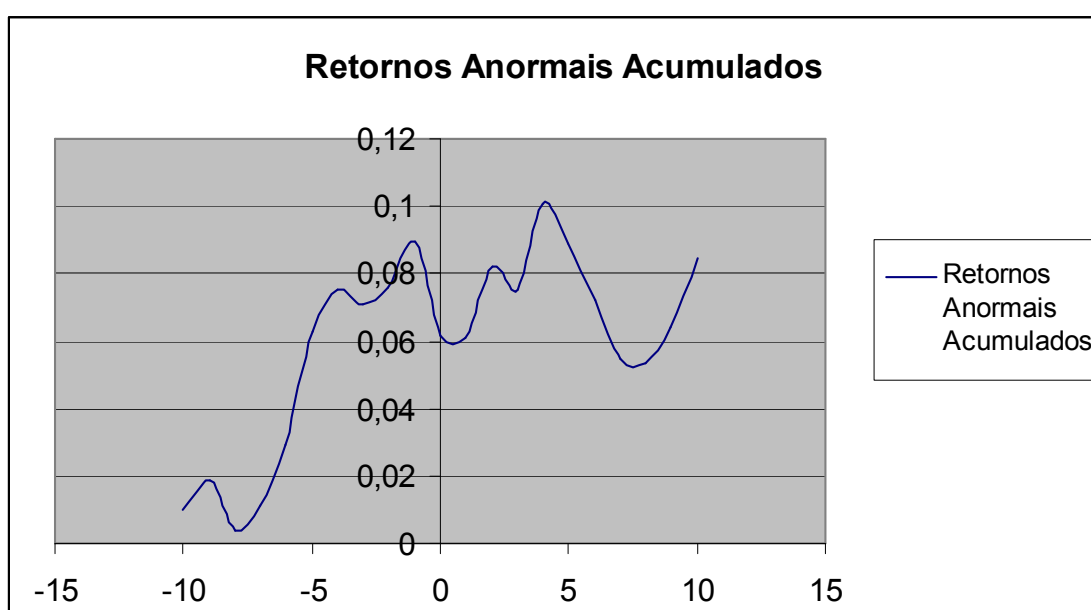


Figura 9 - Retornos Anormais Acumulados da Carteira A, durante o período de listagem dos ADR.

O gráfico acima representa os retornos anormais acumulados em torno da data de evento para a carteira A, formada pelo ADR nível 1 e 144A. A variação em torno da data zero é evidente nesse tipo de demonstração. Em contrapartida, como risco e possibilidade de retorno devem caminhar juntos, maior risco pode oferecer maiores chances de ganho.

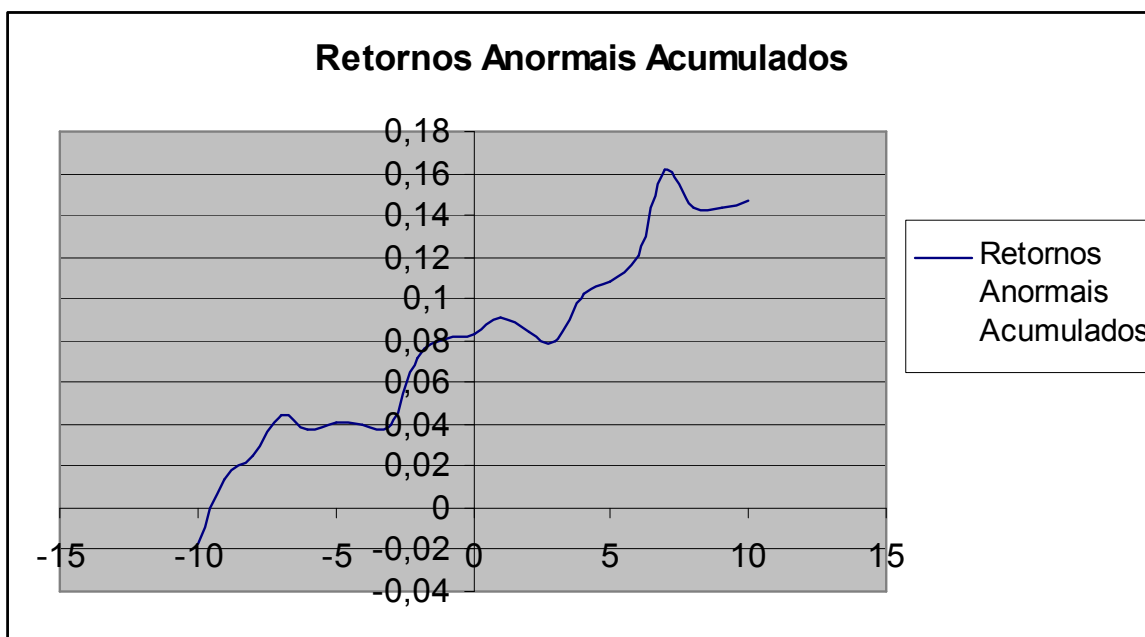


Figura 10 - Retornos Anormais Acumulados da Carteira B, durante o período de listagem dos ADR.

Podemos notar que em ambas as carteiras os retornos tem uma tendência positiva ao longo do período de emissão dos ADR pelas empresas, o que confirma, pelo menos de forma mais “qualitativa”, a hipótese de que o lançamento de ADR é um fato relevante e positivo para a empresa.

4.4 Análise da Autocorrelação das Carteiras

A autocorrelação mede a correlação de uma variável consigo mesma ao longo do tempo. Enquanto a correlação é a ferramenta que mede a dependência que existe entre duas variáveis.

Sabe-se que num mercado de ações eficiente, a autocorrelação entre retornos das ações deve ser próxima a zero, proporcionando um melhor apreçamento (avaliação de preço) das ações.

Tabela 7 - Coeficientes de Autocorrelação da Carteira A.

	64 dias antes do evento	64 dias após o evento
autocorrelação	-0,0611441	0,0236020

Tabela 8 - Coeficientes de Autocorrelação da Carteira B

	64 dias antes do evento	64 dias após o evento
autocorrelação	-0,240634	0,0104691

Os resultados nas tabelas 7 e 8 mostram uma redução, em termos absolutos, da autocorrelação após o evento de lançamento de ADR. Isto acontece para as duas carteiras analisadas. Desta forma, este fato vem comprovar os benefícios do lançamento de ADR na eficiência do mercado de ações destes papéis.

CAPÍTULO V

CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

Este trabalho avaliou o efeito da listagem de ADR por empresas brasileiras e também o impacto da escolha do tipo de programa de ADR para as ações dessas empresas aqui no Brasil. Para isso foram construídos dois portfólios distintos baseados no critério das normas contábeis americanas para diferenciar cada carteira.

Formada as duas carteiras e obedecidos os critérios de seleção para cada uma, foi calculado através de um estudo de evento os retornos nominais, anormais e acumulados e realizados os testes estatísticos apropriados para comparação dos resultados. Os resultados encontrados mediante os testes estatísticos nos permitiram concluir que as carteiras de ações possuem consideráveis diferenças.

Podemos concluir que as duas carteiras desempenharam bem, pois com a emissão do ADR os preços das ações valorizaram, apesar de um aumento significativo de variância, notou-se também uma tendência positiva na elevação dos preços após a listagem dos ADR e uma diminuição da autocorrelação. O aumento da variância nos indica que aumentou o risco da carteira, sendo que a Carteira A teve um aumento de variância maior que a carteira B, podemos concluir que o tipo de ADR foi o responsável pela diferença de variância, pois as empresas da carteira B tiveram que se adequar as normas contábeis americanas.

Os retornos anormais em torno do evento nos permitem verificar a velocidade de ajustamento dos preços com relação às novas informações relevantes. A partir daí podemos concluir que a eficiência informacional dos mercados com a emissão de ADR aumenta. Os retornos anormais acumulados também seguem uma

tendência positiva para as duas carteiras e isso nos permite concluir que na média o comportamento da empresa que emite ADR, gera uma maior visibilidade de seus ativos no país de origem. Além disso, as carteiras apresentaram variâncias diferentes que através do gráfico dos retornos acumulados é possível notar que o ajustamento da carteira A possui bem mais variação que o ajustamento da carteira B.

Conquistado o objetivo deste trabalho, apresentamos a seguir algumas recomendações para possíveis trabalhos futuros, referentes à listagem de ações no exterior, considerando principalmente os ADR:

- Comparar o preço do ADR com a ação da empresa no Brasil.
- Verificar as vantagens de outros mercados de DR com relação ao mercado de ADR.
- Analisar a decisão da empresa de qual tipo de DR emitir.

CAPÍTULO VI

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Maria Bernadete Martins; ARRUDA, Susana Margareth. **Como fazer referências** (Bibliográficas, Eletrônicas e Demais Formas de Documentos). Florianópolis: UFSC, 2003. Disponível em: < <http://www.bu.ufsc.br/home982.html>> Acesso em: 17/10/2004.

BEKAERT, G & URIAS, M. S. ***Is there a free lunch in emerging market equities?*** Journal of Portfolio Management, 1999, spring, pp. 83-95.

BORTOLI FILHO, José Inácio de. **A dupla listagem internacional e seus Impactos no comportamento das ações das Empresas listadas**: análise da introdução dos Adrs brasileiros na bolsa de valores de nova Iorque. Monografia - Faculdade de Economia Administração e Contabilidade Campus Ribeirão Preto - Universidade de São Paulo, 2002.

BROWN, Stephen J.; WARNER, Jerold B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, 8, p. 205-258, 1980.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo de Capital**: Uma Análise das Emissões de ADR Brasileiros no Período 1992-2001. Dissertação (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-31102003-203934/>> . Acesso em: 10 de setembro de 2004.

CARCANHOLO, Marcelo Dias. **Abertura Externa e Liberalização Financeira**: os impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. 2002. Capítulo I. Tese (Doutorado em economia) Universidade Federal do Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.eumed.net/tesis/mdc/cap1.htm>>. Acessado em: 08/06/2004.

COSTA JÚNIOR et al. **O Impacto da Dupla Negociação**: Um Estudo de Eventos de ADR Brasileiros., Revista de Administração, v.33, n.4, p.65-71, outubro/dezembro, 1998.

CURCI, Roberto. ***An Empirical Investigation of Latin American ADRs: Impact on Portfolio Diversification and Spillover Effects between Equity Markets***, In U.S. Southwest Chapter Conference, Houston, Texas 1999, *Proceedings Academic of International Business (AIB)*, pp. 1-7, 1999.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **ADR**. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/arquivos/cenario.pdf>>. Acessado em: 29/10/2004.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **PRODIN**: Programa de Orientação ao Investidor. 2004. Disponível em: <<http://acep.org.br/audit/Apresenta%E7aoFortaleza.ppt>>. Acessado em: 19/05/2004.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 1. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. 648 p.

DOMOWITZ, I.; Glen, J.; Madhavan, A. **Market segmentation and stock prices: evidence from an emerging market**. *Journal of Finance*, vol. 52 (3), p. 1059-1085, 1997.

ECONOMÁTICA: programa. In: APIMEC SUL. **Base de dados para análise de investimentos em ações**. Florianópolis, 2004.

JPMORGAN. **Adr.com**. 2004. Disponível em: <<http://www.adr.com>>. Acessado em 11/08/2004.

JPMORGAN. **The ADR Reference Guide**. 2004. Disponível em: <http://www.adr.com/pdf/ADR_Reference_Guide.pdf>. Acessado em: 18/10/2004.

MATTOS, Ana Maria et al. **Normas para apresentação de trabalhos acadêmicos da Escola de Administração**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2004. 66 f.

MARCON, Rosilene. **O custo de capital próprio das empresas brasileiras: O caso dos American Depositary Receipts (ADR)**. 2002. 152 f.. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2002.

MUSCARELLA, C.J.; VETSUYPENS, M. R. **Stock Splits: Signaling or Liquidity? The Case of ADR 'solo-splits'**. *Journal of Financial Economics*, v.42, p.3-26, 1996.

RODRIGUES, Euchério Lerner. **Segmentação, Fragmentação e Composição de Ordens no Mercado Brasileiro**: Os Efeitos da Listagem de Ações de Empresas Brasileiras no Mercado Norte Americano Através de Recibos de Depósitos de Ações. Dissertação (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1999.

SERRA, Ana Paula. **The valuation impact of dual-listing on international exchanges: the case of emerging markets' stocks**. IFA working paper, 256p, 1997.

SILVA, Edna Lúcia da., MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. Florianópolis: LED, 2001, v.3. p.121.

THE BANK OF NEW YORK. **ADR (American Depositary Receipts): Global Investing & Personal Finance With The Bank of NY**. 2004. Disponível em: <http://www.adrbny.com/>. Acessado em: 10/08/2004.