UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

RETORNOS ANORMAIS VERSUS PERFORMANCES OPERACIONAIS
ANORMAIS DE FIRMAS BRASILEIRAS ENVOLVIDAS EM FUSÕES E
AQUISIÇÕES NO PERÍODO DE 2002 A 2006

Jorge Vieira da Costa Jr.

Orientador: Prof. Dr. Eliseu Martins

SÃO PAULO

2008

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Gilberto Martins
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

JORGE VIEIRA DA COSTA JUNIOR

**RETORNOS ANORMAIS VERSUS PERFORMANCES OPERACIONAIS
ANORMAIS DE FIRMAS BRASILEIRAS ENVOLVIDAS EM FUSÕES E
AQUISIÇÕES NO PERÍODO DE 2002 A 2006**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Eliseu Martins

SÃO PAULO

2008

Tese defendida e aprovada no Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, pela seguinte banca examinadora: Prof. Dr. Eliseu Martins, Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos, Prof. Dr. Luiz Paulo Lopes Favero, Prof. Dr. Natan Szuster, Prof. Dr. Antonio Lopo Martinez

Costa Junior, Jorge Vieira da
Retornos anormais versus performances operacionais
anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições
no período de 2002 a 2006 / Jorge Vieira da Costa Junior. --
São Paulo, 2008.
145 p. .

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2008
Bibliografia

1. Contabilidade financeira 2. Ágio 3. Consolidação e fusão
das empresas I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 657.48

Aos meus pais, D. Angela e “Seu” Jorge (*in memoriam*), que não pouparam recursos e sacrifício para minha educação e de minha irmã. Graças a eles estou aqui hoje.

À minha terna “Da”, pela compreensão, pelo apoio incondicional e pelo amor sem limites.

Aos meus tesouros, “Mari” e “Carol”, meus maiores projetos em vida.

Seria pretensão de minha parte tomar este trabalho como exclusivamente meu. A colaboração de outros profissionais, de forma direta ou indireta, concorreu sem sombra de dúvidas para sua materialização.

Inicialmente registro a minha gratidão à Sra. Elizabeth Machado, Superintendente de Relações com Empresas da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, por possibilitar o meu desenvolvimento profissional. Graças à sua intervenção foi possível a liberação integral de minha jornada de trabalho.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Eliseu Martins, um educador inato, pelas oportunas considerações, pelas críticas sempre pertinentes e pelo elevado espírito acadêmico.

Do mesmo modo devo meus agradecimentos aos professores que aceitaram participar da minha banca e que contribuíram com suas críticas construtivas para melhoria do trabalho.

Sou grato também a todos os professores desta escola, em especial aqueles que me proporcionaram uma oportunidade singular de aprendizado nas disciplinas cursadas, a saber: Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos, Alexsandro Broedel, Eliseu Martins, Luiz Corrar, Luiz Paulo Fávero e Nelson Carvalho do Depart. de Contabilidade e os Prof. Dr. Heron do Carmo e Ricardo Avelino do Depart. de Economia.

Agradeço também à Cris e ao Rodolfo, da secretaria, que sempre com cordialidade me assistiram ao longo do curso em minhas demandas.

Não posso deixar de registrar a oportunidade ímpar de conviver, ao longo de dois anos, com mentes privilegiadas, que tornaram o processo de aprendizado mais profícuo. Aos companheiros de turma, Adolfo Coutinho, Emanuel Lima, Alfredo Sarlo e todos os demais, o meu muito obrigado.

Não poderia deixar de fazer menção, por fim, ao Prof. Ricardo Lopes da FGV-RJ, que me forneceu seguramente 80% dos artigos constantes da bibliografia, ao Sr. Luiz Kaufman e à Sra. Isabel Cunha da ANBID, pelo acesso à base de dados de M&A, assim como ao Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos, pelo acesso à base de dados da “Melhores e Maiores”.

**“A pior injustiça do mundo é tratar
igualmente os desiguais”**

Aristóteles

RESUMO

O propósito desta tese foi investigar as operações de fusões e aquisições – F&A, uma subárea do que se denomina “combinação de negócios”, observadas entre firmas brasileiras no período de 2002 a 2006, em que ao menos uma delas (firma “bidder” ou firma “target”) fosse listada na Bovespa. Não foram amostradas fusões e aquisições celebradas entre firmas sob um mesmo controle, excluindo dessa forma as incorporações reversas. Foram amostrados 101 anúncios (1º Fato Relevante arquivado) envolvendo 104 operações, totalizando R\$ 223,7 bilhões, ou 66,86% do universo que integrou o ranking da ANBID de 2002 a 2006. Duas técnicas foram utilizadas: o estudo de eventos por retornos ao redor dos anúncios e o estudo de eventos amparado por métricas contábeis. Para fins de amostragem, além da base de dados da ANBID, foi utilizada a base da Economática, a base da “Melhores e Maiores” e o sistema IPE da CVM/Bovespa. As evidências empíricas e os testes estatísticos conduziram à conclusão de que o anúncio das operações de fusão e aquisição criou expectativas de maximização de valor para os acionistas das firmas combinadas. Contudo, para os acionistas das firmas “target”, na ocorrência de uma OPA, com a possibilidade da tensão durante o processo de definição do prêmio de controle a ser pago a acionistas não controladores, especialmente se investidores institucionais como fundos de pensão integram o grupo de não controladores, o anúncio das operações de fusão e aquisição foi precificado de modo diferenciado entre ações ordinárias e preferenciais, causando no mercado uma reação similar à hipótese da miopia, um fenômeno peculiar no ambiente brasileiro. A Contabilidade, por seu turno, não corroborou as expectativas médias do mercado no que concerne às possíveis sinergias advindas da combinação de firmas amostradas. Vale dizer que a medição da performance por métricas contábeis não foi influenciada pelo “big bath” tampouco por múltiplas aquisições efetivadas por firmas “bidder”. Os resultados econométricos sugerem a necessidade de se proceder a um teste de “impairment” para averiguar a substância econômica de ágios. Por fim, em se tratando dos efeitos sobre os preços das operações não efetivadas e anunciadas (“unsuccessful takeovers”), as evidências empíricas indicam que o mercado de capitais brasileiro ajusta tempestivamente os papéis das firmas combinadas, em linha com o que prescreve a hipótese do mercado eficiente na sua forma semi-forte.

ABSTRACT

The aim of this thesis was the investigation of Mergers and Acquisitions – M&A, a subset of what is named “business combination”, observed among Brazilian firms from 2002 to 2006, which at least one of them (bidder firm or target firm) was listed in Bovespa. Mergers and Acquisitions – M&A among firms under the same group of control were not sampled, which means that special transactions usually named “incorporações reversas” were not considered in the sample. There have been sampled 101 announcements (1st Fato Relevante filed) involving 104 M&A, totalizing R\$ 223,7 billion, or 66,86% of the universe that took part in ANBID ranking from 2002 to 2006. Two techniques were used: the event studies on returns before and after M&A announcements and the event studies on accounting based measures. For sampling purposes, besides ANBID database, Economática database, “Melhores e Maiores” database and IPE system from CVM/Bovespa were used. The empirical evidences and the statistical tests led to the conclusion that the announcement of M&A transactions raised expectations of value maximization to the shareholders of the firms combined. Nonetheless, for the target firm shareholders, in the occurrence of a tender offer, with the possibility of a tension during the process of defining the control premium to be paid to minorities, specially if institutional investors such as pension funds take part in the minority group, the announcement of M&A transactions was priced differently among common and preferential shares, causing in the market a reaction alike to the myopia hypothesis, a particular phenomena in Brazil. Accounting, it must be pointed out, did not corroborate the average expectations of the market related to synergies associated with the combination of firms sampled. It must be mentioned that the measurement of the performance based on accounting based measures was not influenced by “big bath” neither by multiple acquisitions done by bidder firms. The econometric results suggest the necessity of adopting impairment test to check the economic substance of goodwill. Last, concerning the price effects of the unsuccessful takeover transactions announced, the empirical evidences indicate that the Brazilian stock market timely adjusts the stock prices of the combined firms, which is coherent with the efficient market hypothesis in the semi-strong form.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS.....	2
LISTA DE QUADROS E TABELAS.....	3
LISTA DE GRÁFICOS.....	4
1. INTRODUÇÃO.....	5
1.1. Contextualização do Problema.....	5
1.2. Objetivos da Pesquisa.....	11
1.3. Relevância e Originalidade da Pesquisa.....	20
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	21
2.1. Relação entre Retornos Anormais e Lucros Anormais (“Goodwill”).....	21
2.2. Hipóteses Econômicas que Procuram Explicar as Fusões e Aquisições.....	23
2.2.1. A Arena de Disputa entre Gestores por Ativos Líquidos.....	23
2.2.2. Custos de Agência do Fluxo de Caixa Livre (“Theory of Free Cash Flow”).....	25
2.2.3. A Auto Confiança Exacerbada de Gestores (“Hubris Hypothesis”).....	27
2.2.4. Sinalização pelo Financiamento das F&A (“Good News x Bad News”).....	28
2.2.5. O Jogo do Lucro por Ação (“Earnings Game” ou “Bootstrap”).....	31
2.2.6. A Redistribuição de Riqueza entre os Agentes.....	32
2.2.7. O Poder de Mercado (“Market Power”).....	34
2.3. Ofertas Públicas nas Fusões e Aquisições.....	35
2.4. Papel de “Raiders”.....	39
2.5. As “Proxy Fights”.....	41
3. ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	45
3.1. Natureza da Pesquisa.....	45
3.2. Fontes de Informação.....	46
3.3. O Estudo de Eventos por Retornos ao Redor dos Anúncios.....	48
3.4. O Estudo de Eventos Amparado em Métricas Contábeis.....	55
3.5. Escolhas Operacionais da Pesquisa.....	63
3.6. Limitações da Pesquisa.....	69
4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS.....	71
4.1. Análise Descritiva dos Dados.....	71
4.2. Retornos Anormais Pós-Anúncio.....	77
4.3. Performance Operacional Anormal Pós-Operação.....	88
4.4. Cotejamento entre Retorno Anormal, Performance Anormal e Ágio.....	94
4.5. Comportamento dos Preços de Operações não Efetivadas.....	96
5. CONCLUSÃO.....	99
REFERÊNCIAS.....	102
GLOSSÁRIO.....	111
APÊNDICES.....	112

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

AAR: Average Abnormal Return
ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento
APBO: Accounting Public Board Opinion
AR: Abnormal Return
CAAR: Cumulative Average Abnormal Return
CAR: Cumulative Abnormal Return
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
F&A: Fusões e Aquisições
FASB: Financial Accounting Standards Board
FTC: Federal Trading Commission
IASB: International Accounting Standards Board
IFRS: International Financial Reporting Standards
IPE: Sistema de Informações Periódicas e Eventuais
OPA: Oferta Pública de Aquisição de Ações
SEC: Securities and Exchange Commission

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Modelo de Performance Anormal no Nível de Danielson e Karpoff (2006).....	57
Quadro 2 – Modelo de Performance Anormal por Diferenças de Danielson e Karpoff (2006).....	57
Quadro 3 – Modelo de Performance Anormal por Intercepto de Healy et al (1992).....	59
Quadro 4 – Modelos de Performance Anormal de Barber e Lyon (1996).....	62
Quadro 5 - Janelas de Evento em Pesquisas com Fusões e Aquisições.....	65
Quadro 6 – Firmas “Target” com OPA por alienação de controle.....	83
Quadro 7 – Distribuição de Capital da Firma “Target” n. 39.....	84
Quadro 8 – Distribuição de Capital da Firma “Target” n. 40.....	84
Quadro 9 – Distribuição de Capital da Firma “Target” n. 92.....	84
Quadro 10 – Distribuição de Capital da Firma “Target” n. 75.....	85
Quadro 11 – Distribuição de Capital da Firma “Target” n. 57.....	85
Quadro 12 – Cotejamento CAR, Ebitda Ajustado à Média e Ágio.....	94
Quadro 13 – Cotejamento CAR, Ebitda Ajustado à Mediana e Ágio.....	95
Tabela 1 – Resumo Valor das Operações.....	71
Tabela 2 – Status das Operações.....	72
Tabela 3 – Tipo de Operação por Ano.....	73
Tabela 4 – Tabulação Setorial Firma “Bidder”.....	74
Tabela 5 - Tabulação Setorial Firma “Target”.....	75
Tabela 6 – Tipo de Combinação entre Firmas.....	76
Tabela 7 – Listagem Firmas “Bidder” e “Target”.....	76
Tabela 8 – Estatísticas t e de Sinais para AAR e CAAR de Ações das Firmas “Bidder”.....	79
Tabela 9 – Estatísticas t e de Sinais para AAR e CAAR de Ações das Firmas “Target”.....	81
Tabela 10 – Performance Anormal no Nível.....	89
Tabela 11 – Regressões OLS de Performance Anormal no Intercepto em t+1.....	90
Tabela 12 – Regressões OLS Performance Anormal no Intercepto em t+2.....	92
Tabela 13 – Regressões OLS Performance Anormal no Intercepto em t+1 com filtros rebalanceados.....	93

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Esquema da Técnica do Estudo de Evento.....	49
Gráfico 2 – Tamanhos das Janelas de Estimação e de Evento.....	64
Gráfico 3 – Retornos Anormais Médios das Firms “Bidder”.....	77
Gráfico 4 – Retornos Anormais Acumulados Médios das Firms “Bidder”.....	78
Gráfico 5 – Retornos Anormais Médios das Firms “Target”.....	80
Gráfico 6 – Retornos Anormais Acumulados Médios das Firms “Target”.....	80
Gráfico 7 – Retornos Anormais Médios das Firms “Target” (Operações com OPA).....	82
Gráfico 8 – Retornos Anormais Cumulados Médios das Firms “Target” (Operações com OPA).....	82
Gráfico 9 – Retornos Anormais Médios das Firms “Target” (Operações com OPA e com Investidores Institucionais como minoritários nas firms “Target”).....	86
Gráfico 10 – Retornos Anormais Cumulados Médios das Firms “Target” (Operações com OPA e com Investidores Institucionais como minoritários nas firms “Target”).....	86
Gráfico 11 – Retornos Anormais Médios das Firms “Target” (Operações com OPA e sem Investidores Institucionais como minoritários nas firms “Target”).....	87
Gráfico 12 – Retornos Anormais Cumulados Médios das Firms “Target” (Operações com OPA e sem Investidores Institucionais como minoritários nas firms “Target”).....	88
Gráfico 13 – Comportamento Preços de Firms em Operações não Efetivadas.....	96
Gráfico 14 – Comportamento de Preços de Firms em “Takeover” Hostil não Efetivada.....	97

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização do Problema

As fusões e aquisições entre firmas, também documentadas na literatura como operações de combinação de negócios¹, despertam grande interesse de estudo por parte de acadêmicos, sobretudo pelas vastas cifras movimentadas e controvérsias provocadas.

Ao abrir simpósio sobre “takeovers”, Varian (1988, p. 3) revela que das 100 maiores fusões e aquisições entre firmas nos EUA registradas até o ano de 1984, 65 ocorreram entre 1981 e 1983, sendo que entre 1981 e 1984, no mínimo, observaram-se 45 operações que superaram bilhões de dólares. Ainda sublinha ter sido a década de 80 um período marcado pela inovação financeira no mercado de capitais norte-americano; uma fase histórica caracterizada como “merger mania”.

Para se ter uma idéia dessa dimensão, Jensen (1988, p. 21) revela que o mercado de fusões e aquisições movimentou 180 bilhões de dólares por ano, só em 1985 e 1986, um patamar 47% superior ao recorde de 1984 de 122 bilhões.

É bem verdade que as pesquisas conduzidas possuem por vezes caráter multidisciplinar, uma vez que abarcam questões advindas do campo do direito, da contabilidade e da economia. Um trabalho seminal, que foi o propulsor de estudos empíricos subseqüentes, é o artigo de autoria de Manne (1969), professor da escola de direito da George Washington University.

¹ Uma combinação de negócios, segundo o pronunciamento emitido pelo IASB, IFRS 3, § 4, é a reunião de entidades separadas ou linhas de negócios em torno de uma única entidade que reporte informações financeiras (“reporting entity”). Já o pronunciamento do FASB, SFAS 141, em seu § 9, caracteriza a ocorrência de uma combinação de negócios quando uma entidade adquire ativos líquidos que constituem um negócio ou adquire interesses patrimoniais (“equity interests”) em uma ou em outras entidades e obtém o controle sobre essa entidade ou entidades. O SFAS 141 não trata de transações nas quais o controle é obtido por outros meios que não sejam a aquisição de ativos líquidos ou de interesses patrimoniais (um exemplo disso são as “proxy fights”, disputas por procurações de voto, que numa realidade de controle pulverizado no mercado, podem ensejar a alteração de controle). Nem o IFRS 3 tampouco o SFAS 141 caracterizam a formação de “joint ventures” como sendo uma combinação de negócios. Neste trabalho, as “joint ventures” foram contempladas. Fusões e aquisições, “takeovers”, combinação de negócios, quando não mencionado em contrário, são considerados termos similares neste trabalho, prevalecendo a utilização do primeiro.

Na oportunidade, o acadêmico conclamava pesquisadores a realizarem estudos empíricos com apropriados modelos estatísticos (“devising statistical methods”) que permitissem distinguir, através de evidências persuasivas, fusões e aquisições motivadas pelo “lucro do poder de mercado” (monopólio) daquelas com raízes na busca por melhor eficiência econômica; com fulcro na substituição de gestores de firmas mal administradas.

À frente de seu tempo, Manne já no final dos anos 60 advogava, e defendia dos críticos de então, a existência de um mercado eficiente de controle corporativo², em contraposição à postura pouco flexível de autoridades antitruste e de cortes norte-americanas³ em relação às operações de fusão e aquisição. Manne (1969, p. 120) oferecia ao crivo dos testes empíricos duas hipóteses para estudo das operações, sob o enfoque do “poder de mercado”. H₁: Numa fusão motivada pela eficiência do mercado de controle, o preço das ações da firma adquirente tende a decrescer ao passo que o preço das ações da firma adquirida tende a subir, após o anúncio da operação. H₂: Numa fusão motivada pelo “poder de mercado” (“market power”), o preço das ações das duas firmas, adquirente e adquirida, tende a crescer, após o anúncio da operação.

Curioso registrar que, segundo documenta Mackinlay (1987, p. 14), foi justamente no final da década de 60 que houve grande avanço na parte econométrica da técnica do “estudo de evento”, com os trabalhos de Fama (1969) e de Ball e Brown (1968), que introduziram uma metodologia que essencialmente é a mesma utilizada atualmente. Ainda de acordo com Mackinlay (1987, p. 36), nos anos 60 houve grande escassez de evidências empíricas dos efeitos das fusões e aquisições em termos de riqueza, sendo que após o trabalho de Manne uma quantidade considerável de artigos empíricos voltados às fusões e aquisições foi desenvolvida com o predomínio da técnica do “estudo de evento”.

Importante situar historicamente o contexto das fusões e aquisições entre firmas nos EUA na década de 60. Nesse período, as fusões horizontais (entre firmas de um mesmo setor; entre concorrentes) eram combatidas veementemente pelos órgãos de defesa da concorrência

² The basic proposition advanced in this paper is that the control of corporations may constitute a valuable asset; that this asset exists independent of any interest in either economies of scale or monopoly profits; that an active market for corporate control exists; and that a great many mergers are probably the result of the successful workings of this special market. (MANNE, 1969, p. 112)

³ Vigorava na época a regra do “julgamento - no negócio” (“business – judgment rule”) para permear decisões judiciais envolvendo fusões e aquisições entre firmas, que causava verdadeira aversão de magistrados norte-americanos à idéia de uma segunda opinião acerca do negócio (“second-guess business decision”) ou à remoção de gestores atuais.

(“Federal Trade Commission – FTC” e “Antitrust Division of the US Department of Justice”) e por tribunais norte-americanos. Em plena vigência da “Sherman Act”⁴, considerada por alguns críticos, como Manne, severa demais, fusões horizontais eram praticamente inviáveis.

Uma fase fértil em produção acadêmica na área foi sem dúvida a década de 80. Conforme já salientado, os anos 80 ficaram marcados por intensa atividade em matéria de fusões e aquisições entre firmas norte-americanas, atingindo seu pico histórico nos EUA, com forte concentração entre os anos de 1983 e 1985. Jarrel et al (1988, p. 50) justificam que, dentre os numerosos fatores por trás desse fenômeno, está a atuação mais flexível de órgãos antitruste norte-americanos. As combinações verticais (entre firmas de uma cadeia de produção), e até mesmo as horizontais entre líderes de um mesmo setor (“completely taboo before the 1980s”), já não eram mais defenestradas como no passado. Os órgãos antitruste norte-americanos, na análise dessas operações, passaram a dar um peso maior aos interesses do país em uma realidade de mercados internacionais cada vez mais competitivos.

Jensen (1988, p. 24) corrobora os argumentos de Jarrel et al, ao afirmar que uma variedade de condições políticas e econômicas observadas nos anos 80, inclusive a flexibilização por parte da legislação concorrencial, criou um clima em que maior eficiência econômica implicaria a reestruturação significativa dos ativos corporativos. Aliado a isso, o forte desenvolvimento de novos esquemas de financiamento para as fusões e aquisições (“high-yield non-investment-grade bonds”) serviu também como propulsor.

Um fenômeno observado por Morck et al (1990, p. 34), que estimulou muitos negócios, foi o das “hostile bust up takeovers”, freqüentemente engendradas no ano de 1987, caracterizadas por operações que visavam ao desmantelamento da firma e à liquidação ordenada de seus ativos líquidos.

Como pôde ser verificado do levantamento bibliográfico conduzido, os Economistas Financeiros (do termo cunhado em inglês “Financial Economists”), preponderaram em termos de pesquisa na área. Suas preocupações, bem amplas, variam de trabalhos analíticos,

⁴ Conforme Wikipedia, a Sherman Antitrust Act, datada de 02.07.1890, foi a primeira medida legal norte-americana a limitar a atuação de cartéis e monopólios. Segundo a lei, “every contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce among the several States, or with foreign nations, is declared to be illegal”. Ou ainda: “every person who shall monopolize, or attempt to monopolize, or combine or conspire with any other person or persons, to monopolize any part of the trade or commerce among the several States, or with foreign nations, shall be deemed guilty of a felony [. . .]”

fortemente arraigados na Teoria da Firma, que tentam buscar a motivação econômica para a ocorrência do fenômeno das fusões e aquisições, a trabalhos empíricos que procuram evidenciar, sob a ótica da eficiência econômica, se as operações aumentam a riqueza de acionistas; se a regulamentação econômica (Federal Trading Commission - FTC) ou de mercado de capitais (Securities and Exchange Commission - SEC) causa externalidades negativas; se o papel desempenhado por determinados agentes, como “raiders”, por exemplo, é benéfico ou não; entre outros problemas de pesquisa.

Pesquisadores da área de Contabilidade, dentro de uma abordagem de pesquisa positiva, têm prestado também sua contribuição na investigação do tema, particularmente no que diz respeito a questões associadas à seleção de práticas contábeis sujeitas ao poder discricionário dos gestores das firmas (“Accounting Choice”). Nesse sentido, domina os trabalhos empíricos em Contabilidade na área a técnica multivariada da Regressão Logística, pois permite regredir uma variável categórica dicotomizada (no caso uma prática contábil “benchmark” qualificada como “zero” e uma prática “allowed” qualificada como “um”) contra variáveis intervalares, ordinais ou “dummies” que motivem a escolha de uma prática contábil em detrimento de outra.

Pandit (2005), ao estudar 390 transações de fusões e aquisições, controladas pela forma de financiamento (só foram amostradas operações “stock-for-stock”), no período de 1993-1999, quando vigoravam então os Accounting Public Board Opinion - APBO n. 16 e 17, valeu-se de uma regressão logística para explicar e tentar prever a prevalência do método contábil da comunhão de interesses (“pooling-of-interest method”) em relação ao método da compra (“purchase method”). Das 390 transações, 297 qualificaram-se como “pooling” (método muito mais restritivo) e 93 como “purchase”.

No campo analítico, pesquisadores contábeis do mesmo modo têm oferecido sua contribuição. Sunder (1997), ao teorizar positivamente o fenômeno contábil da escolha de práticas (“Accounting Choice”), argumenta que pontualmente os gestores das firmas são estimulados a procederem verdadeiras “limpezas” na sua Contabilidade (“big bath” ou “housecleaning”).

Objetivamente, elegem um exercício social em particular para constituírem todas as provisões passivas, discricionariamente permitidas, e todas as baixas de ativos (“impairment losses”), igualmente sujeitas ao seu juízo de valor, com vistas a garantirem resultados sociais

subseqüentes com performances mais favoráveis⁵. Salienta o autor que a alteração do time de gestores é uma oportunidade atrativa para a firma proceder à “limpeza” de sua Contabilidade (“big bath” ou “housecleaning”), catalisada pelo sistema de remuneração da alta gerência.

No Brasil, as fusões e aquisições, com as peculiaridades decorrentes de nosso ambiente legal e empresarial (operações eminentemente privadas), são também observadas. Assim como em outros países, podem ser constatados alguns ciclos que delimitam na linha do tempo sua ocorrência. O período de 1991 a 2002, por exemplo, foi marcado preponderantemente pelo processo de privatização de empresas estatais, na vigência do PND – Programa Nacional de Desestatização.

Segundo informações disponíveis publicamente para consulta no site do BNDES⁶, gestor do programa, de 1991 até 31.12.2002, as operações geraram de resultado consolidado para o Poder Público US\$ 39,68 bilhões, decompostos em US\$ 30,48 bilhões em vendas de estatais e US\$ 9,20 bilhões em transferências de dívidas para as empresas privatizadas.

Nesse período é de se salientar um importante aspecto. O Estado, com o propósito de facilitar o processo de alienação do controle de suas firmas e minorar custos impostos a proponentes compradores, acabou por promover uma alteração na Lei Societária extremamente danosa, considerada por alguns juristas doutrinadores na matéria verdadeiro retrocesso. O artigo 254 da Lei 6.404/76, que impunha a Oferta Pública compulsória ao adquirente do controle de uma companhia aberta, foi suprimido com a edição da Lei 9.457/97. A consequência prática de tal medida legal foi a não extensão do prêmio de controle pago ao Estado pelos compradores aos demais acionistas ordinaristas não controladores. Representou um custo a menos a ser imposto aos adquirentes.

Costa Jr. (2002a e 2002b), sob um enfoque normativo de pesquisa, tratou de um fenômeno peculiar que adveio do aludido processo de privatização: as operações de incorporação reversa, que na essência econômica não seriam qualificadas como operações de fusão e aquisição (objetivamente sem alteração no controle ou rearranjo no bloco de controle das firmas). Transações praticadas por firmas sob um mesmo controle, com o propósito

⁵ Assim assevera Sunder (1997, p. 74-75): “Several favorable performance reports could follow a big bath and more than compensate for its initial negative effect.”

⁶ <http://www.bndes.gov.br/privatizacao/resultados/federais/federal.asp>. Consultado em 02/07/2007.

eminentemente tributário. Ditas operações, em uma segunda fase, foram implementadas mais agressivamente com outras nuances. A 2ª geração de incorporações reversas foi cunhada pela imprensa especializada com o termo “Farra do IR” (GOULART, 2005).

Costa Jr. e Martins (2004a, 2004b e 2004c), também numa abordagem normativa de pesquisa, ao tratarem dos reflexos contábeis e societários das incorporações reversas de 2ª geração, salientaram a ocorrência de ágio gerado internamente, cujo registro é vedado pela Contabilidade, e de possível diluição injustificada na participação detida por acionistas não controladores, evento caracterizado como abuso de poder de controle nos termos da Lei 6.404/76, art. 117, § 1º, alínea “b”⁷.

Assim, pode-se afirmar que o Brasil como os EUA, guardadas as devidas proporções, apresenta um mercado ativo de negociação de controle. Contudo, uma relevante consideração deve ser tecida, para efeito comparativo com as transações realizadas no ambiente norte-americano. A realidade das firmas norte-americanas é de controle pulverizado, “free float” significativo de ações com poder de voto e mudança de controle efetivada via mercado. Já no caso das firmas brasileiras, o controle majoritariamente é concentrado, há baixo “free float” de ações com poder de voto e a mudança de controle é efetivada via negociações privadas.

Há que se salientar o movimento meritório que se tem testemunhado ultimamente no mercado de capitais brasileiro: firmas com controle pulverizado; com o controle passível de negociação via mercado. Em reportagem recente⁸, é revelado que 29 firmas brasileiras já têm controle pulverizado, difuso ou disperso, número que tende a crescer estimulado pelas regras de Governança Corporativa da Bovespa.

Não obstante tal aspecto, na formulação das hipóteses do trabalho e no desenvolvimento das questões de pesquisa, as características particulares do ambiente brasileiro, já realçadas - controle majoritariamente concentrado, baixo “free float” de ações com poder de voto e

⁷ A diluição injustificada verificada na participação acionária detida por acionistas não controladores, assim como o eventual desequilíbrio observado numa relação de substituição com suas ações, materializam um conflito de agência entre controladores e não controladores nas fusões e aquisições no Brasil, por vezes presente em reclamações de investidores protocolizadas na CVM. As operações de incorporação reversa, em especial as de 2ª geração, foram efetivadas com o fim de atender interesse exclusivo dos acionistas controladores, qual seja, dar um melhor aproveitamento econômico para os ágios reconhecidos. Daí a razão para terem sido cunhadas por parte da imprensa especializada como “indústria do ágio”; “farra do IR”.

⁸ “Muda a estrutura de controle da SA”. Gazeta Mercantil, 14 fev. 2007.

mudança de controle efetivada via negociações privadas - são consideradas, sobretudo pelo fato de terem sido amostradas firmas preponderantemente com controle concentrado.

1.2. Objetivos da Pesquisa

O propósito desta tese foi investigar, de acordo com as hipóteses e questões de pesquisa discutidas mais à frente, as operações de fusões e aquisições – F&A, uma subárea do que se denomina “combinação de negócios”, observadas entre firmas brasileiras no período de 2002 a 2006, em que ao menos uma delas (firma “bidder” ou firma “target”) fosse listada na Bovespa. Não foram amostradas operações celebradas entre firmas sob um mesmo controle, excluindo dessa forma as incorporações reversas. Nos anos de 2002 a 2006, vale dizer, um novo ciclo de fusões e aquisições no Brasil pode ser delimitado, uma vez que preponderantemente puderam ser constatadas transações realizadas entre entes privados.

Pode-se caracterizá-lo, por assim dizer, como um período marcado pelo processo de concentração de setores econômicos⁹. A essa constatação se chega pela análise das operações amostradas, em sua quase totalidade horizontais (entre firmas de um mesmo setor). Destacaram-se os setores bancário, siderúrgico, de telefonia e de energia elétrica.

É um período considerado também relevante para a pesquisa pelo fato do restabelecimento do dispositivo legal que disciplina as Ofertas Públicas - OPA por alienação de controle. A Lei 10.303/01, com vigência prevista para 28/02/2002, reincorporou a obrigação de OPA por alienação de controle no ordenamento legal das sociedades por ações brasileiras. Restabeleceu o artigo agora denominado 254-A na Lei 6.404/76.

Uma análise superficial das operações amostradas, conforme dados descritivos na seção 4.1 do trabalho, sugere ter sido uma questão de sobrevivência as fusões e aquisições entre as firmas nacionais nesse período; uma imposição de mercado. Parece razoável admitir que para as firmas nacionais competirem em mercados globalizados com seus pares internacionais, no

⁹ Com intervenções frequentes dos órgãos brasileiros de defesa da concorrência. No Brasil, concentrações de grupos econômicos que apresentem riscos para a livre concorrência são apreciadas em conjunto pela Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE (<http://www.fazenda.gov.br/seae/>), vinculada ao Ministério da Fazenda, Secretaria de Direito Econômico - SDE (<http://www.mj.gov.br/sde/>), vinculada ao Ministério da Justiça, e pelo Conselho Administrativo de Direito Econômico – CADE, Autarquia Federal vinculada ao Ministério da Justiça (<http://www.cade.gov.br>).

mínimo em igualdade de condições, imperativo foi ganhar “market share”, aumentar a eficiência e a produtividade de ativos via aquisições e conseqüentemente crescer em valor de mercado, evitando com isso ser alvo de uma tomada de controle¹⁰.

A concentração setorial verificada nas operações que compõem a amostra é uma evidência de tal fato. O iminente risco de instituições bancárias estrangeiras entrarem no mercado brasileiro adquirindo bancos nacionais, de certo modo, impulsionou as aquisições no setor (só para exemplificar, ABN AMRO Bank e Santander chegaram a efetivar operações bem sucedidas). Da mesma forma, o risco de siderúrgicas brasileiras serem alvo de gigantes do setor (Arcelor, Tata Steel e Mittal Steel) serviu como um estímulo às aquisições de siderúrgicas menores por parte de firmas de maior porte e até à participação em “auctions” no exterior, com vistas a ganhar projeção internacional¹¹.

A hipótese do crescimento via aquisições (“buying growth”) é tratada por Morck et al (1990, p. 33). Segundo os autores, os gestores (no caso do Brasil os controladores) maximizam crescimento a fim de criar oportunidades atrativas para seus pares insiders (gestores de 2º e 3º escalões) e assegurar a sobrevivência da firma.

Admitindo que essa tenha sido a principal motivação a permear as decisões tomadas por gestores de algumas das firmas amostradas – aumento de porte e conquista de mercado – um pouco de ceticismo e senso crítico conduziriam ao seguinte questionamento: Seria possível

¹⁰ Em reportagem do VE, de 27.06.2006, p. B6, intitulada “Para a Usiminas, consolidação do setor é irreversível”, os seguintes excertos são obtidos: “...a criação da Arcelor-Mittal forçará siderúrgicas de todo o mundo a analisar suas estratégias”; “...o Brasil abriga noivas cobiçadas dentro da siderurgia mundial, apesar do suposto desinteresse dos acionistas em se desfazerem de seus ativos”; “o Brasil tem condições de criar um grupo siderúrgico nacional de grande porte para enfrentar essa tendência de consolidação”.

¹¹ Assim consta no Relatório de Administração da CSN, elaborado para o exercício social encerrado em 31.12.2006: “A CSN ganhou grande visibilidade mundial ao disputar importantes ativos na Europa e nos EUA em 2006. As ofertas pela siderúrgica anglo-holandesa Corus e pela americana Wheeling-Pittsburgh foram novos e importantes passos rumo à internacionalização das operações, buscando a aquisição de empresas que apresentem alta complementaridade e propiciem ganhos relevantes em sinergia. **No processo de consolidação no setor de siderurgia**, a CSN vem investindo para assumir papel de destaque no cenário de mudanças. A proposta à Corus, feita quando a empresa já se encontrava em adiantadas negociações para unir-se à indiana Tata Steel, surpreendeu o mercado siderúrgico de todo o mundo. O negócio acabou decidido em leilão, atingindo a cifra de US\$ 13 bilhões. Ao final, a proposta dos indianos, de 608 pences por ação, superou a de 603 pences apresentada pela CSN. Já a oferta pela Wheeling-Pittsburgh, embora superior à do concorrente, foi rejeitada pelo Conselho da empresa americana, dividido por questões internas. A participação em disputas por ativos tão estratégicos, entretanto, mostrou que a CSN reúne condições para se tornar um dos players do setor e que apresenta sólida capacidade de mobilização para alavancar expressivos recursos em curto espaço de tempo. A CSN vai continuar comprometida com a sua estratégia de internacionalização, **buscando oportunidades de investimento e de ganhos de escala**, a fim de tornar-se ainda mais competitiva, globalmente.” (grifado pelo autor)

que para algumas operações os preços praticados excedessem as sinergias esperadas? Admitindo o conflito de agência entre controladores e não controladores no Brasil, a razão econômica a suportar uma decisão como esta – praticar um preço acima de sinergias esperadas; reconhecer contabilmente ágio em um montante acima de sua real substância econômica¹² – derivaria do interesse do acionista controlador em preservar o seu poder e ingerência sobre a sua firma (elidindo o risco de uma “takeover”).

É bom deixar bem claro que com essa proposição não se pretende levantar a tese do abuso do poder de controle¹³. Decisivamente não é esse o caso. Seria irracional, do ponto de vista econômico, admitir que o acionista controlador estivesse disposto a desviar recursos, sob o seu controle, para terceiros independentes (100% das operações amostradas enquadram-se no princípio do “arm’s length”), sem uma contrapartida. Tal situação seria hipoteticamente admissível caso as fusões e aquisições se efetivassem entre firmas sob um mesmo controle, com a ocorrência de expressivos lucros não realizados.

Duas são outras hipóteses tratadas pela literatura às quais se pode recorrer para suportar a proposição anterior:

(a) os controladores dessas firmas (aqui indiscriminadamente considerados gestores) teriam uma autoconfiança exacerbada, a “hubris hypothesis” de Roll (1986), aspecto que explicaria o otimismo excessivo nos negócios praticados ou

(b) intransigentes à idéia de devolverem aos acionistas não controladores o fluxo de caixa livre da firma, os controladores alocariam todos esses recursos (inclusive a parte de sobrepreço sem substância econômica) às operações, dentro da concepção apresentada por Jensen (1986)¹⁴.

¹² Em reportagem de 14.09.2007 do VE online, intitulada “Nova regra obriga atualização de valor de ativos no balanço”, que trata da aprovação da CPC 01, que disciplinou a regra do “impairment loss” no Brasil, os seguintes excertos são obtidos: “É o fim do ágio, sentencia Nelson Carvalho, presidente do IASB”; “Carvalho acredita que também no Brasil as companhias de telefonia estarão entre as mais afetadas pela regra, junto com as empresas petroquímicas.”

¹³ O artigo 117 da Lei 6.404/76, em seu § 1º, enumera algumas modalidades de exercício abusivo do poder de controle.

¹⁴ Em reportagem publicada no VE, de 23, 24 e 25.05.2003, p. B2, intitulada “Fusões e Aquisições em cheque”, é divulgada pesquisa qualitativa e quantitativa realizada pela Fundação Dom Cabral com 26 grandes empresas. Os seguintes excertos são obtidos: “embora as operações sejam pautadas pela racionalidade, é perceptível a influência de fatores psicológicos relacionados à necessidade de prestígio e ao fascínio que o jogo de poder exerce sobre o top management. Isto confirma que quanto mais os dirigentes se identificam com uma aquisição,

Uma outra ressalva a ser feita, para garantia da coerência lógica dos argumentos expostos, é a de que não se advoga a ineficiência do mercado de capitais brasileiro, até porque há exaustivos estudos empíricos que refutam tal idéia. Eventualmente, é possível que ditas operações tenham gerado retornos anormais positivos após o seu anúncio, mas não pela incapacidade de o mercado enxergar a “parte de sobrepreço sem substância econômica”, e sim pelo conjunto de informações públicas disponíveis na oportunidade, das mais variadas fontes. A assimetria de informações entre controladores e o mercado permite àqueles uma posição privilegiada – são insiders natos – inclusive no que tange ao excesso de otimismo contido em seus modelos preditivos¹⁵.

Nunca é demais lembrar que o conceito de eficiência de mercado está intimamente associado ao conjunto de informações publicamente disponíveis. Assim argumenta Jensen (1978, p. 96):

Um mercado é eficiente com relação ao conjunto de informações θ_t se é impossível auferir lucros econômicos mediante negociações com base nesse conjunto de informações θ_t .¹⁶ (tradução livre. Por lucros econômicos devem ser entendidos aqueles ajustados à taxa de risco do ativo, líquidos de todos os custos envolvidos)

Nesse sentido, parece razoável admitir, dentro de uma visão cética e crítica comum aos pesquisadores, que os preços praticados em alguns negócios, por vezes, tenham excedido sinergias esperadas; tenham superado os fluxos marginais de caixa esperados, evidenciando a necessidade de baixas parciais ou integrais de ágios contabilizados. A essa conclusão, a depender do conjunto de informações publicamente disponíveis, só é possível ao mercado chegar ex post a concretização das operações¹⁷, o que é perfeitamente compatível com a idéia de eficiência do mercado de capitais brasileiro na sua forma semi-forte.

menor a probabilidade de aceitarem análises que possam levar a uma revisão da decisão de compra.”; “grande parte dos depoimentos de pessoas que estiveram envolvidas em processos de F&A revela o medo, o sofrimento, a sensação de menos valia, caracterizando o sentimento que toma conta das empresas adquiridas. Em contrapartida, grande parte dos executivos de empresas adquirentes ressalta o orgulho em participar de empresas ‘vencedoras’, mas demonstra receio pessoal em relação à perda de posição e poder.”

¹⁵ Mais uma vez salienta-se que não se questiona a lisura das operações efetivadas. Definitivamente não se pretende defender essa idéia. A questão central é: as informações divulgadas através dos anúncios podem ter um contorno excessivamente otimista. Talvez um aprimoramento em termos de regulação (ampliação do rol mínimo de informações a serem prestadas nos anúncios) aperfeiçoe o sistema de comunicação com o mercado.

¹⁶ A market is efficient with respect to information set θ_t if it is impossible to make economic profits by trading on the basis of information set θ_t .

¹⁷ O problema de “timeliness” do resultado contábil foi abordado por Lopes (2001, p. 91-92), que atentou para o fato de os preços serem afetados por informações mais atualizadas do que o resultado contábil. E é bom lembrar que as informações são providas por muitas outras fontes além da própria firma. Desse modo, as informações privadas acerca das reais sinergias da operação serão fornecidas a posteriori pela Contabilidade.

Métricas contábeis de performance “pro forma” ex ante a operação, confrontadas com as mesmas métricas ex post, após serem ajustadas pela performance de todo o setor no qual a firma está inserida, podem ser um indicativo de “parte de sobrepreço sem substância econômica”.

Do mesmo modo, o aperfeiçoamento das práticas contábeis brasileiras – uma regra para “impairment loss” de ágios, por exemplo - pode servir ao propósito de quebrar eventuais assimetrias informacionais, na revelação de “parte de sobrepreço sem substância econômica”, reduzindo-se assim custos de agência¹⁸. A essa conclusão, admitindo a existência de assimetria informacional entre controladores e mercado, reitera-se só é possível ao mercado chegar a posteriori.

Dessa forma, a proposição apresentada ganha força na medida em que se observa uma certa precariedade e falta de uniformidade no “disclosure” das informações prestadas acerca das operações amostradas, quer seja sob a forma de Fato Relevante, notas explicativas anexas às demonstrações contábeis, formulário IAN ou Relatório de Administração.

Por exemplo, algumas companhias não apresentam em formulário IAN, em seção específica, as demonstrações contábeis de companhias fechadas adquiridas, fato que prejudica a avaliação de performance da combinação. Outras companhias, por seu turno, não informam no Fato Relevante o preço praticado na operação tampouco a forma pela qual será financiada (caixa, dívida, ações ou por uma composição destes).

Por incrível que possa parecer, ágio reconhecido, seu fundamento econômico, e expectativas de realização, informações que são de cunho mandatório em nota explicativa anexa às demonstrações contábeis, conforme requerido pela Instrução CVM n. 247/96, em seu artigo 20, não são prestadas por algumas companhias. Regulação e “enforcement” são possíveis medidas a minorar o quadro apresentado.

¹⁸ Sob uma perspectiva de eficiência informacional, a prática contábil deve ser adotada visando à redução dos custos contratuais da firma. Para tanto, deve ser sempre definida ex ante um evento, de tal sorte a limitar o poder discricionário do gestor, que em situações oportunistas, escolhe uma prática contábil ex post um evento com o propósito de maximizar a sua função utilidade. Derivam deste último enfoque as hipóteses do “bonus plan”, “debt/equity ratio”, “political costs” (WATTS e ZIMMERMAN, 1986, p. 200-222)

Nesse particular, regulação e “enforcement”, algumas observações devem ser feitas, quais sejam:

(1) a Instrução CVM n. 319/99, que regula as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhias abertas, em seu art. 2º, § 1º, não requer, no rol de informações mínimas a serem prestadas nos anúncios, a divulgação de métricas contábeis de performance operacional “pro forma” ex ante a operação¹⁹;

(2) em 100 % dos anúncios apreciados (Fatos Relevantes) ditas informações não foram prestadas espontaneamente, muito embora uma firma tenha divulgado-as em Relatório de Administração, para uma de suas operações praticadas;

(3) muito embora a Instrução CVM n. 319/99, em seu art. 8º, requeira a análise periódica da recuperação do ágio, qualquer que tenha sido o seu fundamento econômico (mais valia de ativos imobilizados tangíveis, intangível advindo de direito de concessão ou intangível advindo de lucros incrementais futuros), deve-se salientar que no período amostrado das operações, de 2002 a 2006, não havia uma regra contábil específica, que operacionalizasse a forma pela qual deveriam ser conduzidos testes de recuperação, procedimentos a serem dispensados e evidências a serem coligidas²⁰.

Aliado a tal fato estaria o problema central na formação do profissional contábil brasileiro (quer exerça a função de preparação de demonstrações contábeis, quer exerça a função de auditoria destas), ou em último caso, uma certa resistência dogmática de sua parte em lidar com questões que demandem exercer um juízo de valor (o contador é religiosamente doutrinado nos bancos escolares a seguir a regra da objetividade²¹).

Uma outra proposição que poderia ser submetida ao crivo das evidências empíricas e dos testes estatísticos diz respeito ao efeito proporcionado nos preços das firmas-alvo (“target

¹⁹ É bem verdade que o mercado pode fazer um esforço e construir referidas métricas com as “proxies” apropriadas, conforme feito neste trabalho, desde que disponha de informações mínimas para tal. Vale dizer que a grande restrição imposta para o estudo de evento baseado em métricas contábeis – “event study on accounting based measures” – conduzido neste trabalho foi a ausência de determinadas informações relevantes.

²⁰ O Comitê de Pronunciamento Contábeis – CPC, inspirado no IAS 36, editou neste final de ano de 2007, com o endosso da CVM, o CPC 01, regra contábil que disciplina a forma pela qual devem ser conduzidos os testes de recuperação de ativos (“impairment loss test”).

²¹ Iudícibus (1998, p. 7), ilustre pensador brasileiro de Contabilidade, já defende há algum tempo a idéia do “subjetivismo responsável”.

companies”), após o anúncio das operações, cujo controle tenha sido alienado. Dada a já salientada peculiaridade do ambiente brasileiro (transações de mudança de controle ocorrendo privadamente) e com o restabelecimento das OPA’s por alienação de controle, procedimento extensivo, única e exclusivamente, a acionistas não controladores detentores de ações ordinárias²², valendo-se mais uma vez de ceticismo e senso crítico, novo questionamento é apresentado:

Haveria uma miopia de curto prazo por parte do mercado de capitais brasileiro nessas circunstâncias, materializado nos retornos anormais observados, sobretudo quando os acionistas ordinaristas não controladores fossem majoritariamente representados por fundos de pensão?²³

Ao tratar da miopia de mercado (“Market Myopia”), Jensen (1988, p. 25-28) enfatiza que recentes versões para essa hipótese consideram o volume crescente de participação acionária nas mãos de investidores institucionais e as cobranças a que estão sujeitos por gerar altos retornos numa base trimestral (“quarter-to-quarter basis”). A pressão exercida por investidores institucionais tem contribuído para o incremento das fusões e aquisições, porque, nas palavras de Jensen, investidores institucionais não são acionistas leais²⁴.

Fazendo uma leitura muito particular dessa hipótese, considerando a realidade do mercado de capitais brasileiro no tocante a operações de mudança de controle, é possível que nos anúncios de fusões e aquisições que gerem OPA por alienação de controle os retornos anormais de ações ordinárias das firmas-alvo sejam superiores ao das preferenciais, ou ainda que as ações preferenciais pós-anúncio gerem retornos anormais negativos²⁵. A adesão à oferta pública

²² Muito embora a Lei 6.404/76, em seu artigo 254A, imponha a OPA por alienação de controle aos titulares de ações com direito de voto (nesse caso alcançaria titulares de ações preferenciais com direito de voto restrito ou transitório), a CVM, na regulamentação do dispositivo legal, restringiu-a aos titulares de ações com pleno e permanente direito de voto, nos termos da Instrução CVM n. 361/2002, artigo 29. Assim, na prática, as OPA’s por alienação de controle só alcançam ações ordinárias.

²³ É público e notório a tensão que surge em uma OPA por alienação de controle. No ano de 2007, investidores institucionais de um lado – Previ, Dynamo, BNDESPAR, Centrus e fundos estrangeiros - e controladores da Mittal-Arcelor Steel do outro travaram uma batalha na CVM pela definição de preço a ser ofertado, que começou com R\$33,00, foi para R\$49,75 e foi definido, com intervenção do Órgão Regulador, após muita discussão, e ameaças de contendas judiciais de ambas as partes, em R\$53,89.

²⁴ The institutional pressures are said to lead to increased takeovers of firms (because institutions are not loyal shareholders) and to decreased research and development expenditures. (JENSEN, 1988, p. 26)

²⁵ Em reportagem do VE, de 20.03.2007, p. D2, intitulada “Ipiranga reforça o peso do tag along”, os seguintes excertos são obtidos: “As ações ordinárias (ON, com direito a voto) das três empresas do Grupo Ipiranga tiveram valorizações de cair o queixo. O papel da Ipiranga Petróleo subiu 69,81%, o da Ipiranga Distribuidora, 67,40% e o da Ipiranga Refinaria, 20,40%. Na ponta oposta estão as PNs da três companhias, que tiveram quedas

implica embolsar o prêmio de controle e sair do negócio, desprezando com isso as perspectivas de sinergias advindas da operação. Ou seja, privilegia-se o retorno no curto prazo em detrimento da perspectiva de maximizar riqueza no longo prazo.

Qiu, apud Pandit (2005, p. 48), alerta que entre os investidores institucionais há diferenças de comportamento. Os fundos de pensão, em regra, possuem uma posição mais ativa no monitoramento dos atos praticados pelos gestores das firmas, ao passo que os fundos mútuos apresentam uma postura passiva, exercendo muito mais um papel fiduciário residual.

Feitas essas considerações acerca dos objetivos do trabalho, cabe propor uma primeira hipótese para investigação.

H₁: Nas fusões e aquisições praticadas por firmas brasileiras com registro na Bovespa, no período de 2002 a 2006, com negociação de controle, parte dos retornos anormais registrados pelas firmas “bidder”, quando do anúncio das operações, tem origem em sobrepreço cuja substância econômica não é corroborada pela Contabilidade.

Essa hipótese tem por implicação a investigação de duas questões indissociáveis: a existência de retornos anormais pós-anúncio e a natureza destes (expectativas positivas ou negativas) e a existência de performances operacionais anormais ex post as operações e a natureza destas (caixa anormal positivo ou negativo).

Obviamente, nos testes estatísticos e modelos econométricos a serem trabalhados, há que se considerar se os novos controladores, e por consequência os novos gestores, promoveram um “big bath” na Contabilidade da firma-alvo, uma vez efetivada a operação. Referido levantamento qualitativo serve ao propósito da medição de performance anormal da combinação, evitando possíveis ruídos nas métricas computadas.

Argumenta-se que aqueles gestores (controladores) que tiverem promovido um “big bath” na Contabilidade de suas firmas, pós-combinação, não precisariam envidar um esforço muito

consideráveis, em um dia que o Ibovespa subiu 2,30%, fechando em 43.712 pontos. As PNs da Ipiranga Petróleo caíram 5,33%, a maior baixa do Ibovespa. As PNs da Ipiranga Refinaria caíram 9,16% e as da Ipiranga Distribuidora, 4,62%.”; “Depois que os investidores perceberam o benefício do ‘tag along’, passaram a abrir mão da liquidez maior das preferenciais, só para estar ao lado do controlador, nas ordinárias.”; “...os investidores foram aprendendo na pele a importância do tag along. Primeiro, com a Ambev, que foi a primeira grande operação de troca do controle depois que a nova Lei das SA trouxe de volta o tag along e 80% para as ONs.”

grande para que estas apresentassem performances anormais positivas em exercício sociais subsequentes, ao passo que os demais gestores, de firmas sem “big bath”, seriam compelidos pelas circunstâncias a se esforçarem ao máximo para bater as firmas concorrentes do seu setor, e com isso provarem para o mercado sua superioridade em relação aos antigos administradores. Essa é uma premissa *ad hoc*. Assim, surgem as seguintes questões de pesquisa:

1. As operações no período estudado, quando anunciadas, criaram expectativas de maximização de riqueza dos acionistas das firmas envolvidas? (“target” e “bidders”).
2. As operações não concretizadas (“unsuccessful takeovers”) foram “reprecificadas”. Em suma, os preços retomaram os patamares anteriores ao anúncio?
3. Em se tratando da medição de performance operacional pós-combinação, esta foi influenciada pelas escolhas contábeis da nova administração (fenômeno positivista do “big bath”)? E no caso de múltiplas fusões e aquisições (a mesma firma envolvida em mais de uma operação), influenciaram a medição de performance operacional pós-combinação?
4. A performance operacional pós-combinação serviu de evidência corroborativa às expectativas do mercado? Houve, nesse caso concreto, evidências indicativas de “impairment” de ágios registrados?

Uma outra hipótese a ser trabalhada, não mutuamente excludente, tem relação com as OPA’s por alienação de controle.

H₂: Nas fusões e aquisições praticadas por firmas brasileiras com registro na Bovespa, no período de 2002 a 2006, em que tenha sido registrada OPA por alienação de controle, há um comportamento míope do mercado com relação às ações das firmas “target”. Decorre daí mais uma questão de pesquisa:

5. Ações com direitos diferenciados (“tag along”) das firmas “target”, na ocorrência de OPA por alienação de controle, sofreram impactos diferenciados nos seus preços quando do anúncio? Houve efeito miopia do mercado nessas operações?

Objetivamente, a pesquisa visa a explorar o elo existente entre as expectativas externadas pelo mercado, em decorrência das operações anunciadas, e o papel que possui a Contabilidade na validação dessas expectativas. Tem como propósito também averiguar os reflexos das OPA's por alienação de controle nos preços das firmas-alvo, pois compõem parte dos retornos pós-anúncio.

1.3. Relevância e Originalidade da Pesquisa

A realização desta pesquisa é justificada por algumas razões de natureza acadêmica e prática. Mapear as fusões e aquisições no período delimitado ajuda a compreender como se processou o fenômeno no Brasil, já sob a influência de agentes privados. Teorias desenvolvidas para explicar o fenômeno em outros ambientes podem ser colocadas à prova, com as peculiaridades de nosso ambiente. Nesse particular, é bom ressaltar que na revisão de literatura no Brasil não foi identificado trabalho nos moldes planejados. Entre outras fontes de informação, foram compulsados os ANAIS dos Congressos ENANPAD e USP de Controladoria e Contabilidade²⁶.

Em termos de originalidade, pré-condição para uma tese de Doutorado, pode-se considerar o trabalho pioneiro, visto que, em última análise, o ágio no Brasil está sendo investigado empiricamente, mediante o confronto de retornos anormais e performances anormais de firmas combinadas. Não se tem conhecimento de um trabalho dessa natureza no Brasil.

Uma outra justificativa não menos importante advém de possíveis contribuições em termos normativos, em que pese a abordagem de pesquisa aplicada ao trabalho ser a positiva. Se por um lado a qualidade das informações disponibilizadas pode obstar a coleta de evidências empíricas específicas assim como a consecução de estudos econométricos e/ou testes estatísticos próprios, por outro pode desencadear um processo crítico que reúna propostas de melhoria na regulação da matéria.

²⁶ Revela destacar trabalho desenvolvido por Bueno, Braga e Almeida (ENANPAD, 2000), cujo propósito foi investigar possível "insider trading" nas operações de fusões e aquisições. Viegas (2006), em Tese de Doutorado defendida no Departamento de Economia da FEA USP, tratou de aspectos relacionados ao poder de mercado da indústria de bebidas e alimentos no Brasil; objetivamente se as fusões e aquisições no setor afetaram os preços ao consumidor.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Relação entre Retornos Anormais e Lucros Anormais (“Goodwill”)

Uma das grandes questões que se apresenta quando se estuda o comportamento dos preços, ou dos retornos das ações, *vis-à-vis* a informação contábil disponibilizada publicamente é a de que existe entre ambos uma relação biunívoca. Os preços, ou os retornos das ações, carregam alguma informação sobre resultados contábeis que serão divulgados a posteriori, assim como estes últimos, após serem disseminados, conduzem a ajustes nos preços.

Em trabalho considerado seminal, um divisor de águas na pesquisa em Contabilidade, Ball e Brown (1965) investigaram o conteúdo informacional da Contabilidade. Assim se manifestam os autores em determinada passagem do artigo:

Entretanto, grande parte da informação contida nos lucros é antecipada pelo mercado antes mesmo que as demonstrações financeiras sejam publicadas. Em verdade, a antecipação é tão acurada que o resultado atual observado não parece influenciar qualquer variação não usual no índice de Performance Anormal nos meses de anúncio²⁷. (BALL e BROWN, 1965, p. 170) (tradução livre)

Lopes (2001, p. 88-89) obteve junto a outros trabalhos, como em Beaver, Clarke e Wright, em Brown e Kenelly, em May, e em Kiger evidências empíricas para o fato de retornos anormais prenunciarem lucros anormais. Assim, é de se esperar que lucros anormais sejam antecipados pelo mercado via retornos anormais observados nos preços, admitindo sempre como premissa a eficiência do mercado em sua forma semi-forte. Mas o que seriam esses lucros anormais?

Ao se dedicar ao estudo de problemas contábeis associados à mensuração do Ativo Intangível, e por consequência do “goodwill”, Martins (1972, 60-61) apresentou 3 concepções, até então encontradas na literatura normativa, para caracterização conceitual deste último: (i) a que considera-o como sendo resultante de “super lucros” trazidos a valor presente; (ii) a que considera-o como sendo resultante de uma subavaliação de ativos; (iii) a que considera-o como sendo produto de uma “master valuation account”.

²⁷ However, most of the information contained in reported is anticipated by the market before the annual report is released. In fact, anticipation is so accurate that the actual income numbers does not appear to cause any unusual jumps in the Abnormal Performance Index in the announcement month.

Sem se ater a cada uma dessas concepções em detalhes, em síntese, ditas abordagens de conceituação do “goodwill” buscam explicações para seu surgimento em problemas ligados a questões de mensuração contábil: valor de entrada x valor de saída, restrição ao uso do custo de oportunidade pela Contabilidade, óbices ao reconhecimento de lucros não realizados. É bom registrar que o autor fez menção ao que a literatura da época cunhou com a expressão “super lucros”, que nada mais são do que lucros anormais pagos quando da negociação da firma.

Costa Jr. e Martins (2006 e 2007), sob uma abordagem normativa, estudaram 4 formas diferentes de se reconhecer contabilmente o “goodwill” adquirido. A depender do propósito para o qual se presta a informação, o valor do “goodwill” adquirido pode variar. Contudo um aspecto é constante: representa um ativo que remanesce após serem feitas todas as alocações do preço pago pela firma a ativos e passivos identificados.

Em um dos clássicos da literatura normativa, Edwards e Bell (1961), professores de Economia, respectivamente da Rice University e Haverford College, descortinam muito o véu que encobre definições conceituais, por vezes abstratas, para o “goodwill”. Por meio de exemplos numéricos e de uma aritmética bem simples evidenciam sê-lo nada mais do que um valor subjetivo gerado pela firma, conforme a destinação e o arranjo a serem dados aos seus ativos (nesse caso implicitamente é considerada também a qualidade dos gestores, pois são os que tomam as decisões na firma).

Advogam os autores que à medida que esse valor subjetivo vai sendo gerado e retido pela firma, e o mercado percebe tal fato, suas expectativas (do mercado) mudam e são refletidas no novo valor indicado para a firma. Desse modo, o “goodwill” objetivo (validado pelo mercado) surge da diferença entre o valor de mercado da firma como um todo e o valor de mercado dos seus ativos líquidos individualmente. O “goodwill” subjetivo (gerado internamente) decorre do excesso de valor subjetivo dos ativos individualmente (seu valor econômico, segundo premissas e expectativas da administração da firma) sobre o seu valor de mercado. Quando o “goodwill” objetivo excede o “goodwill” subjetivo, há incentivos econômicos para uma alteração no controle da firma. (EDWARDS e BELL, 1961, p. 37-38).

Objetivamente, o goodwill, quer seja objetivo ou subjetivo, nada mais representa do que lucros anormais futuros esperados, respectivamente conforme as expectativas dos gestores ou

do mercado. Foi nessa linha de raciocínio que Ohlson (1995) estabeleceu formalmente a relação entre o valor de mercado da firma e o “goodwill” esperado (lucros anormais) em modelo econométrico sofisticado, o qual foi justificado matematicamente e corroborado por diversos estudos empíricos²⁸.

Nesse sentido, no anúncio de operações de fusão e aquisição, as expectativas do mercado refletidas em retornos anormais estarão atreladas a lucros anormais esperados, vez que se fundamentarão na perspectiva de realização econômica do “goodwill” reconhecido pela firma e divulgado. Contudo, é bom lembrar que há assimetrias, o que implica que essas expectativas do mercado diferirão das expectativas dos gestores, que sempre disporão de informações privadas acerca da operação.

2.2. Hipóteses Econômicas que Procuram Explicar as Fusões e Aquisições

2.2.1. A Arena de Disputa entre Gestores por Ativos Líquidos

Jensen e Ruback (1983, p. 6), dentro de uma concepção contratual da firma, encaram analiticamente as fusões e aquisições como sendo uma arena onde times alternativos de gestores competem entre si pelos direitos de administrarem os recursos disponíveis no mercado. Segundo essa ótica, o mercado de controle corporativo é o principal componente do mercado de serviços prestados por gestores (“managerial labor market”).

De acordo com os autores, é uma diferente forma de enxergar o fenômeno, que foge da tradicional visão de que os provedores de capital e os acionistas ativistas, atuando individualmente ou em conjunto, tomam o controle das firmas e substituem seus gestores visando a uma melhor eficiência na utilização dos recursos disponíveis. Pelo modelo analítico da “disputa entre gestores”, os acionistas exercem um papel passivo; arbitradores e especialistas em fusões e aquisições atuam como intermediários no “leilão” por times de gestores competitivos, facilitando a efetivação das operações.

²⁸ No Brasil, Lopes (2001) comprovou a relevância da informação contábil para companhias listadas na Bovespa utilizando o modelo de Ohlson. Para maiores detalhes sobre o modelo recomenda-se uma leitura de seu trabalho.

É por assim dizer um dos instrumentos da boa governança corporativa - GC²⁹, na medida em que permite que gestores de firmas que estejam porventura performando abaixo do esperado por seus acionistas e pelo mercado sejam substituídos por gestores mais competentes, promovendo com isso maior eficiência econômica na alocação dos recursos escassos e retomando mais rapidamente a rota de maximização de valor da firma.

A performance dos gestores aquém das expectativas será denunciada sistematicamente pelo mercado via preços, a cada divulgação de relatórios corporativos. Este é o sinal de que a firma está na iminência de ser alvo de uma “takeover”, quer seja hostil ou amistosa, a depender da postura de seus gestores e dos incentivos econômicos de que disponham³⁰.

Evidências coligidas em trabalhos realizados por autores como Asquith, Malatesta, Langetieg, Ellert e Mandelker, apud Jensen e Ruback (1983, p. 25), revelam que as firmas “target” em geral experimentam uma performance anormal negativa em período que aproximadamente antecede 5 meses a operação de fusão e aquisição.

Jensen e Ruback (1983, p. 25) assim se manifestam quanto a essa constatação:

Esta performance abaixo da esperada é consistente com a hipótese de que gestores ineficientes de firmas alvo são responsáveis pela performance dessas firmas ficar tão aquém das expectativas, muito embora não existam evidências atuais que apontem uma ligação entre esses retornos negativos pré-fusão e aquisição com ineficiência.³¹ (tradução livre)

Em princípio, não deveria haver restrição às operações de “takeover”, vez que se prestam a servir como um instrumento de correção de ineficiências. No calor das discussões em torno das fusões e aquisições, nos EUA, em uma fase de pico dessas operações - os anos 80 - muitos grupos de interesse, por intermédio de seus representantes políticos, chegaram a propor projetos de lei limitando a ocorrência das operações.

²⁹ Dentro do sistema de GC, o mercado de controle das firmas é tido como um instrumento de controle externo; após passar pelo crivo dos controles internos da firma, a medição da performance dos gestores deve ser submetida ao escrutínio do mercado. “The takeover process penalizes incompetent or self-serving managers whose actions have lowered the market price of their corporation’s stock” (JENSEN, 1984, p. 112)

³⁰ Um dos dispositivos utilizados para minorar custos de agência na eventualidade de uma “takeover” são as cláusulas “golden parachutes”, que prevêm uma indenização justa para os gestores da firma na ocorrência do evento. Desse modo, poderão exercer o mandato de que dispõem no melhor interesse dos acionistas no curso das negociações. “Não parece fazer sentido contratar um corretor para vender sua casa e penalizá-lo caso seja bem sucedido”. (JENSEN, 1988, p. 40)

³¹ This below normal performance is consistent with hypothesis that inefficient target management caused target firms to perform badly, but there is currently no evidence that directly links these negative pre-merger returns to inefficiency.

Rebatendo muitas das críticas de então, as quais qualificou como folclore, Jensen (1984), com evidências empíricas e argumentação dentro de uma lógica econômica, ressaltou que quando indivíduos, sindicatos, executivos, comunidades e seus representantes políticos fazem lobby para limitar ou proibir as “takeovers” acabam por impedir a melhoria na qualidade de vida da nação; restringem avanços no campo tecnológico e comprometem a posição do país em termos de competitividade internacional (JENSEN, 1984, p. 114).

2.2.2. Custos de Agência do Fluxo de Caixa Livre (“Theory of Free Cash Flow”)

Alternativamente, o fenômeno das fusões e aquisições pode ser explicado como resultante de um conflito de agência entre o agente (gestores) e o principal (acionistas); como um custo advindo do fluxo de caixa livre da firma.

Jensen (1988, p. 28) argumenta que o pagamento de fluxo de caixa livre da firma para os acionistas reduz os recursos sob o controle dos gestores, o que implica a diminuição de seu poder e a sua sujeição a um monitoramento do mercado em rodadas subseqüentes de capital (maior restrição na angariação de novos recursos).

O sistema de incentivos econômicos, a depender da forma pela qual está desenhado, pode aumentar os custos contratuais nesse sentido. Murphy, apud Jensen (2001, p. 323), comprova empiricamente que as mudanças no sistema de compensações de gestores estão positivamente correlacionadas com o crescimento das vendas da firma.

Assim, a tendência de as firmas premiarem gestores de segundo escalão através de promoções, ao invés de conferirem a eles bônus por performance, cria um forte viés organizacional com foco na maximização do crescimento (e não do valor). Possibilita-se com essa medida o surgimento de “novas posições” na firma a servir ao sistema remuneração baseado na promoção (BAKER, apud JENSEN, 2001, p. 323).

Ao propor instrumentos para mitigar esse custo contratual, e com isso obter maior eficiência econômica, Jensen (1988, p. 29) sugere a utilização dos títulos de dívida, dentro de uma estrutura ótima de capital. A obrigação de periodicamente ter que distribuir juros aos detentores dos títulos de dívida e a ameaça do custo de falência tornam os gestores mais

eficientes no uso dos recursos da firma. A vantagem dos títulos de dívida sobre uma política de distribuição de dividendos reside no seu caráter compulsório; não há poder discricionário conferido aos gestores como no caso dos dividendos³².

Entretanto, salienta Jensen (1988, p. 30-31), esse tipo de controle nem sempre terá efeitos positivos. Firms em plena expansão, com inúmeras oportunidades em projetos de investimento com VPL positivo ao seu custo de capital, não apresentarão fluxo de caixa livre, sendo no caso este custo contratual inexistente. A medida terá eficácia naquelas firmas geradoras de volume substancial de “aluguéis econômicos” (“economic rents”)³³, sem perspectivas de crescimento e porventura com a obrigação de diminuir de tamanho (“organizations that must shrink”).

Para corroborar sua hipótese, Jensen (2001, p. 326) apresenta exemplos em que foi observada a destruição de valor das firmas. No caso da indústria do petróleo, na final da década de 70 e início da década de 80, a resistência de seus gestores à idéia de reduzirem de tamanho (havia na oportunidade excesso de capacidade) com vistas a obterem uma maior eficiência econômica, acabou por promover a perda de riqueza de seus acionistas. Estudos de McConnell e Muscarella, apud Jensen (2001, p. 327), revelaram que cada anúncio de aumento dos investimentos em Exploração e Desenvolvimento de novas reservas (E&D), no período de 1975 a 1981, estava associado a retornos anormais negativos nas ações das firmas petrolíferas.

Jensen (2001, p. 328) enumera outros exemplos de indústrias com altos volumes de fluxo de caixa livre. As firmas fabricantes de cigarros se deparam com demanda declinante por seus produtos, vendo-se envolvidas em muitas aquisições. Alimentação é outro setor que, aparentemente, gera desperdício de recursos dadas as baixas oportunidades de crescimento, assim como a indústria que explora a atividade extrativa florestal. O setor de mídia televisiva (“broadcasting”) é um potencial gerador de “aluguéis econômicos”, vez que a regulação do setor limita oportunidades de crescimento (número de licenças possuído por uma única entidade), o que faz com que o fluxo de caixa livre da firma seja consumido em ineficiências organizacionais.

³² Por esse prisma, no Brasil, a obrigatoriedade legal de se distribuir dividendos, nos termos do artigo 202 da Lei 6.404/76, uma previsão mandatória criticada por muitos, pode servir ao propósito de mitigar custos de agência advindos de fluxo de caixa livre.

³³ Conforme explicação de Jensen (2001, p. 323), os “economic rents” são os retornos obtidos em excesso, ao custo de oportunidade, dos recursos alocados na atividade. Os “quasi rents” são esses retornos obtidos no curto prazo.

2.2.3. A Auto Confiança Exacerbada de Gestores (“Hubris Hypothesis”)

Gestores de firmas “bidder”, tomados por uma auto confiança exacerbada, ou soberba, podem levar a efeito operações de fusão e aquisição que destroem o valor da firma. Essa é a hipótese trabalhada por Roll (1986).

Segundo o autor, na média, o gestor de uma firma “bidder” tem poucas oportunidades de formular ofertas públicas pelo controle de firmas “target”. Se estiver envolvido em um “leilão pelo controle” de uma firma “target” (qualificado pela literatura como “auction”), ele tentará se convencer de que a avaliação do mercado acerca das sinergias da combinação está equivocada, e de que possui premissas mais realistas e prováveis – sua posição enquanto “insider” o coloca em vantagem. Nesse particular, a hipótese da auto confiança exacerbada é consistente com a HME na sua forma semi-forte. (ROLL, 1986, p. 200)

A existência de assimetrias informacionais, e a possibilidade de o mercado fazer determinadas leituras de medidas implementadas pelos gestores (“sinais emitidos”), na visão de Roll (1986, p. 201-202), concorrem para o surgimento de duas hipóteses a explicar o comportamento de preços: (1) a participação em uma “auction” pode sinalizar de modo positivo para o mercado a existência de fluxos de caixa realizados que superam os estimados; (2) a desistência de uma “auction” pode sinalizar negativamente para o mercado as limitadas sinergias esperadas com a combinação das firmas ou a restrição creditícia da firma “bidder”. Contudo, não se pode esquecer de que há custos de agência associados.

Em trabalho voltado a investigar o porquê de as firmas “bidder”, por vezes, apresentarem retornos anormais negativos em torno dos anúncios da operação de fusão e aquisição, Morck et al (1990) encontram evidências que indicam que sistematicamente as firmas “bidder” pagam além do esperado em termos de sinergia com a combinação.

Na opinião dos autores existem duas razões para explicar esse fenômeno. A hipótese da auto confiança exacerbada apresentada por Roll (1986) e o fato de os gestores colocarem seus interesses pessoais acima dos da firma, posto que maximizam o crescimento da firma e não o seu valor. Os gestores pagarão além do preço justo pelas firmas que lhes proporcionarem altos benefícios privados (MORCK et al, 1990, p. 32-33).

Hietala et al (2003), em estudo analítico, propõem um esquema de classificação voltado a identificar situações nas quais haveria possibilidade de se decompor os retornos anormais da firma “bidder” observados em torno dos anúncios. Em síntese, os retornos podem ter origem em sinergias da combinação, sobrepagamento sem substância econômica (“overpayment”) e efeitos informacionais.

Aplicando o modelo a um caso concreto – a contenda envolvendo QVC e Viacom pela disputa do controle da Paramount – os autores chegaram à conclusão de que a Viacom, firma que obteve êxito na disputa, pagou um sobrepreço de mais de 2 bilhões de dólares pelo controle da Paramount. O resultado do seu trabalho, na opinião dos autores, colide com os problemas clássicos de agência e de incentivos econômicos, uma vez que o principal executivo da Viacom, Sumner Stone, detinha mais de 75% dos direitos políticos e econômicos da Viacom (HIETALA et al, 2003, p. 27).

Duas são as hipóteses a explicar as consequências econômicas da operação. A confiança exacerbada do gestor da Paramount ou a obtenção para si de uma quantidade substancial de benefícios privados com a operação, aspecto que impulsiona o desenvolvimento de pesquisas voltadas a buscar explicações comportamentais para o fenômeno (HIETALA et al, 2003, p. 28).

2.2.4. Sinalização pelo Financiamento das F&A (“Good News x Bad News”)

No campo das finanças corporativas, muitas pesquisas têm sido desenvolvidas com foco na investigação das motivações por trás das decisões de financiamento e investimento dos gestores; o porquê de serem utilizados, em algumas situações, capitais de terceiros e em outras capitais próprios; o porquê de se investir em determinados projetos e noutros não.

Em trabalho analítico, e utilizando modelagem com base na teoria dos jogos, Myers e Majluf (1984) exploram as possibilidades decisórias com que se deparam os gestores da firma. Sob determinadas circunstâncias, os gestores podem deixar de angariar recursos via emissão de ações e desse modo abandonar oportunidades de investimento que aumentem o valor da firma, caso não disponham de recursos financeiros ociosos (“financial slack”).

O modelo está amparado na teoria da firma e na hipótese de mercado eficiente na sua forma semi-forte. Para sua construção são formuladas três proposições: (1) os gestores agem no interesse de todos os acionistas, ignorando qualquer conflito de interesses entre antigos e novos acionistas; (2) os gestores agem no interesse dos antigos acionistas e assumem que eles possuem uma atitude passiva; (3) os gestores agem no interesse dos antigos acionistas, porém assumem que estes promoverão alterações racionais na composição de seus portfólios (“rationally rebalance”) à medida que tomem conhecimento das ações implementadas pelos gestores.

Em linhas gerais, os autores trabalham com a idéia do sinal que pode ser emitido para o mercado com a distribuição de novas ações. Gestores, de um modo geral, não gostam de ser forçados a angariar recursos via novas emissões de ações, quando a firma está subavaliada pelo mercado. Por outro lado, advogam Myers e Majluf (1984, p. 195), os gestores da firma podem tirar vantagem do mercado quando a firma está superavaliada. Assim, recursos financeiros ociosos (“financial slack”) possuem valor, pois evitam que gestores emitam sinais negativos para o mercado (angariação de recursos via emissão de ações) sem que tenham necessariamente que abrir mão de uma boa oportunidade de investimento.

Aplicando o modelo teórico para o caso específico das fusões e aquisições, a decisão do gestor de liquidar uma operação dessa natureza com ações (“stock-for-stock”) sempre carregará uma informação negativa; sinalizará uma superavaliação das ações da firma “bidder” pelo mercado.

A literatura documenta empiricamente alguns trabalhos que evidenciam haver uma penalização por parte do mercado nas ações da firma “bidder”, quando a liquidação da operação ocorre por intermédio de suas ações. Asquith, Bruner e Mullins, apud Morck et al (1990, p. 31), sugerem que os retornos anormais negativos das ações das firmas “bidder” são uma consequência da forma de financiamento das operações via ações, evento que sinaliza para o mercado informações adversas sobre a firma “bidder”.

Jensen e Ruback (1983, p. 26-27), ao abordarem a questão do financiamento das operações de fusão e aquisição, expressam o entendimento de que participantes de mercado astutos interpretarão uma “cash offer” como sendo “good news” acerca do valor da firma “bidder” e incorporarão essa informação nos preços. Dentro de uma lógica, o inverso deve ser esperado:

uma “stock-for-stock offer” será interpretada como sendo “bad news” acerca do valor da firma “bidder”.

Ao investigarem os efeitos das operações de fusão e aquisição nas ações da firma “target”, controlando os efeitos da forma de financiamento (“cash”, “securities”, “combination”) e da modalidade da operação (“non-conglomerate”, “pure conglomerate”, “all conglomerate”), Wansley et al (1983) revelam que os prêmios pagos nas operações liquidadas com caixa são superiores aos prêmios daquelas liquidadas com ações.

A explicação apresentada para tal fato encontra possivelmente amparo em questões de ordem tributária. Os ganhos auferidos com a venda de ações liquidadas em dinheiro, nos EUA, são tributados no ano-calendário de sua ocorrência, ao passo que os ganhos auferidos com operações liquidadas com ações podem ser diferidos para fins de tributação. Assim, os acionistas das firmas “target”, como meio de compensar essa antecipação de tributo, exigirão um prêmio maior para as “cash acquisitions”. (WANSLEY et al, 1983, p. 19-20)

A motivação encontrada para os gestores das firmas “bidder” optarem por pagar prêmios maiores, priorizando as “cash acquisitions” em detrimento das “stock-for-stock acquisitions”, reside em aspectos de regulação de mercado. Uma oferta de compra de ações da firma “target” com ações da firma “bidder” – no Brasil caracterizada como oferta de permuta de valores mobiliários, nos termos do art. 257, § 1º da Lei 6.404/76 – tem que necessariamente ser submetida ao registro prévio na SEC – The United States Securities and Exchange Commission.

Esse processo pode consumir por vezes alguns meses, ao passo que uma oferta em dinheiro não consome mais do que semanas³⁴. Tal aspecto é decisivo se está em curso uma oferta de aquisição hostil, uma vez que o que proponente adquirente menos deseja é dar tempo para que a administração da firma alvo estruture a sua defesa. (WANSLEY et al, 1983, p. 20)

³⁴ Com o advento da William’s Act de 1968, que disciplinou o período mínimo que os acionistas das firmas “target” devem ter para apreciar uma oferta de aquisição (“tender offer”), foi fixado um prazo de 10 dias úteis. Hoje se situa na faixa de 20 dias úteis, podendo variar conforme a legislação específica na matéria de determinados estados norte-americanos.

2.2.5. O Jogo do Lucro por Ação (“Earnings Game” ou “Bootstrap”)

Ao discorrerem sobre as fusões e aquisições, Brealey e Myers (1998, p. 921-922) abordam o problema da ilusão financeira que pode servir como um motivador para a ocorrência das operações, expediente freqüente nos anos 60. Dito problema é também documentado pela literatura como “jogo do lucro por ação” (“earnings game”) ou “subida artificial” (“bootstrap”).

Suas causas são derivadas do conflito de agência presente no interesse que o gestor tem em manter seu poder e cargo na firma. Objetivamente, o jogo do lucro por ação ocorre sempre que a operação é financiada com ações da adquirente e esta adquire uma firma com poucas perspectivas de crescimento (índice preço lucro baixo).

As ações da adquirente têm que ser precificadas acima das da firma alvo, de tal sorte que na relação de substituição seja emitida a menor quantidade possível de ações da adquirente. O resultado é que o lucro por ação aumenta após a operação, vez que o numerador considera 100% da integridade dos dois lucros e um acréscimo não muito substancial das ações emitidas pela firma adquirente³⁵.

O reconhecimento do jogo do lucro por ação implica a aceitação da hipótese de miopia de curto prazo do mercado, segundo a qual as firmas que alocam seus recursos para investimentos em longo prazo (despesas com pesquisa e desenvolvimento, por exemplo) são penalizadas, ao passo que aquelas firmas que são geridas com foco nos resultados de curto prazo são melhor avaliadas. Jarrel et al (1988, p. 55) informam que esta hipótese é construída sob a alegação de que particularmente os investidores institucionais estão preocupados exclusivamente com esses retornos de curto prazo.

Stein (1988, p. 61-62), ao tratar analiticamente do problema, levanta algumas questões importantes para reflexão. A existência do mercado de negociação de controle, e a constante ameaça de ser alvo por um rebaixamento no preço de suas ações, justificaria em parte o

³⁵ É bem verdade que esta situação era possível, quando vigorava nos EUA o APBO n. 17. Uma das práticas contábeis aceitas para fusões e aquisições nessa oportunidade era a da comunhão de interesses (“pooling of interest method”) que evitava que os resultados fossem reduzidos com depreciação e amortização extras advindas da alocação de ágio pago na operação. Outra importante característica do método é a de que, independentemente, do momento em que seja efetivada a operação, se no início, meio ou fim do exercício social, são consolidados 100% dos resultados das firmas combinadas.

porquê de os gestores das firmas atuarem fortemente focados no curto prazo. Entretanto, a hipótese da miopia de curto prazo não parece ser consistente com a idéia de que alguns acionistas agem racionalmente.

Em síntese, a idéia central do modelo de Stein (1988) é que firmas que conseguem erigir barreiras para se defenderem de aquisições hostis tornam-se aptas a aumentarem investimentos lucrativos de longo prazo, como por exemplo a alocação de gastos com pesquisa e desenvolvimento.

Jarrel et al (1988, p. 55) revelam que não há evidências em estudos empíricos que suportem a hipótese da miopia de curto prazo, o que é plenamente coerente com a já exaustivamente testada Hipótese do Mercado Eficiente - HME. À luz de informações publicamente disseminadas, os investidores saberão diferenciar adequadamente, via preços, aquelas firmas que maximizam valor daquelas que destroem-no.

Por outro lado, Jensen (1988, p. 26) adverte que há alguma evidência formal da miopia de curto prazo (“there is little formal evidence on the myopic managers issue”). Pondera o autor que sua crença na ocorrência do fenômeno reside no sistema de remuneração de gestores, por vezes adotado. O fato de, em alguns casos, os gestores possuírem uma quantidade residual das ações da firma e serem compensados economicamente pela performance nos lucros da firma, ao invés de serem-no pelo seu esforço em aumentar o valor da firma, estimula sua atuação míope.

2.2.6. A Redistribuição de Riqueza entre os Agentes

Muitos críticos das operações de fusões e aquisições, sem qualquer evidência empírica, tampouco razão econômica para tal, defendem com forte viés a tese de que as operações de fusões e aquisições não geram qualquer valor para a economia como um todo, sendo as vastas cifras registradas pelas firmas combinadas uma redistribuição de riqueza de alguns agentes envolvidos. É o que a literatura documenta como sendo a hipótese da redistribuição de riqueza.

Jensen (1984, p. 113), de modo muito persuasivo em sua argumentação, sustenta que não há redistribuição de riqueza dos acionistas das firmas “bidder” para os acionistas das firmas “target”, tampouco consumo dessa riqueza, vez que os recursos destinados para efetivação da operação podem ser ainda alocados em atividades produtivas e de investimento. Os únicos recursos consumidos são aqueles destinados ao pagamento de honorários dos profissionais que intermedeiam as operações (“underwriters”, advogados, contadores), mas mesmo assim percentualmente representam pouco do volume movimentado. Assim, o incremento de riqueza dos acionistas tem origem em aumento de produtividade e eficiência econômica.

Também é jocosa a idéia de que as linhas de crédito utilizadas para financiamento das operações acabam por deslocar recursos que seriam destinados a investimentos produtivos (“siphon credit from the financial system and crowd out legitimate borrowing for productive investment”), e que portanto gerariam riqueza, para uma atividade que supostamente serviria aos interesses dos bancos de investimento.

Os recursos, na visão de Jensen, continuam disponíveis para serem alocados na aquisição de novos equipamentos e na construção de novas fábricas. O total de depósitos bancários permanece inalterado, posto que os recursos recebidos em pagamento pela operação serão depositados nas contas dos acionistas da firma “target”. Caso os acionistas da firma “target” tomem a decisão de utilizar parte desses recursos para consumo ou investimento ainda sim os mesmos serão alocados à atividade produtiva. Decisivamente não há distribuição de riqueza tampouco desperdício de recursos.

Jarrel et al (1988, p. 56) revelam que há evidências empíricas que rejeitam a hipótese da redistribuição de riqueza, particularmente no que concerne a idéia de que detentores de títulos de dívida perdem riqueza em favor de titulares de ações; objetivamente, rejeita-se a idéia de que o valor de mercado dos títulos daqueles declina ao passo que o valor de mercado dos títulos destes últimos aumenta com as operações. Dennis e McConnell, ao analisarem 312 operações, entre 1962 e 1980, e Lehn e Poulsen, com uma amostra de 108 operações, entre 1980 e 1984, apud Jarrel et al (1988, p. 57), não corroboraram a hipótese da redistribuição para detentores de títulos de dívida.

Não é aplicável também a proposição de que os prêmios obtidos por acionistas de firmas “target” são originados de reduções salariais e de benefícios laborais de empregados. Shleifer

e Summers, apud Jarrel et al (1988, p. 57), contrapõem a existência do fenômeno através de um entendimento coerentemente articulado no sentido de que sua ocorrência tornaria socialmente ineficiente, por completo, os “contratos implícitos de longo prazo” firmados entre os empregados e os gestores (os contratos da firma não escritos).

Empiricamente, Brown e Medoff, apud Jarrel et al (1988, p. 57), refutam a hipótese da redistribuição em perdas laborais, ao trabalharem com estatísticas do Estado de Michigan sobre mercado de trabalho e salários. Os salários e oportunidades de emprego das firmas envolvidas em fusões e aquisições no estado aumentaram após as operações.

2.2.7. O Poder de Mercado (“Market Power”)

Em resposta às medidas por vezes adotadas por órgãos da defesa da concorrência nos EUA, em particular nas combinações horizontais, os acadêmicos começaram a se interessar em estudar os efeitos das fusões e aquisições sobre os mercados de produtos e serviços.

Manne (1965, p. 119), conforme já abordado neste trabalho, foi o primeiro a questionar os efeitos das fusões e aquisições sobre os consumidores; se estas de fato concorreriam para uma concentração de poder de mercado com reflexos nos preços praticados.

Jensen e Ruback (1983, p. 24) orientam no sentido de que a hipótese do poder de mercado tem por implicação o aumento dos preços dos produtos e serviços, beneficiando generalizadamente todas as firmas integrantes do setor das firmas combinadas. Os preços altos praticados pelas firmas combinadas facultam do mesmo modo que concorrentes adotem política similar. Assim, no anúncio de uma combinação entre concorrentes, todas as firmas do setor devem apresentar retornos anormais positivos.

Stillman, apud Jensen e Ruback (1983, p. 24), ao analisar 11 fusões horizontais envolvendo firmas de setores não regulados, que foram objeto de contestação por força da Section 7, do Clayton Act³⁶, decorrente de processos instaurados por iniciativa de firmas rivais, não obteve

³⁶ Conforme Wikipedia, o Clayton Act, de 15.10.1914, foi aprovado nos EUA como meio de remediar uma série de deficiências contidas na Sherman Act, 1ª lei norte-americana anti truste. O Clayton Act promoveu modificações substantivas e procedimentais na legislação federal que disciplina as práticas concorrenciais.

qualquer evidência estatisticamente significativa nos retornos anormais das firmas rivais em 9 das operações amostradas. Das 2 operações remanescentes, uma apresentou resultados ambíguos e a outra retornos anormais positivos.

Eckbo, apud Jensen e Ruback (1983, p. 24), adotou uma metodologia diferente. Calculou os retornos anormais em torno dos anúncios das operações e em torno da divulgação das contestações anti truste. Sua amostra foi composta de 126 fusões horizontais contestadas para as quais conseguiu identificar 15 firmas rivais. Conseguiu também identificar firmas rivais para 65 fusões horizontais não contestadas e 58 fusões verticais na mesma situação.

Os resultados de Eckbo revelaram que as firmas rivais apresentaram retornos anormais positivos em torno dos anúncios das operações de fusão. Rivais de fusões não contestadas apresentaram 1.1% de retorno anormal ($t=1.20$) e rivais das contestadas 2.45% ($t=3.02$), numa janela de eventos de -20 dias a +10 dias do anúncio. Em uma outra janela de eventos de -20 dias a +10 dias da contestação, as firmas rivais de 55 operações contestadas apresentaram retornos anormais positivos não estatisticamente significativos, o que não é condizente com a hipótese de poder de mercado. Por esta hipótese deveriam apresentar retornos anormais negativos significativos após registrada a contestação.

2.3. Ofertas Públicas nas Fusões e Aquisições

Um importante desdobramento das operações de fusão e aquisição diz respeito às ofertas públicas (“tender offers”) por vezes observadas na disputa pelo controle das firmas. É bom salientar que nesse assunto a regulação brasileira é diferente da norte-americana, vez que a realidade das firmas nacionais é majoritariamente a do controle concentrado, ao passo que firmas norte-americanas possuem o seu controle negociado no mercado.

Assim, nos EUA, as ofertas públicas são direcionadas a mercado. Não se identifica previamente o vendedor do controle, tampouco grupo de investidores que agindo em conjunto exerçam esse papel. As alterações no controle das firmas norte-americanas são efetivadas publicamente.

Até meados da década de 60, as ofertas públicas em dinheiro (“cash tender offers”) eram abusivamente praticadas, vez que até então não havia uma disciplina normativa que garantisse aos investidores e aos gestores das firmas “target” um prazo mínimo para discutirem a proposta e avaliarem-na antes de tomarem uma decisão³⁷.

Com o advento da Williams Act, que passou a vigorar a partir de 1968, e promoveu emendas na Securities Act de 1934, seções 13(d) e 14(d), as ofertas públicas passaram a estar sujeitas a um período mínimo de 10 dias úteis para apreciação pelos interessados³⁸. Uma outra novidade foi o arquivamento obrigatório na SEC de informações relativas a toda e qualquer aquisição de ações acima de 5% do total em circulação por parte de pessoas físicas ou jurídicas, dentro de 10 dias do evento, contendo uma declaração na qual, segundo Jensen (1988, p. 44), venha a ser identificado o adquirente, a quantidade de ações adquiridas e o propósito do adquirente com a aquisição.³⁹

A regulação das ofertas públicas nos EUA, na visão de Economistas, produziu externalidades negativas. O expediente do prazo mínimo – regra 13(d) - encareceu as operações, vez que deu maior poder de barganha aos gestores de firmas “target”, facultando-os a buscar ofertas concorrentes e a forçar com esse procedimento o “leilão” (“auction”).

Smiley, apud Jensen e Ruback (1983, p. 28), identificou um aumento de 13% nos retornos anormais positivos das firmas “target”, após a Williams Act de 68. Jarrel e Bradley, apud Jensen e Ruback (1983, p. 28), obtiveram evidências de que os retornos anormais positivos das firmas “target” aumentaram com o advento da lei, ao passo que o retorno anormal negativo das firmas “bidder” reduziu. Asquith, Bruner e Mullins, apud Jensen e Ruback (1983, p. 28), chegaram a resultados similares.

Jensen (1988, p. 44-45) é bem radical no que diz respeito a Williams Act, defendendo a sua extinção. Segundo o autor, o arquivamento das informações requeridas na regra 13(d) sinaliza para o mercado a iminência de uma tomada de controle o que faz com que essa informação

³⁷ Easterbrook e Fischel (1982, p. 5) fazem menção à “Saturday Night Special”, manobra engendrada com frequência nos anos 60, em que ofertas públicas pelo controle das firmas eram inesperadamente anunciadas nos fins de semana. Downes e Goodman (1993, p. 464) qualificam-na como oferta insidiosa (“creeping tender”). A Williams Act tornou dito expediente ilegal.

³⁸ Atualmente o prazo é de 20 dias úteis para aceitação da oferta e, uma vez aceita, os investidores dispõem de até 15 dias úteis para mudarem de idéia, conforme informado por Downes e Goodman (1993, p. 464).

³⁹ Holderness e Sheehan ressaltam que aquisições subsequentes, no patamar de 2% de qualquer valor mobiliário da firma em circulação, devem ser informadas com o arquivamento da declaração na SEC.

seja precificada. Isso encarece o preço da oferta, pois grande parte do lucro da firma “bidder” estaria justamente na diferença entre o preço praticado antes do arquivamento do formulário 13(d) e o preço do papel após a transferência do controle da firma.

Se os benefícios da combinação das firmas for todo carreado para acionistas das firmas “target”, adverte Jensen (1988, p. 45), corre-se o risco de se inviabilizarem as operações, caso os benefícios residuais retidos pela firma “bidder” sejam suplantados por todos os custos envolvidos. Acionistas e sociedade perdem quando isto acontece, visto que as consequências positivas do rearranjo de ativos, e os ganhos com eficiência econômica associados, não serão observados (JENSEN, 1988, p. 45).

No caso brasileiro, há uma gama bem abrangente de operações que requerem o registro compulsório de uma oferta pública na CVM – OPA. Nos termos do artigo 4º, § 4º da Lei 6.404/76, o cancelamento de registro de companhia aberta será precedido de uma OPA que abranja a totalidade das ações em circulação da firma, formulada por acionista controlador ou sociedade que controle, direta ou indiretamente.

Há também previsão legal de uma OPA compulsória (artigo 4º, § 6º da Lei 6.404/76) nos casos em que o acionista controlador ou sociedade que controle, direta ou indiretamente, adquira ações de uma classe e espécie em circulação no mercado, em um montante tal que impeça a liquidez das remanescentes. Na disciplina do dispositivo, a Instrução CVM n. 361/2002, em seu artigo 26, fixou o limite de 1/3 das ações em circulação de classe e espécie adquirida pelo controlador como gatilho da OPA pelo seu aumento de participação⁴⁰.

Quando da alienação de controle da firma – operação privada entre ex-controlador e novo controlador – é requerido, sob condição suspensiva ou resolutiva, nos termos do artigo 254-A da Lei 6.404/76, que seja feito o registro de OPA na CVM, extensiva a titulares de ações com poder de voto, que lhes garanta, no mínimo, 80% do preço pago por ação do ex-controlador (“tag along”)⁴¹. Na regulamentação do dispositivo legal, a Instrução CVM n. 361/2002, em

⁴⁰ Esse foi o instrumento que a CVM encontrou para pôr fim a uma prática não muito salutar de um passado recente do mercado de capitais brasileiro: o fechamento “branco” de capital, expediente adotado pelo controlador com vistas a reduzir liquidez dos papéis da firma para posteriormente formular OPA de cancelamento de registro da firma por um preço vil.

⁴¹ Alternativamente, o adquirente do controle pode ofertar aos acionistas, nos termos do §4º do art. 254-A da LSA, um prêmio para permanecerem na firma, equivalente à diferença entre o preço pago por ação do controlador e o seu valor de mercado. Outro aspecto relativo ao “tag along” é o de que, voluntariamente, as

seu artigo 29, restringiu a OPA por alienação de controle aos titulares de ações com pleno e permanente direito de voto.

Outras modalidades de OPA podem ser observadas, compulsórias nos moldes já tratados, ou voluntárias, cujo registro na CVM é dispensado. A OPA por aquisição de controle – operação em que a transferência de controle se dá publicamente, nos moldes norte-americanos – está prevista no artigo 257 da Lei 6.404/76. Contará sempre com a intermediação de uma instituição financeira e seu registro na CVM só será obrigatório quando envolver liquidação através da permuta de valores mobiliários (“stock-for-stock”). OPA concorrente a outra de mesma natureza, terá tratamento similar.

Assim, as operações de combinação entre firmas no mercado brasileiro podem ter como desdobramento o registro de uma OPA ex post (nos EUA as ofertas são sempre ex ante). Eventualmente, pode ser registrada na CVM uma OPA que simultaneamente abarque duas modalidades - alienação de controle e cancelamento de registro, por exemplo – situação em que será caracterizada a figura da OPA unificada. Algumas das operações relacionadas no Apêndice 1 resultaram em OPA unificada, outras em modalidades individuais.

Um fenômeno que tem sido observado no Brasil, desde o restabelecimento da OPA por alienação de controle, a partir de 2002, com a Lei 10.303/2001, é a precificação do prêmio de “tag along” nas ações listadas⁴².

Silva e Subrahmanyam (2007), ao conduzirem um estudo voltado à análise dos elementos determinantes para os “spreads” observados entre preços de ações com direito de voto e ações sem direito de voto, num contexto de “tag along”, obtiveram resultados interessantes. Em resumo, relatam que o prêmio de controle (“tag along”) em firmas controladas pelo governo é

firmas podem estatutariamente aumentar o percentual legal de 80% e até mesmo estendê-lo – o instituto - para ações preferenciais. Exemplos não faltam de firmas que concedem 100% de “tag along” inclusive a preferencialistas.

⁴² Em reportagem do VE, de 26.03.2007, p. D2, intitulada “A governança faz a diferença no pregão”, os seguintes excertos são obtidos: “Depois de operações em que os minoritários detentores de ações preferenciais (PN, sem direito a voto) saíram no prejuízo, a compra do grupo Ipiranga endossou a importância de se investir em empresas com governança corporativa. Casos emblemáticos como o da Ambev, Ripasa, Tele Centro Oeste (TCOC) e, por pouco, da Telemar deixaram claro que os minoritários podem perder muito se investirem em PNs de empresas que não garantem os mesmos direitos a todos os acionistas. Nesse casos citados, os preferencialistas perderam porque não receberam o mesmo valor, ou parte dele, pago aos controladores na venda da companhia – o ‘tag along’.”; “...o direito influencia as ações principalmente em dois momentos: quando a empresa passa a concedê-lo e quando ele é usado, no caso da venda da companhia.”

menor, muito provavelmente em decorrência da baixa probabilidade de sua transferência, quando então os não controladores poderiam realizar os seus benefícios. Além disso, dito prêmio é inversamente relacionado com um índice construído pelos autores, que captura práticas de governança corporativa - GC. O prêmio de controle também é menor em firmas que voluntariamente estendem-no às ações preferenciais, em condições muito além do exigido em lei. Acionistas minoritários de firmas com um sistema de GC frágil e sem “tag along” têm uma probabilidade maior de serem expropriados.

Pelo exposto, é de se admitir que em uma situação limite – na operação de alienação do controle da firma que demande o registro de uma OPA na CVM – é esperado, no Brasil, um comportamento díspar entre os preços de ações ordinárias e preferenciais, caso estas últimas estejam desprovidas do direito ao “tag along”.

2.4. Papel de “Raiders”

Um personagem por vezes presente em fusões e aquisições, nos EUA, caricaturado pejorativamente pela imprensa especializada como “pilhante”, “jogador” (“asset player”), que supostamente visa única e exclusivamente a expropriar os ativos da firma para maximizar sua riqueza pessoal, são os “raiders”. Eles são investidores individuais agressivos, que formulam ofertas de compra com vistas a tomar de modo hostil o controle das firmas. Eventualmente forçam a administração das firmas “target” a formular uma oferta de recompra de suas ações – “greenmail” – por um valor acima de cotação⁴³.

Ao se manifestar sobre o tema, Jensen (1998, p. 22-23) combate essa visão generalizada sobre os “raiders”, tendo em vista que não é corroborada por estudos empíricos conduzidos por Economistas Financeiros. Efetivamente, afirma o autor, as atividades desses personagens beneficiam na média os investidores das firmas “target”.

⁴³ No Brasil esse procedimento seria vedado por lei, uma vez que o resgate de ações que não alcançar a totalidade de uma mesma classe e espécie deve ser precedido de sorteio (Lei 6.404/76, art. 44, § 4º).

Em outro trabalho, Jensen (1984, p. 113) advoga que a ameaça constante oferecida por um “raider”, com as consequências de uma tomada hostil de controle, serve ao propósito de corrigir o curso dos negócios, compelindo os gestores a tomarem aquelas decisões que tenham impacto positivo sobre a riqueza da firma (“the best way to discourage the competing manager – that’s what raider means – is to run a company to maximize its value”).

Holderness e Sheehan (1985), ao investigarem os reflexos sobre o valor da firmas “target” que tiveram ações adquiridas por 6 raiders famosos, Carl Icahn, Irwin Jacobs, Carl Lindner, David Murdock, Victor Posner, Charles Bluhdorn, concluíram que entre 1977 e 1982, período amostrado, as firmas “target” estudadas apresentaram retornos anormais positivos após o anúncio das aquisições. Trabalharam com 3 hipóteses:

H1: Hipótese da pilhagem, segundo a qual os 6 investidores adquirem ações com o fim de pilhar a firma, expropriando seus ativos em benefício próprio.

H2: Hipótese da Melhoria da Gestão, segundo a qual os 6 investidores impulsionam melhorias na gestão das firmas, mudando o curso dos negócios ou substituindo gestores ineficientes.

H3: Hipótese da Capacidade Superior de Análise, segundo a qual ou os 6 investidores possuem informação privada acerca das firmas ou possuem habilidades acima da média para avaliação das informações públicas disponíveis, identificando oportunamente firmas subavaliadas pelo mercado.

O estudo de eventos conduzido por Holderness e Sheehan (1985) considerou o arquivamento da informação requerida pela regulação 13(d) da SEC como data do evento. Procuraram identificar os arquivamentos dos 6 “raiders” assim como de suas firmas coligadas ou equiparadas (“affiliated firms”). Como grupo de controle, foram utilizadas outras firmas “target” que tiveram a informação 13(d) arquivada por outros investidores, aleatoriamente selecionadas.

Em síntese, a hipótese da pilhagem foi rejeitada, posto que observaram-se retornos anormais positivos, estatisticamente significativos, para as firmas “target” adquiridas pelos 6 “raiders” que comparativamente ao grupo de controle – “target” adquiridas por outros investidores – mostraram-se na média muito maiores (1,8% contra 0.4%).

As hipóteses da Melhoria da Gestão e da Capacidade Superior de Análise foram concomitantemente aceitas, vez que ou o mercado associa a presença dos 6 “raiders” com melhorias de gestão e mudança no curso dos negócios ou os 6 “raiders” enxergam muito antes do mercado boas oportunidades de investimento, quer seja pelo uso de informação privilegiada, quer seja pela capacidade fora do comum de análise das informações publicamente disseminadas.

2.5. As “Proxy Fights” ou “Proxy Contests”

Dada realidade das corporações norte-americanas, uma prática por vezes observada é a da utilização de procurações de voto de acionistas visando à deliberação de matérias de interesse de grupos de dissidentes (acionistas e/ou administradores). Não é incomum o seu uso, até mesmo, por indivíduos de fora da firma (“outsiders”).

Num contexto de mudança de controle, as procurações de voto⁴⁴ podem ser utilizadas com o fim de alterar a administração da firma, o que caracteriza a tomada hostil de seu controle quando a estratégia é bem sucedida. Alternativamente, a resultante da contenda pode ser a obtenção de um ou mais assentos pelos dissidentes, o que fragmenta a estrutura de poder até então vigente.

⁴⁴ Como ensinam Dodd e Warner (1982, p. 402-403), a solicitação de procurações geralmente tem início meses antes da realização da reunião de acionistas. Uma campanha política é iniciada com a distribuição de material informativo e listas de candidatos direcionados aos acionistas, que se assim desejarem respondem às solicitações preenchendo as procurações com nome dos candidatos e autorização para serem representados em assembléia. O grau de sofisticação é tão grande que empresas especializadas no assunto chegam a prestar serviços assistindo a dissidentes nessa tarefa, como é o caso da “Georgeson & Company”. Nessas situações, a SEC requer o arquivamento do “form 14B”, contendo entre outras informações, as minutas do material informativo utilizado.

Dodd e Warner (1982), ao estudarem o tema, planejaram uma pesquisa com o objetivo de investigar o impacto das “proxy contests” sobre a riqueza dos acionistas. Para tanto, utilizaram uma amostra composta por 96 disputas por procurações de voto, no período de 1º Julho de 1962 a 1º Janeiro de 1978, sendo 57 envolvendo firmas listadas na NYSE e 39 firmas listadas na AMEX.

Preliminarmente, constataram que, em regra, os acionistas dissidentes envolvidos em uma contenda por procurações de votos não são bem sucedidos; usualmente não conseguem obter a maioria dos assentos do Conselho de Administração da firma.

Entretanto, conseguem obter alguns assentos através do expediente da acumulação de votos (“cumulative voting”)⁴⁵. Ditos autores, submetem ao crivo dos testes empíricos as seguintes hipóteses (DODD e WARNER, 1982, p. 405-407):

“Proxy Contests” bem sucedidas:

H1: Análise econômica padrão – segundo a qual a contenda por procurações de voto é uma forma de forçar a gestão da firma a redirecionar o curso dos negócios, rearranjando seus ativos de tal sorte a destiná-los a uso mais eficiente, que gere maior valor para a firma. Por essa proposição, as dissidências terão reflexo positivo nos preços das ações, tão logo a querela caia em domínio público.

⁴⁵ Dito instituto no Brasil tem sua previsão no artigo 141 da Lei 6.404/76 e é conhecido como voto múltiplo. Neste tipo especial de sufrágio, as minorias são beneficiadas, pois passam a ter chances reais de eleger membros do CA. Cada ação detida é multiplicada pelo número de membros do CA. O acionista tem a faculdade de cumular todos os votos em um único membro ou distribuí-los. Por hipótese, sem considerar as particularidades da legislação brasileira, só para facilitar, imagine um CA com cinco membros, o grupo de controle com 60 ações e os minoritários com 30 ações. Cada grupo teria respectivamente 300 e 150 votos. Caso o controlador distribuisse os votos entre 5 membros por ele indicados e os minoritários concentrassem os votos em 2 de seus membros, o resultado seria o que segue:

Acionista	Membro 1	Membro 2	Membro 3	Membro 4	Membro 5	Total
Controlador	60	60	60	60	60	300
Minoritário	-0-	-0-	-0-	75	75	150
Total	60	60	60	135	135	450

H2: Quadro totalmente ilusório – segundo a qual as contendas, em regra, são um evento sem efeito. Servem tão-somente para colocar em lados opostos executivos de alta gerência que disputam poder e recursos da firma; nada mais do que isso. Neste caso, se os dissidentes recebem a mesma compensação dos gestores que estão no poder, a disseminação da informação acerca da contenda não deve gerar qualquer alteração nos preços. Por outro lado, se os gastos incorridos na contenda forem significativos, é esperado um declínio nos preços das ações.

“Proxy Contests” mal sucedidas:

H3: Mudança de Comportamento de Gestores – se a contenda não for bem sucedida, porém os dissidentes conseguirem assento no Conselho de Administração da firma, ou mesmo não conseguindo, se a contenda servir ao propósito da disciplina dos atuais gestores, particularmente no que toca a uma melhor eficiência, é esperado um aumento nos preços das ações.

H4: Insulamento dos Gestores – Se a contenda não for bem sucedida e tiver por implicação a manutenção da postura e políticas dos gestores atuais, ou pior, criar um sentimento de “entricheiramento”, de “blindagem” dos gestores atuais, é esperado um declínio nos preços das ações.

Em síntese, os autores obtiveram evidências de que existem retornos anormais positivos, e estatisticamente significativos, em torno dos anúncios. A idéia de que outros eventos podem impactar os retornos anormais observados, como anúncios de fusões e aquisições, ou anúncios de lucros, não é suportada pelas evidências empíricas coligidas. Objetivamente, os resultados do trabalho suportam a hipótese da análise econômica padrão, e por uma consequência coerente refutam a hipótese do quadro totalmente ilusório (DODD e WARNER, 1982, p. 434-435).

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. Natureza da Pesquisa

Em termos taxonômicos, a pesquisa pode ser considerada de natureza empírica com abordagem positiva. Coloca à prova hipóteses derivadas de argumentação desenvolvida dentro de uma lógica econômica, as quais buscam explicar a realidade das fusões e aquisições e de outros fenômenos a elas associados, *vis-à-vis* evidências empíricas submetidas aos testes estatísticos apropriados.

Tomando por base representação esquemática apresentada por Lopes (2001, p. 30), a pesquisa está focada em informação e reação do mercado (“market-based research”), pois visa a investigar como a Contabilidade impacta o preço dos ativos no mercado financeiro e como a Contabilidade pode ser utilizada para resolver conflitos de agência entre controladores e não controladores⁴⁶.

Consoante proposições formuladas, que suportam as hipóteses e questões de pesquisa deste trabalho, é defendida a idéia de que a existência de assimetria entre controladores e o mercado (não controladores) dá margem para que sejam precificadas expectativas que excedem sinergias advindas de parte das operações de fusão e aquisição entre as firmas no Brasil.

O ambiente no qual as firmas interagem e a conjuntura do período analisado (2002 a 2006) estimulam o comportamento de controladores no fechamento das operações.

⁴⁶ A existência de uma norma contábil sobre “impairment” poderia compelir controladores a serem menos excessivamente otimistas na condução das fusões e aquisições, no período de 2002 a 2006. A real possibilidade de reconhecerem a posteriori perdas de capital nos negócios praticados, em decorrência de parte dos preços não possuir substância econômica, poderia endurecê-los no processo de barganha negocial. Tal norma concorreria para uma melhor precificação dos ativos pelo mercado (as expectativas seriam precificadas com base em informação mais consentânea com a realidade econômica) além é claro de servir ao propósito de aperfeiçoar o processo de monitoramento dos atos praticados pelos controladores.

3.2. Fontes de Informação

A base de dados utilizada para seleção da amostra partiu do ranking elaborado pela ANBID⁴⁷, que reúne operações de fusões e aquisições entre firmas brasileiras, que superaram o montante de R\$20 milhões. Foram amostradas operações de fusão e aquisição envolvendo companhias abertas com registro na Bovespa, cujos anúncios ou sua efetivação tenham caído em domínio público no período de 2002 a 2006.

Para levantamento dos dados, a ANBID conta com a colaboração dos próprios agentes que intermedeiam as operações – os Bancos de Investimento, uma vez que estes prestam, entre outras informações, os nomes das firmas alvo, os nomes das adquirentes, os nomes das vendedoras, o valor anunciado para a operação, o valor efetivado na operação, e o ano ou data de sua ocorrência. É importante salientar que independentemente da natureza da firma, quer seja de capital aberto ou fechado, se esta estiver envolvida em operação de fusão e aquisição acima de R\$ 20 milhões, e o banco líder comunicá-la tempestivamente, passa a ser relacionada pela ANBID para efeito de ranking.

Das operações explicitadas, ao todo foram relacionadas pela ANBID, desde o primeiro ano em que o ranking foi elaborado em 2000 até o ano de 2006, 354 operações acima de R\$ 20 milhões, totalizando R\$ 393,3 bilhões, sendo 44 em 2000 (R\$ 29,2 bilhões), 36 em 2001 (R\$ 29,5 bilhões), 25 em 2002 (R\$ 37,2 bilhões), 45 em 2003 (R\$ 30 bilhões), 61 em 2004 (R\$ 106,6 bilhões), 69 em 2005 (R\$ 39,1 bilhões) e 74 em 2006 (R\$ 121,7 bilhões). Desse total, foi extraída amostra não probabilística de 99 operações, no período de 2002 a 2006, sendo 22 em 2002, 19 em 2003, 21 em 2004, 12 em 2005, e 25 em 2006.

Os critérios eleitos para seleção das operações tiveram relação direta com a técnica de pesquisa utilizada para investigar a existência de retornos anormais, qual seja, o estudo de eventos com base nos retornos ao redor dos anúncios. Foram selecionadas aquelas operações em que ao menos uma das firmas teve valores mobiliários distribuídos publicamente (ações e/ou certificados); as que apresentaram os anúncios (“Fatos Relevantes”) arquivados no sistema IPE da CVM; e as em que ao menos uma das firmas teve negócios com seus papéis nas datas pré-selecionadas.

⁴⁷ Ranking ANBID de Fusões e Aquisições, disponível em www.anbid.com.br, no ícone “finanças corporativas/fusões e aquisições”.

À amostra de 99 operações foram acrescentadas intencionalmente 5 outras, dada a importância destas, sendo 1 em 2005 e 4 em 2006⁴⁸, resultando numa amostra total de 104 operações (em verdade 101 anúncios envolvendo 104 operações⁴⁹), totalizando R\$ 223,7 bilhões, ou 66,86% do universo de operações que integraram o ranking da ANBID de 2002 a 2006. O Apêndice 1 enumera-as.

A condição *sine qua non* para seleção das operações foi o seu enquadramento em uma genuína combinação de negócios (nos termos do IFRS n. 3 ou SFAS n. 141), o que significa dizer aquelas firmadas entre entidades não relacionadas e independentes, não subordinadas a um mesmo controlador ou a um mesmo grupo de controle.

Com relação à coleta de preços para cálculo dos retornos, foi utilizada a base de dados da ECONOMÁTICA, para as firmas com registro de negociação apontado para a Bovespa. Os anúncios (“Fatos Relevantes”), assim como informações atinentes às Ofertas Públicas – OPA’s registradas na CVM, foram obtidos do sistema IPE – Informações Periódicas e Eventuais, administrado de modo compartilhado pela CVM e pela Bovespa.

Em se tratando das informações contábeis utilizadas para o estudo de eventos com base em métricas contábeis (“event study on accounting-based measures”), para as firmas de capital aberto foi utilizada a base de dados da ECONOMÁTICA. Para algumas firmas de capital fechado foi possível extrair informações contábeis da base de dados “Melhores e Maiores”, administrada pela Fipecafi, ligada à FEA USP, que serve ao Anuário de mesmo nome da Revista Exame. Para outras firmas de capital fechado foi possível a obtenção de ditas informações do Formulário IAN de suas firmas controladoras de capital aberto, arquivado no sistema IPE – Informações Periódicas e Eventuais.

Para identificação da ocorrência do “big bath”, foram utilizadas demonstrações financeiras e suas respectivas notas explicativas em anexo, Formulário de ITR e suas respectivas notas explicativas em anexo, Formulário IAN, Fatos Relevantes, Formulário 20F e suas respectivas

⁴⁸ “Management Buy-Out – MBO” da firma CC1, em 2005; em 2006, a “tender offer” da firma CP2 pela firma CP1, a “tender offer” da firma CQ2 pela firma CQ1, a migração de controle compartilhado para pleno da firma DA1, e a 1ª “takeover” hostil do Brasil, com sua oposição via “poison pills”, na qual figuraram como “target” a firma DI1 e como “bidder” a firma DI2.

⁴⁹ Há que ser considerado que a operação de descruzamento societário, anunciada em 06.07.2001, envolveu 3 firmas “target”, Firma F1, Firma F2 e Firma F3. A operação de rearranjo no bloco de controle, anunciada em 08.11.2004, envolveu 2 firmas “target”, AU1 e AU3.

notas explicativas em anexo, arquivados no sistema IPE – Informações Periódicas e Eventuais.

3.3. O Estudo de Eventos por Retornos ao Redor dos Anúncios

Uma das técnicas utilizadas para operacionalizar as questões de pesquisa foi o estudo de eventos com base nos retornos ao redor dos anúncios das operações, o qual visa a investigar o efeito nos preços dos ativos financeiros à medida que uma nova informação privada relevante cai em domínio público.

O estudo de eventos com base nos retornos ao redor dos anúncios das operações objetiva avaliar simultaneamente a eficiência do mercado e a relevância do evento objeto de estudo. Enfim, como o mercado precifica suas expectativas com relação ao evento (expectativas de ganhos ou perdas) e se o faz de modo oportuno (logo após o anúncio publicado, no caso a divulgação do Fato Relevante).

Ao discorrer sobre a técnica, Kothari (2001, p. 115) assim se manifesta:

Os estudos de evento são testes simultâneos da eficiência do mercado e do modelo de retornos esperados utilizado na estimação dos retornos anormais.⁵⁰ (tradução livre)

Campbell et al (1997, p. 149) esclarecem que a utilidade da técnica advém do fato de que, admitindo a racionalidade do mercado, o efeito de um evento em particular será refletido imediatamente nos preços dos ativos. Assim, a pré-condição para um estudo de evento é a hipótese de eficiência do mercado – HME, no mínimo na sua forma semi-forte, de tal sorte que o impacto econômico do evento possa ser medido ao se utilizarem preços de ativos observados ao longo de um período relativamente curto.

Em linhas gerais, a técnica compreende as seguintes fases: (1) definição do evento objeto de estudo e indiretamente das firmas que serão amostradas (pois a amostragem é sempre intencional: as firmas que foram submetidas ao evento no período de interesse); (2) eleição da data apropriada para representar o evento (aspecto crítico da técnica); (3) definição do

⁵⁰ Event Studies are joint tests of market efficiency and the model of expected rates of return used in estimating abnormal returns.

tamanho da janela de estimação e da janela do evento (e a depender do julgamento do pesquisador da janela de pós-evento); (4) definição do modelo a ser utilizado para cômputo de retornos anormais (se puramente estatístico ou econômico-estatístico); (5) cômputo dos retornos anormais e sua agregação em métricas próprias (AR, CAR, AAR, CAAR); (6) aplicação dos testes de significância estatística, quer sejam paramétricos, não paramétricos, ou ambos (a hipótese nula é a de que não há retornos anormais – $H_0: AR = 0$).

A técnica pode ser melhor visualizada com o auxílio do gráfico 1 abaixo:

Gráfico nº 1 – Esquema da Técnica do Estudo de Evento

É importante que as janelas de estimação e de evento não se superponham, de modo a não influenciar o cômputo dos parâmetros da regressão OLS (alfa, beta e épsilon). Em certas circunstâncias, a janela de pós-evento é adotada. É adicionada à janela de estimação a fim de garantir maior robustez nos testes de significância dos retornos, posto que tal expediente permite medir o retorno normal pelo modelo de mercado considerando alterações graduais em seus parâmetros.

Algumas preocupações devem ser tomadas no planejamento e na condução do estudo de eventos. Uma delas diz respeito ao tamanho da janela de estimação. Conforme adverte Mackinlay (1997, p. 21), à medida que o tamanho da janela de estimação aumenta (L_1 – “Length” 1), há concurso para redução da variância adicional dos retornos anormais, devida a erro amostral em alfa e beta. O segundo componente da variância condicional dos retornos

anormais é a seguir explicitado:

$$\sigma^2(AR_{it}) = \sigma_{\varepsilon\tau}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{\left(R_{Mk\tau} - \hat{\mu}_{Mk} \right)^2}{\hat{\sigma}_{Mk}^2} \right]$$

Soares et al (2002, p. 3) propõem a utilização de janelas de estimação em períodos de 30, 90 e 120 dias. Mackinlay (1997, p. 15) sugere uma janela de estimação com 120 dias, muito embora em estudo conduzido para avaliar o conteúdo informacional das trimestrais

disponibilizadas publicamente por 30 firmas listadas no Dow Jones Industrial Index, no período de janeiro de 1989 a dezembro de 1993, num total de 600 anúncios (5 anos x 4 trimestres x 30 firmas), tenha utilizado uma janela de estimação de 250 dias de negociação (250 “trading days”). Em sua janela de eventos de 41 dias, utilizou 20 dias pré-evento e 20 dias pós-evento.

Diferentemente da janela de estimação, a janela de eventos deve possuir um tamanho reduzido (“short window”), sob pena de serem capturados efeitos de outras informações relevantes que caíam em domínio público e prejudiquem com isso a interpretação dos dados. Kothari (2001, p. 187) nesse particular elucida:

Estudos de evento com janelas de curto prazo apresentam testes relativamente mais depurados acerca da eficiência do mercado, especialmente quando as firmas amostradas experimentam um evento cujas janelas não se superpõem temporalmente no ano (ex: retornos diários pós-anúncios de lucros, retornos diários pós-anúncios de fusões e aquisições)

(...)

Nos testes aplicados em janelas de curto prazo, pesquisadores se defrontam com poucos problemas em termos de equívocos na estimação dos retornos esperados, ao longo da janela de curto prazo definida para o evento. (ex: Brown e Warner, 1985)⁵¹ (tradução livre)

A vantagem de a janela de evento possuir um tamanho reduzido também tem relação direta com o poder eficiência do teste estatístico. O poder eficiência do teste de significância dos retornos anormais é função do tamanho da amostra (quanto maior), da magnitude dos retornos anormais (quanto maior) e da variância dos retornos anormais (quanto menor).

Para se aumentar o poder eficiência dos testes, salienta Mackinlay (1997, p. 31), pode-se também considerar uma diminuição no tamanho da janela de eventos (“shortening the event window”), uma vez que com esse expediente há o concurso para redução da variância dos retornos. Esse efeito também é obtido com a redução do intervalo para cômputo dos retornos (quanto menor), uma vez que intervalos diários possuem poder eficiência superior aos semanais e esses por sua vez se sobressaem aos mensais (idem, p. 34).

⁵¹ Short-window event studies provide relatively clean tests of market efficiency, in particular when sample firms experience an event that is not clustered in calendar time (e.g., earnings announcement day returns or merger announcement day returns). (...) In a short-window test, researchers face few problems of misestimating the expected return over the short event window (e.g. Brown and Warner, 1985).

Outro aspecto de fundamental importância é a definição da data do evento; o momento a partir do qual as informações acerca do evento passam a ser “precificadas”. A incerteza quanto à data do evento pode ser minimizada com a adoção do expediente de aumentar a janela do evento, muito embora, alerta Mackinlay (1997, p. 35), haja um custo embutido.

Com a definição da data do evento, tacitamente são fixados os critérios para seleção das firmas: aquelas que são afetadas pelo evento. Nesse particular – seleção das firmas – a restrição imposta pela disponibilidade de dados pode influir na amostragem. Campbell et al (1997, p. 151) recomendam uma análise descritiva preliminar da amostra para identificar vieses de seleção potenciais (características como: valor de mercado das firmas, setor econômico das firmas, dispersão do evento no período estudado).

Uma vez transpostas essas fases, resta calcular o retorno anormal e acumulá-lo em métricas específicas. Os modelos utilizados na literatura para cômputo do retorno normal esperado (o retorno anormal resulta do confronto entre o retorno observado e o retorno normal esperado) são classificados em duas categorias: estatística e econômica. A segunda categoria incorpora as premissas estatísticas da primeira com as restrições econômicas mais realísticas. Alguns pressupostos básicos para rodar os modelos – ausência de correlação serial dos termos de erro e homocedasticidade dos termos de erro - por vezes podem ser quebrados, o que implica a adoção de medidas alternativas (matrizes robustas para estimação dos parâmetros por White, para o caso de heterocedasticidade, e por Newey-West, para o caso de autocorrelação⁵²).

Soares et al (2002), numa análise crítica do estudo de evento, elucidam algumas questões extremamente relevantes para operacionalização da técnica. Retornos calculados de modo discreto $\left(ret_{discreto} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \right)$ têm o inconveniente estatístico de contribuírem para a construção de uma distribuição de probabilidade assimétrica à direita, aspecto que prejudica

⁵² Greene (2003, p. 215), ao tratar do problema da quebra do pressuposto da esfericidade das distúrbâncias na regressão OLS, apresenta a matriz ômega, cuja diagonal principal é escalonada de tal forma a refletir a variedade das distúrbâncias dos termos de erro. O produto da matriz ômega pela matriz original das variâncias dos termos de erro conduz a uma matriz robusta de variância e covariância. Se o tipo de heterocedasticidade é conhecido com certeza, o estimador OLS $\left(\hat{b}_{OLS} = (X'X)^{-1} X'Y \right)$ deixa de ser desejável, devendo-se eleger o estimador GLS em seu lugar $\left(\hat{b}_{GLS} = (X'\Omega^{-1}X)^{-1} X'\Omega^{-1}Y \right)$

inferências. Retornos calculados de modo contínuo ($ret_{contínuo} = \ln P_t - \ln P_{t-1}$) resultam em uma distribuição simétrica, porém sem garantia de normalidade.

Entretanto, conforme evidências coligidas por Praetz e estudo conduzido por Hagerman, apud Soares et al (2002, p. 6), a distribuição de probabilidade resultante de retornos contínuos aproxima-se de uma t de Student. Por uma consequência teórica, quando assintoticamente distribuída ($n \rightarrow \infty$), tende para uma normal.

Com a adoção de retornos calculados de modo contínuo, há também a assunção implícita de um pressuposto teórico acerca da reação do preço das ações, de acordo com Fama, apud Soares et al (2002, p. 4): a utilização da capitalização contínua pressupõe que as informações de mercado acontecem a todo momento, e são incorporadas aos preços tempestiva e imediatamente. No caso dos retornos discretos a premissa é a de que as informações chegam em instantes distintos.

Os mesmos autores, simulando retornos anormais com o fim de avaliar alguns modelos documentados pela literatura para seu cômputo, objetivamente o modelo de retorno ajustado ao mercado ($AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - R_{Mk,\tau}$), o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - \alpha_i - \beta_i R_{Mk,\tau}$) e o modelo CAPM ($AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - (R_f + \beta_i (R_{Mk,\tau} - R_f))$), concluíram que o modelo ajustado ao risco e ao mercado foi o mais sensível na detecção de retornos anormais estatisticamente significativos. Apesar de o CAPM ser o mais sofisticado dentre os três modelos, seu desempenho, sublinham Soares et al (2002, p. 12), foi inferior ao apresentado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado.

Mackinlay (1997, p. 19), ao comentar a utilização do CAPM nos estudos de evento, salienta que a validade das restrições impostas pelo CAPM ao modelo de mercado é questionável. Isto introduz a possibilidade de os resultados serem extremamente sensíveis a restrições específicas do CAPM. Pelo fato desse potencial para sensibilidade poder ser evitado a um baixo custo, mediante a utilização do modelo ajustado ao risco e ao mercado, o CAPM praticamente foi abolido dos estudos de evento.

Calculados os retornos anormais, estes devem ser agregados em métricas específicas a servirem de base para análise do evento objeto de estudo. Individualmente, o impacto do

evento nas firmas é avaliado com base nos Retornos Anormais – AR, observados ao longo da janela de evento e através dos Retornos Anormais Cumulados – CAR $\left(CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau} \right)$ nesse mesmo intervalo.

De acordo com Mackinlay (1997, p. 21), os retornos anormais apresentam distribuição normal $AR_{i\tau} \sim N(0, \sigma^2(AR_{i\tau}))$. Campbell et al (1997, p. 160-161) defendem que sob a hipótese nula a distribuição dos retornos anormais cumulados padronizados (“Standardized CAR”) apresenta-se tal qual uma *t* de Student, com $L_1 - 2$ graus de liberdades. Lembrando que L_1 é o tamanho da janela de estimação. Para uma janela de estimação grande ($L_1 > 30$), a distribuição dos retornos anormais cumulados padronizados aproxima-se bem de uma normal.

É de se registrar que conservadoramente alguns estudos de evento no Brasil têm utilizado a distribuição *t* de Student (estatística *t*) em lugar da distribuição normal (estatística *z*) para averiguar a significância estatística dos retornos anormais. Esse procedimento foi adotado por Silveira e Dias Jr. (2007), Soares et al (2002) e Terra e Lima (2006).

Prosseguindo, quando se deseja avaliar o efeito macro do evento, por exemplo, no conjunto de firmas que integram o setor industrial “x” ou das firmas listadas no grupo de governança corporativa “y” da bolsa, utilizam-se as métricas de retornos anormais médios – AAR $\left(AAR_\tau = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i\tau} \right)$ ou retornos anormais cumulados médios – CAAR $\left(CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AAR_\tau \therefore CAAR(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(\tau_1, \tau_2) \right)$.

No cômputo das estatísticas para fins de teste, algumas peculiaridades são observadas. Conforme salienta Mackinlay (1997, p. 24), na prática, em função de a variância do termo de erro populacional ser desconhecida, um estimador deve ser eleito para cômputo da variância dos retornos anormais - AR. O expediente utilizado é a adoção da variância do termo de erro extraída da regressão OLS utilizada na janela de estimação como medida. Importante lembrar do inconveniente, já abordado, da variância adicional do termo de erro, a qual é minorada com o aumento do tamanho da janela de estimação.

No tocante à variância do CAR, ela é assintoticamente (L_1 grande) obtida da variância de AR, corrigida pelo tamanho da janela de eventos, à medida que o período de cumulação vai aumentando. Mackinlay (1997, p. 21) apresenta-a da seguinte forma:

$$\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) = (\tau_2 - \tau_1 + 1) \times \sigma_{ai}^2$$

Já no cômputo da variância de AAR e CAAR obtêm-nas por meio da média aritmética modificada de AR e CAR, em que o denominador é elevado ao quadrado, procedimento que possui certa coerência por se tratar de uma grandeza quadrada. Mackinlay (1997, p. 24)

apresenta-as da seguinte forma: $\text{variância}(AAR_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{ai}^2$ e

$$\text{variância}(CAAR(\tau_1, \tau_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)$$

Deve-se ressaltar que as estatísticas padronizadas dos retornos anormais não são obtidas com a extração da média do retorno anormal, como de praxe. Em decorrência de o retorno anormal representar o termo de erro da regressão OLS, por uma imposição teórica, sua esperança estatística deve ser zero. É um pressuposto do modelo de regressão OLS.⁵³

A literatura sobre o tema atenta ainda para a necessidade de não se limitar o estudo de eventos aos testes paramétricos, tratados anteriormente, para averiguação da existência de retornos anormais (testes “z” e “t”). Os testes não paramétricos devem ser adotados como meio de robustecer as conclusões obtidas com base nos testes paramétricos, dado o seu maior relaxamento a alguns pressupostos (não imposição de normalidade, por exemplo). Campbell et al (1997, p. 172-173) sugerem o teste de sinais e o teste por postos (“rank test”) desenvolvido por Corrado.

O teste de sinais trabalha com a idéia de que, se não há um evento relevante, que vá impactar os preços de modo positivo ou negativo, é natural que se espere que a probabilidade de o sinal dos retornos anormais ser negativo seja igual à probabilidade de o sinal dos retornos anormais

⁵³ Greene (2003, p. 10) ao tratar do pressuposto da exogeneidade das variáveis independentes (assumption n. 3) elucida o aspecto proibitivo de as variáveis explicativas carregarem informação relevante acerca da predição do termo de erro (ε_i). Tal fato causa viés nos estimadores da regressão OLS. Assim, a esperança condicional do termo de erro às demais variáveis explicativas deve ser zero ($E[\varepsilon_i | x_{j1}, x_{j2}, \dots, x_{jK}] = 0$).

ser positivo⁵⁴. Entretanto o teste possui limitações. A deficiência do teste de sinais advém do fato de que pode não ser bem especificado para o caso de a distribuição dos retornos anormais ser assimétrica, de acordo com Mackinlay (1997, p. 32).

No que concerne ao teste por postos de Corrado, a hipótese subjacente é a de que não há retorno anormal na data do evento. A idéia por trás do teste é a de que se o evento é relevante e o conhecimento acerca dele – sua difusão para o mercado – é levado aos preços, é esperado que a colocação do retorno observado na data do evento – data em que a informação cai em domínio público – após o *ranking* com os demais retornos observados na janela do evento, seja a própria data do evento.

Campbell e Wasley, apud Mackinlay (1997, p. 32), concluíram num estudo com retornos diários de ações listadas na NASDAQ que o teste não paramétrico por postos de Corrado apresenta inferências estatísticas mais confiáveis do que os testes paramétricos.

Cowan (1992), ao investigar a adoção de testes não paramétricos nos estudos de evento, trabalhando com uma amostra de 50.000 ações listadas na NYSE e AMEX, obtida com reposição de 5.640 ações que se enquadraram na exigência de apresentar 260 dias com negócios, concluiu que o teste de sinais é bem especificado para ambos os papéis listados tanto na NYSE quanto na AMEX.

O teste por postos de Corrado possui um poder eficiência maior, sob condições ideais. Entretanto, o teste por postos de Corrado é mais sensível ao aumento no tamanho da janela de eventos, à existência de papéis pouco negociados (“thinly traded stocks”), e ao aumento na variância dos retornos. (COWAN, 1992, p. 17)

3.4. O Estudo de Eventos Amparado em Métricas Contábeis

Outra técnica à qual se recorreu para operacionalizar as questões de pesquisa foi o estudo de eventos com base em métricas contábeis ex ante e ex post as operações (“event study on accounting-based measures”). Serviu ao propósito de averiguar se as expectativas externadas

⁵⁴ Under the null hypothesis it is equally probable that the CAR will be positive or negative. (CAMPBELL et al, 1997, p. 172)

pelo mercado acerca das operações anunciadas foram corroboradas pela Contabilidade. Se as expectativas do mercado precificadas em um eventual retorno anormal positivo pós-anúncio tiveram a contrapartida numa eventual performance operacional anormal positiva após o ano em que a operação foi efetivada.

Em síntese, a técnica consiste em utilizar uma métrica contábil que meça a performance operacional da firma, por exemplo, o retorno operacional dos ativos da firma

$\left(P_1 = \frac{EBIT}{Ativos\ Totais} \right)$ ou o fluxo de caixa operacional da firma escalonado pelos ativos totais

$\left(P_2 = \frac{FCx\ Op}{Ativos\ Totais} \right)$, ajustá-la à performance operacional observada no conjunto de firmas

que compõe o setor no qual está inserido a firma de interesse de estudo, confrontá-la em momentos distintos – antes e após o evento – e investigar se houve diferenças estatisticamente significativas, positivas ou negativas.

Danielson e Karpoff (2006), em trabalho planejado com o fim de avaliar se a adoção de cláusulas antiaquisição hostil – as “poison pills” – por firmas norte-americanas, no período de 1984-1992, prejudicariam sua performance, valeram-se do EBIT (Lucro Operacional expurgado de Encargos Financeiros Líquidos e de Impostos) e da Margem Operacional – MO (EBIT dividido pelas Receitas Líquidas) como métricas.

Utilizaram dois modelos distintos para mensurar aquilo que chamaram de performance operacional anormal (tanto para o EBIT quanto para a MO): um no nível e um por diferenças. O modelo para construção da performance operacional anormal no nível considera a performance observada pela firma com “poison pill” em um dado ano e a média observada no conjunto de firmas sem “poison pill” nesse mesmo ano de três formas distintas: sem filtro por setor industrial, com filtro para setor com 6 indústrias e com filtro para setor contendo 12 indústrias. O quadro 1 a seguir ajuda a compreender o modelo no nível:

Quadro 1 – Modelo de Performance Anormal no Nível de Danielson e Karpoff (2006)

$$AbnEBIT_{i,t} = EBIT_{i,t} - EBIT_{I,t}$$

$$AbnMO_{i,t} = MO_{i,t} - MO_{I,t}$$

onde :

$AbnEBIT_{i,t}$ = Ebit anormal da firma "i" com poison pill no período "t"

$AbnMO_{i,t}$ = MO anormal da firma "i" com poison pill no período "t"

$EBIT_{i,t}$ = Ebit da firma "i" com poison pill no período "t"

$EBIT_{I,t}$ = média dos Ebit das firmas sem poison pill, nas 3 formas de cálculo

$MO_{i,t}$ = MO da firma "i" com poison pill no período "t"

$MO_{I,t}$ = média das MO das firmas sem poison pill, nas 3 formas de cálculo

Quanto ao modelo por diferenças, Danielson e Karpoff (2006, p. 542) seguiram os seguintes passos: (i) definiram um filtro para controlar o setor no qual a firma com “poison pill” está inserida (4-digít da base de dados “Compustat”, podendo variar para outros níveis de classificação caso não fossem localizadas firmas); (ii) definiram um filtro para controlar pré-performance de firmas sem “poison pill” (5% de limite inferior e superior da performance observada na firma com “poison pill”); (iii) construíram métricas de variação de performance ajustada para cada firma com “poison pill”, mediante o confronto da variação de performance observada na firma com “poison pill” (período corrente menos passado) com a variação observada naquela firma sem “poison pill” que dela mais se aproximou, conforme critérios definidos previamente nos filtros. O quadro 2 a seguir ajuda a compreender o modelo por diferenças:

Quadro 2 – Modelo de Performance Anormal por Diferenças de Danielson e Karpoff (2006)

$$Abn \Delta EBIT_{i(t-1,t)} = (EBIT_{i,t} - EBIT_{i,t-1}) - \left(EBIT_{i,t} - EBIT_{i,t-1} \right)$$

onde :

$Abn \Delta EBIT_{i(t-1,t)}$ = diferença no Ebit anormal da firma "i" com poison pill entre os período "t" e "t-1"

$EBIT_{i,t}$ = Ebit da firma "i" com poison pill no período "t"

$EBIT_{i,t-1}$ = Ebit da firma "i" com poison pill no período "t-1"

$EBIT_{i,t}$ = Ebit da firma sem poison pill no período "t", mais próxima da firma "i" conforme filtros

$EBIT_{i,t-1}$ = Ebit da firma sem poison pill no período "t-1", mais próxima da firma "i" conforme filtros

Danielson e Karpoff (2006), contrariamente aos argumentos esposados de que as “poison pills” deterioraram a performance operacional das firmas que delas se valem, obtiveram com o

uso dos modelos descritos evidências indicativas de uma modesta melhoria de performance operacional durante o período de 5 anos que se seguem à adoção das “poison pills”⁵⁵.

Healy et al (1992), ao investigarem a performance operacional das firmas norte-americanas envolvidas nas 50 maiores operações de fusão e aquisição, no período de 1979 à metade de 1984, utilizaram outras métricas e uma metodologia um pouco mais sofisticada. Os autores, ao justificarem o porquê de seu trabalho, ressaltaram o fato de os estudos de evento com base em retornos ao redor dos anúncios possuírem limitações, não sendo capazes de determinar se efetivamente as operações geram reais ganhos econômicos (capturam só e tão-só expectativas em relação a isto).

Elegeram como métrica o fluxo de caixa operacional (em verdade uma “proxy” sua: o EBITDA) escalonado pelo valor de mercado dos ativos (considerado como sendo o valor de mercado do PL mais o valor de livros dos passivos). Healy et al (1992, p. 139) objetivaram, ao utilizar o valor de mercado dos ativos no escalonamento, elidir possível ruído nas métricas, advindos dos diferentes métodos de contabilização das fusões e aquisições entre as firmas amostradas (Purchase x Pooling) e da forma de financiamento das operações (caixa, dívida ou ações). Quanto ao numerador da métrica, argumentaram em favor de seu uso pelo simples fato de, conceitualmente, os fluxos de caixa da firma representarem os atuais benefícios econômicos gerados pelos seus ativos⁵⁶.

Trabalharam com o que chamaram de performance operacional ajustada à indústria, assim definida como sendo a performance da firma amostrada, subtraída da mediana observada nas performances do conjunto de firmas que integram a indústria que representam seu setor. Com isso, puderam chegar à performance anormal ajustada à indústria, representada pelo intercepto de uma regressão OLS em que a variável dependente é o fluxo de caixa operacional combinado, ajustado à indústria, das firmas envolvidas na operação, em exercício social

⁵⁵ No Brasil, Costa Jr, Martins e Fávero (2007) fizeram trabalho similar ao investigarem os efeitos de ditas disposições estatutárias sobre a performance operacional de firmas brasileiras.

⁵⁶ Nesse particular, Martins (1999), ao elucidar a relação indissociável entre a Contabilidade e o Fluxo de Caixa, instiga os profissionais da Contabilidade a refletirem acerca do seguinte aspecto: peças contábeis como o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado, se elaborados à luz do custo histórico puro e na ausência de inflação, nada mais representam do que o fluxo de caixa distribuído temporalmente dentro de uma racionalidade e lógica próprias da Contabilidade. Adverte efusivamente: “Precisamos saber mostrar que um ativo possui, além das disponibilidades e das aplicações de caixa efetuadas, direitos que estão para se transformar em caixa: e além disso, possui bens que estão representando o montante de caixa desembolsado ou a ser desembolsado em função de sua aquisição.” (MARTINS, 1999, p. 1)

subseqüente à sua efetivação (mediana de 5 exercícios pós-combinação), e a variável independente é o fluxo de caixa operacional combinado “pro-forma”, ajustado à indústria, das firmas envolvidas na operação, em exercício social anterior à sua efetivação (mediana de 5 exercícios anteriores à combinação). Os autores, dentro de uma lógica econômica corroborada por formalização matemática, justificaram no artigo a racionalidade de sua regressão OLS (HEALY et al, 1992, p. 158-159).

Para obterem o fluxo de caixa operacional combinado “pro-forma”, ajustado à indústria, das firmas envolvidas na operação, em exercício social anterior à sua efetivação, os autores ponderaram as métricas individuais das firmas combinadas, utilizando o valor de mercado dos ativos como peso. Para ilustrar o modelo do intercepto proposto por Healy et al (1992), apresenta-se abaixo o quadro 3:

Quadro 3 – Modelo de Performance Anormal por Intercepto de Healy et al (1992)

$$IACR_{post,i} = \alpha + \beta IACR_{pre,i} + \varepsilon_i$$

onde :

$IACR_{post,i}$ = performance combinada das firmas, ajustada à indústria, após efetivada a operação

α = performance anormal das firmas combinadas (sinergia da operação)

β = parâmetro da regressão

$IACR_{pre,i}$ = performance combinada das firmas, ajustada à indústria, antes de efetivada a operação

ε_i = termo de erro da regressão OLS

Os autores concluíram que as firmas combinadas apresentam melhoria de produtividade de seus ativos relativamente ao setor econômico no qual estão inseridas, o que resulta em maiores retornos de caixa. Essa melhoria, asseveram, é particularmente forte em firmas cujos nichos de negócio se superpõem (“highly overlapping business”). Ainda quanto às descobertas do trabalho, obtiveram evidências de uma forte correlação positiva entre os retornos anormais das ações em torno dos anúncios e a performance operacional anormal das firmas combinadas pós operação, aspecto indicativo de que as expectativas acerca de potenciais sinergias com a operação têm origem na melhor eficiência econômica observada nas firmas combinadas (HEALY et al, 1992, p. 164-165)

Ghosh (2001), ao fazer uma nova leitura do problema proposto por Healy et al (1992), chegou a uma conclusão diferente, que contesta a tese destes últimos. Objetivamente, com base nos modelos de diferenças e de intercepto, Ghosh não encontrou evidências que suportem a idéia

de que a performance operacional das firmas combinadas melhorou após as operações, no período amostrado (1981 a 1995). O modelo econométrico trabalhado por Healy et al, segundo Ghosh, não controlou potenciais vieses presentes na medição das variáveis trabalhadas.

Em síntese, os problemas econométricos levantados por Ghosh podem ter origem em algumas hipóteses: 1) se há erros de mensuração nas variáveis; 2) se as firmas combinadas estão apresentando performance muito superior ao “benchmark” utilizado para fins de confronto (mediana da performance da indústria); 3) se a performance operacional anormal tem origem em fatores permanentes ou temporários (GHOSH, 1992, p. 156).

O fato de a performance combinada das firmas estar sistematicamente batendo a indústria é crítico para fins de uso da técnica do estudo de eventos com métricas contábeis. Há uma explicação econômica para esse fenômeno: a diferença no tamanho das firmas comparado à mediana do setor, posto que a teoria econômica enuncia que a performance da firma está relacionada ao seu tamanho. Firms maiores são mais lucrativas do que as menores - fatores permanentes para anormalidade observada - conforme estudos conduzidos por Fama e French e por Penman, apud Ghosh (2001, p. 159). Uma outra razão encontrada na literatura econômica tem origem no fato de que um período de performance anormal positiva, em geral, é seguido por aquisições, muito provavelmente movidas por forças competitivas – fatores temporários.

Dessa forma, Ghosh utilizou 3 filtros para controlar potenciais vieses: (i) setor industrial, no nível 2-digit code da base de dados “Compustat”, por identificar com mais propriedade firmas com características econômicas mais próximas; (ii) tamanho da firma (25% a 200% do valor de mercado dos ativos, no período t-1); (iii) pré-performance das firmas a comporem o “benchmark” a ser usado para ajuste, sendo escolhidas aquelas firmas com as métricas mais próximas das firmas combinadas.

Com esses procedimentos o autor pôde extrair conclusões mais apropriadas, uma vez que como o próprio fez questão de ressaltar, as firmas adquirentes em geral são maiores do que a mediana da indústria e operações de aquisição são efetivadas logo após períodos em que são apresentadas performances anormais superiores. (GHOSH, 2001, p. 176).

Um trabalho de grande relevância, que esclarece muitos aspectos associados ao estudo de eventos por métricas contábeis, é o de autoria de Barber e Lyon (1996). Os autores inventariaram várias pesquisas desenvolvidas com o uso da técnica, fazendo ampla revisão de métodos e procedimentos documentados na literatura, podendo ser considerado um compêndio sobre o tema. Objetivaram identificar o melhor modelo para medição da performance anormal e a melhor estatística de teste.

Os autores afirmam que quando as firmas que compõem a amostra de interesse de estudo apresentam uma performance pré-evento que difira, ainda que modestamente, das firmas integrantes do grupo de controle (“benchmark”) a ser confrontado, quer seja utilizado como parâmetro para seleção amostral a indústria ou concomitantemente a indústria e o tamanho da firma, o resultado a ser alcançado terá por base estatísticas de teste mal especificadas (“misspecified”). Esse problema é explicado pelo fenômeno da reversão das métricas contábeis à média temporalmente (“mean-revert over time”)⁵⁷.

Com uma amostra composta por firmas listadas na NYSE e AMEX, no período de 1977 a 1992, e utilizando como métrica o Retorno dos Ativos $\left(ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}_t + \text{Ativo Total}_{t-1}} \times 2\right)^{58}$, executaram o estudo com base em 9 modelos distintos, num arranjo entre modelos de performance anormal no nível e por diferenças com “lag” de defasagem; setor industrial “2-digit SIC code” e “4-digit SIC code”, tamanho da firma e pré-performance para filtros. Nos modelos no nível trabalharam com a mediana da performance da indústria, ao passo que nos modelos por diferença trabalharam com a mudança na mediana da performance da indústria e com a mediana da mudança da performance da indústria.

Adaptando tabela elaborada pelos autores para apresentar os modelos (BARBER e LYON, 1996, p. 367), chega-se ao quadro 4 abaixo:

⁵⁷ A reversão das métricas contábeis à média tem origem em componentes transitórios no resultado operacional advindos em grande parte de mudanças ou gerenciamento de práticas contábeis (“manipulation of accounting numbers”) ou de forças econômicas subjacentes que resultam em receitas ou despesas não recorrentes, ou ainda de mudanças temporárias na demanda de produtos da firma (BARBER e LYON, 1996, p. 365).

⁵⁸ Os autores ressaltaram que muito embora variados estudos utilizem os ativos totais no final de exercício para escalonar o resultado operacional, suas conclusões não são afetadas quando, alternativamente, a métrica é computada dessa forma (“the general tenor of our conclusions is unaffected”), aspecto que não compromete a pesquisa (BARBER e LYON, 1996, p. 364).

Quadro 4 – Modelos de Performance Anormal de Barber e Lyon (1996)

Modelo	Tipo	Filtros		
		Indústria	Tamanho	Pré-Perfor.
1	No nível da perfor. da indústria	2-digit Code	-	-
2	No nível da perfor. da indústria	4-digit Code	-	-
3	No nível da perfor. da indústria	2-digit Code	70% a 130%	-
4	No nível da perfor. da indústria	2-digit Code	-	90% a 110%
5	1 lag de perfor. defasada da firma e por diferença da perfor. da ind.	2-digit Code	-	-
6	1 lag de perfor. defasada da firma e por diferença da perfor. da ind.	4-digit Code	-	-
7	1 lag de perfor. defasada da firma e por diferença da perfor. da ind.	2-digit Code	70% a 130%	-
8	1 lag de perfor. defasada da firma e por diferença da perfor. da ind.	2-digit Code	-	90% a 110%
9	1 lag de performance defasada da firma	-	-	-

Modelo no Nível :

$$E(P_{it}) = PI_{it}^{Filtro}$$

Modelo c / Lag e por Diferença :

$$E(P_{it}) = P_{i,t-1} + (PI_{it}^{Filtro} - PI_{i,t-1}^{Filtro})$$

Modelo c / Lag :

$$E(P_{it}) = P_{i,t-1}$$

É de se salientar que foram trabalhadas também métricas alternativas de performance operacional, a saber: retorno dos ativos ajustado ao caixa – “cash adjusted” (retorno operacional escalonado pelo valor contábil dos ativos menos caixa e títulos e valores mobiliários); margem operacional das vendas (retorno operacional escalonado pelas vendas); retorno dos ativos a mercado (retorno operacional escalonado pelo valor de mercado dos ativos); fluxo de caixa gerado pelos ativos (fluxo de caixa operacional escalonado pelo valor contábil dos ativos).

Prosseguindo, os autores justificaram o filtro de tamanho como sendo o intervalo entre 70% e 130% do valor contábil dos ativos da firma (“book value of total assets”) por ter sido este dentre os experimentados aquele que proporcionou testes estatísticos mais robustos. Justificativa similar também foi dada para defesa do filtro de pré-performance entre 90% e 110% do ROA da firma (BARBER e LYON, 1996, p. 370).

Adicionalmente, os seguintes passos foram adotados: (i) para fins de cômputo das métricas ajustadas, as firmas que compuseram a amostra de interesse de estudo não integraram o grupo de controle (“benchmark”); (ii) o grupo de controle (“benchmark”) manteve-se constante, no período defasado e corrente, para não haver viés nas métricas ajustadas (viés de sobrevivência); (iii) quando nenhuma firma de pré-performance similar foi detectada no

período de interesse e no mesmo nível setorial, firmas de pré-performance similar foram consideradas em um nível mais concentrado, ou alternativamente firmas de pré-performance similar ignorando-se o nível setorial, ou ainda alternativamente firmas com pré-performance mais próxima (fora do intervalo de 90% e 110% do ROA, porém com ROA bem próximo – “closest to the firm in question”).

Em síntese, os autores concluíram que o modelo que melhor proporciona resultados bem especificados - testes com maior poder estatístico - é aquele que incorpora a performance defasada da firma (modelos com “lags”). Os modelos de diferença são superiores aos modelos no nível e o teste não paramétrico de Wilcoxon possui um poder eficiência superior ao paramétrico t (BARBER e LYON, 1996, p. 395-398).

3.5. Escolhas Operacionais da Pesquisa

Em linha com os melhores procedimentos documentados pela literatura, na condução do estudo de evento por retornos elegeu-se o 1º anúncio acerca da operação de fusão e aquisição (1º Fato Relevante arquivado no sistema IPE) como data crítica para o evento.

Construiu-se uma janela de estimação de 96 pregões que antecedem ao 4º dia anterior ao 1º anúncio da operação de fusão e aquisição e uma janela de eventos com 4 pregões anteriores ao 1º anúncio e 12 pregões posteriores ao 1º anúncio. A ampliação da janela de eventos a 4 pregões anteriores à data da divulgação da operação teve o condão de salvaguardar o estudo de uma eventual antecipação do mercado na precificação da operação⁵⁹. Não se considerou a janela de pós-evento⁶⁰.

A existência de valores perdidos nos dados (“missing values”), quer pela ausência de negócios em um ou mais pregões, quer pela total falta de liquidez do papel, teve por implicação a adoção de alguns procedimentos. Para aqueles papéis com ausência de preços

⁵⁹ Releva esclarecer que não se sugere com esse expediente a possibilidade de haver “insider trading”. Há um processo formal de comunicação da informação. Por exemplo, a Instrução CVM n. 358/02, em seu artigo 12, requer que sejam informadas ao mercado todas as aquisições acima de 5% do “free float” de uma determinada classe e espécie de ação, o propósito com a aquisição e o nome do adquirente. É possível que tal comunicação emita um sinal para o mercado de uma eventual fusão e aquisição. Outra fonte de informação formal é a imprensa especializada, que pode noticiar a iminência de uma operação.

⁶⁰ Embora seja recomendada pela literatura sua adoção, não foram identificados, na bibliografia a que se teve acesso, trabalhos que utilizassem janela de pós-evento.

em poucos pregões, foi utilizada a interpolação linear de dados intercalados como meio de sanar o problema

$$\left(P_{\zeta o A \zeta \tilde{a} o}_t = P_{\zeta o A \zeta \tilde{a} o}_{t-1} + (P_{\zeta o A \zeta \tilde{a} o}_{t+1} - P_{\zeta o A \zeta \tilde{a} o}_{t-1}) \times \left(\frac{P_{\zeta o \acute{I} n d}_t - P_{\zeta o \acute{I} n d}_{t-1}}{P_{\zeta o \acute{I} n d}_{t+1} - P_{\zeta o \acute{I} n d}_{t-1}} \right) \right). \quad \text{Papéis}$$

totalmente ilíquidos foram retirados da amostra.

Dessa forma, trabalhou-se com 95 retornos para rodar a regressão OLS que estimou os retornos esperados e foram computados 17 retornos anormais. A ilustração gráfica a seguir apresentada facilita o entendimento:

Gráfico nº 2 – Tamanhos das Janelas de Estimação e de Evento

Para obtenção dos retornos anormais, recorreu-se ao modelo puramente estatístico do retorno ajustado ao risco e ao mercado $(AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - \alpha_i - \beta_i R_{Mk,\tau})$, consoante recomendação da literatura para estudo de eventos.

A definição do tamanho das janelas adveio do juízo de valor do pesquisador. Jensen e Ruback (1983), em ampla revisão sobre trabalhos empíricos acerca das fusões e aquisições, inventariaram artigos e procedimentos adotados nos estudos de evento conduzidos. O quadro 5 abaixo evidencia o quão discricionário é a escolha do tamanho das janelas, não havendo um padrão entre os autores:

Quadro 5 - Janelas de Evento em Pesquisas com Fusões e Aquisições

Autor (ano)	Evento Estudado	Amostra	Janela de Evento
Dodd e Ruback (1977)	“tender offers”	operações de 1958-78	mês do anúncio e alternativamente o mês do anúncio mais o mês subsequente
Kummer e Hoffmeister (1978)	“tender offers”	operações de 1956-74	mês do anúncio
Bradley (1980)	“tender offers”	operações de 1962-77	-20 dias a +20 dias o anúncio
Jarrel e Bradley (1980)	“tender offers”	operações de 1962-77	-40 dias a + 20 dias o anúncio
Bradley, Desai e Kim (1983)	“tender offers”	operações de 1963-80	-10 dias a +10 dias o anúncio
Bradley, Desai e Kim (1982)	“tender offers”	operações de 1962-80	-10 dias a +10 dias o anúncio
Ruback (1983)	“tender offers”	operações de 1962-81	-5 dias até a data do anúncio
Dodd (1980)	“mergers”	operações de 1970-77	-1 dia até a data do anúncio ou alternativamente -20 dias até a data do anúncio ou alternativamente -10 dias o anúncio a +10 dias a data de efetivação da operação
Asquith (1983)	“mergers”	operações de 1962-76	-1 dia até a data do anúncio ou alternativamente -19 dias até a data do anúncio ou alternativamente -1 dia o anúncio até a data de efetivação da operação
Eckbo (1983)	“mergers”	operações de 1963-78	-1 dia a +1 dia o anúncio ou alternativamente -20 dias a + 10 dias o anúncio
Asquith, Bruner e Mullins (1983)	“mergers”	operações de 1963-79	-20 dias o anúncio até a data do anúncio
Malatesta (1983)	“mergers”	operações de 1969-74	mês do anúncio
Wier (1983)	“mergers”	operações de 1962-79	-10 dias a +10 dias à data do cancelamento da operação

Cada operação amostrada foi controlada categoricamente (alienação de controle, aquisição originária de controle, aquisição de ativos, etc.), separando-se as firmas em adquirentes (“bidders”) e alvo (“target”). Infelizmente não foi possível também controlar o efeito do tipo de liquidação financeira da operação (caixa, ações, dívida ou combinação de um ou mais meios de pagamento), conforme requerido pela literatura, dada a ausência dessas informações nos anúncios.

Foram controlados também, por operação, os efeitos produzidos sobre os diferentes papéis em circulação no mercado e a eventual sujeição da operação a uma Oferta Pública de Aquisição compulsória – OPA, nos termos da Instrução CVM n. 361/02.

Previamente à execução das regressões OLS, com o auxílio do pacote estatístico E-views 4.0, foram analisados os dados com o propósito de identificar a existência de “outliers”. Através

do procedimento “n-way tabulation” foram retiradas aquelas observações consideradas como tais. Com esse expediente, algumas regressões que apresentavam heterocedasticidade nos termos de erro, quebra do pressuposto da normalidade e autocorrelação dos termos de erro, deixaram de apresentar ditos problemas. Chegou-se com isso a 296 regressões OLS para os 101 anúncios amostrados (104 operações amostradas). O Apêndice 2 relaciona os parâmetros das regressões OLS e os resultados dos testes estatísticos de seus pressupostos.

Tendo em vista as peculiaridades constatadas nas estatísticas utilizadas nos estudos de evento, quer sejam paramétricas ou não paramétricas, os pacotes estatísticos a que se teve acesso (SPSS 15.0, E-views 4.0, Statistica 7.0) não estão aptos a rodá-las. Desse modo, com a utilização da planilha MS Excel 2003 e tabelas estatísticas próprias, os testes de significância foram executados. Seguindo orientação prescrita na literatura acerca dos testes com maior poder eficiência, foram eleitos o teste paramétrico t e o teste não paramétrico de sinais para avaliar a significância estatística das métricas computadas (AR, CAR, AAR, CAAR).

No que concerne ao estudo de eventos com base em métrica contábeis, trabalhou-se com os modelos de medição de performance operacional anormal no nível e por intercepto, tal qual o proposto por Healy et al. (1992). Muito embora Barber e Lyon (1996) tenham exaustivamente comprovado a superioridade dos modelos por diferenças e com “lag” de defasagem, tal não foi possível executar pela ausência de informações⁶¹.

Para seleção das operações a comporem a regressão OLS os seguintes critérios foram observados:

- (i) excluíram-se todas as operações envolvendo bancos;
- (ii) consideraram-se preponderantemente operações cuja implicação fosse alteração no controle, pois o novo gestor (controlador) recebe um mandato ilimitado que lhe possibilita

⁶¹ A grande dificuldade prática dessa 2ª parte da pesquisa foi a limitação na base de dados; a ausência de informações. Como grande parte das operações envolveu a aquisição de firmas fechadas, a composição de métricas combinadas pró-forma só foi possível para 22 das 104 operações amostradas, e assim mesmo com a utilização da base de dados da “Melhores e Maiores”, que apresenta firmas fechadas. “Lag” de defasagem e modelos por diferenças reduziram em muito os dados, colocando em risco a viabilidade de uma regressão OLS.

facilmente “rearranjar os contratos” da firma, de tal sorte a torná-la mais eficiente (JENSEN, 1988, p. 23)⁶²;

(iii) disponibilidade de informações acerca da performance das firmas combinadas, em período anterior à operação. Assim, chegou-se a uma subamostra de 22 operações para rodar a regressão OLS.

Quanto ao parâmetro utilizado para seleção do grupo de controle (“benchmark”), foram utilizados filtros de setor (NAICS 313 da Econômica), de tamanho da firma (60% a 140%) e de pré-performance (80% a 120%). Os filtros foram subjetivamente definidos pelo pesquisador, tendo como objetivos comuns selecionar as firmas com características econômicas mais próximas e gerar um grupo de controle com o maior número de firmas possível. Foram utilizados tanto a mediana quanto à média da indústria para fins de cômputo de métricas de performance operacional ajustada ao desempenho setorial.

Nesse particular, métricas de performance operacional, trabalhou-se com o EBITDA escalonado pelo valor contábil dos ativos totais. Elegeu-se como “proxy” para o fluxo de caixa operacional o EBITDA⁶³, mesmo procedimento adotado por Healy et (1992). A métrica pro-forma das firmas combinadas, previamente à operação, foi computada pela ponderação de métricas individuais pelo valor dos ativos totais e considerando o percentual de participação adquirida no capital da firma “target” pela “bidder” após a operação (equivalência patrimonial do EBITDA e do ativo total individual).

Adicionalmente, dois foram os controles exercidos em regressões OLS alternativas ao modelo de intercepto de Healy et al (1992). Controlou-se o fato de ter havido um “big bath” na firma

⁶² “Managers often have trouble abandoning strategies they have spent years devising and implementing, even when those strategies no longer contribute to the organization’s survival. (...) Takeovers generally occur because changing technology or market conditions require a major restructuring of corporate assets, and it is easier for new top-level managers with a fresh view of the business and no ties with current employees or communities to make such changes” (JENSEN, 1988, p. 23)

⁶³ Ao se efetuar uma análise da correlação estatística do EBITDA com o Fluxo de Caixa Operacional, para as firmas integrantes da base de dados “Melhores e Maiores”, para o ano de 2006, período que se conseguiu reunir firmas com ambas as métricas, em uma quantidade razoável, chegou-se a uma estatística de Pearson de 0.768, com p-value de 0.004, o que indica forte correlação estatisticamente significativa. Procedendo-se aos testes de média paramétricos e não paramétricos, para averiguar diferenças significantes entre os grupos, chegou-se a uma estatística *t* de 1.383, com p-value de 0.194, a uma estatística *z* de Wilcoxon de -1.412, com p-value de 0.158, e a um p-value de 0.388 para o teste de sinais, o que evidencia a similaridade estatística, na média, das duas métricas. Assim, pode-se ter certo conforto quanto ao fato de o EBITDA ser uma boa “proxy” para o Fluxo de Caixa Operacional.

“target” e o fato de a firma “bidder” ter se envolvido em múltiplas aquisições, mediante a utilização de variáveis “dummy”.

Duas são as razões para justificar a utilização da “dummy” de “big bath”. A primeira diz respeito ao fato de o pesquisador não ter conseguido identificar, em grande parte dos casos, políticas adotadas pela nova administração que tivessem por implicação a redução de custos de produção, e por consequência impacto no CMV ou em outras despesas operacionais (provisões para desligamento de pessoal, “impairment” de estoques, entre outros). A existência do “big bath” poderia sugerir a implementação de tais medidas.

Aqui cabe um parêntese. O “big bath” foi identificado pela existência de informações qualitativas em notas explicativas (mudanças de práticas contábeis, por exemplo, ou a reclassificação de determinadas rubricas); pela existência de rubrica específica em DRE – itens extraordinários; por anúncios específicos (só uma firma assim procedeu); ou ainda pela existência de resultados não operacionais não usuais, comparativamente a exercícios anteriores.

Tais efeitos, muito embora não causem ruído no EBITDA, servem como um indicativo de que possivelmente métricas nele incluídas (CMV, despesas com vendas, entre outras) também sofreram impactos do “big bath”. Essa é uma premissa adotada pelo pesquisador. Tal aspecto, se não controlado, poderia causar ruído nas métricas ajustadas e consequentemente viés nas conclusões acerca da performance anormal.

Uma outra razão tem origem em proposição já apresentada em seção anterior do trabalho. Aqueles gestores que tiverem promovido um “big bath” na Contabilidade de suas firmas, pós-combinação, não precisam envidar um esforço muito grande para que estas apresentem performances anormais positivas em exercícios sociais subsequentes, ao passo que os demais gestores, de firmas sem “big bath”, são compelidos pelas circunstâncias a se esforçarem ao máximo para bater as firmas concorrentes do seu setor, e com isso provarem para o mercado sua superioridade em relação aos antigos administradores. Tal poderia provocar um efeito transitório e causar do mesmo modo viés nas conclusões acerca da performance anormal. É outra premissa adotada pelo pesquisador.

Com relação à “dummy” para múltiplas aquisições, foi adotada com o propósito de se isolar a sinergia gerada individualmente pelas operações, mediante a decomposição do intercepto da regressão OLS do modelo de Healy et al (1992). Uma firma “bidder” que tenha se envolvido em operações sucessivas, em exercícios sociais subseqüentes, apresentará EBITDA capturando sinergias dessas várias operações (ou contrariamente destruição de riqueza presente em mais de uma operação). Procura-se com esse controle evitar viés na medição da performance anormal combinada das firmas ajustada à indústria pós operação, representada pelo intercepto.

Por fim, quanto às estatísticas de teste, foram utilizadas a paramétrica t e as não paramétricas por sinais e por postos.

3.6. Limitações da Pesquisa

A pesquisa, como todo e qualquer trabalho científico, possui algumas limitações que, no entendimento do pesquisador, não colocam em risco as suas conclusões.

Uma dessas restrições advém da ausência de determinadas informações relevantes, pela inexistência de “disclosure” compulsório e voluntário de algumas firmas. Não se conseguiu compor um número maior de firmas para o estudo de eventos por métricas contábeis em decorrência do não arquivamento de seções do Formulário IAN das firmas “bidder” de capital aberto relativos às firmas “target” fechadas.

A falta de divulgação de métricas operacionais combinadas “pro forma” por parte das firmas também concorreu para a redução da amostra, posto que firmas “target” estrangeiras apresentam métricas contábeis em outras moedas e outros GAAP. Se todas as firmas adotassem o expediente da firma CR2, que divulgou em Relatório de Administração métricas operacionais combinadas “pro forma” com a “target” estrangeira CR1, em reais e Brasil GAAP, além de facilitar a operacionalização da pesquisa aumentaria o número das 22 operações amostradas.

Um outro elemento restritivo do trabalho diz respeito a determinados aspectos subjetivos. Ao longo do planejamento, e na execução da pesquisa, inúmeras escolhas foram feitas e muito

juízo de valor foi exercido. Um exemplo disso foi a definição do que seria um “big bath”. Procurou-se torná-la - a definição - a mais objetiva possível, conforme critérios já abordados. Contudo ainda sim certa dose de julgamento foi inevitável.

Outra restrição óbvia reside na natureza empírica indutiva da pesquisa, que requer prudentemente que generalizações sejam feitas com todo o cuidado devido.

Nesse particular, POPPER (1974, p. 28-29), ao tratar do problema da indução assim se manifesta:

O problema da indução também pode ser apresentado como a indagação acerca da validade ou verdade de enunciados universais que encontrem base na experiência, tais como as hipóteses e os sistemas teóricos das ciências empíricas.

(...)

Se desejarmos estabelecer um meio de justificar as inferências indutivas, deveremos, antes de tudo, procurar determinar um princípio de indução.

(...)

Ora, o princípio da indução não pode ser uma verdade puramente lógica, tal como uma tautologia ou um enunciado analítico. De fato, se existisse algo assim como um princípio puramente lógico de indução, não haveria problema de indução, pois, em tal caso, todas as inferências indutivas teriam de ser encaradas como transformações puramente lógicas ou tautológicas, exatamente como as inferências no campo da Lógica Indutiva. Assim sendo, o princípio da indução há de constituir-se num enunciado sintético, ou seja, enunciado cuja negação não se mostre contraditória, mas logicamente possível.

Por fim, a não publicação da DFC inviabilizou o uso do fluxo de caixa operacional das firmas, que seria a métrica mais apropriada para capturar sinergias de fusões e aquisições. Por outro lado, restou provado o EBITDA ser estatisticamente uma boa “proxy”.

A ausência da divulgação de informações como o Balanço Social e a DVA também pode ser considerado um limitador para a pesquisa. O conhecimento da variação no quadro de pessoal, assim como a decomposição dos fatores de produção (abertura do CMV), poderia sinalizar medidas implementadas pela nova administração logo após a operação de combinação das firmas. Serviriam ao propósito de ajustes nas métricas construídas para medição da performance operacional anormal. A variável “dummy” de “big bath” foi adotada para suprir tal lacuna.

4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

4.1. Análise Descritiva dos Dados

As operações que integram a amostra, conforme já revelado na seção 2.2 do trabalho, atingiram o patamar consolidado de R\$ 223.7 bilhões de reais. A análise descritiva das operações pelo valor dos negócios permite constatar que 2004 foi o ano com a maior parcela do montante transacionado (44,10%), ao passo que 2005 foi o ano com a menor parcela (3,04%). A tabela 1 abaixo sintetiza alguns dados.

Tabela nº 1 – Resumo Valor das Operações

Percentil	R\$ milhões	Ano	Valor - R\$
1%	20.00	2002 (14,14%)	31,647,531,000.00
5%	35.00	2003 (8,14%)	18,220,830,000.00
10%	68.00	2004 (44,11%)	98,682,888,000.00
25%	154.00	2005 (3,05%)	6,819,800,000.00
50%	409.50	2006 (30,56%)	68,363,570,200.00
75%	1,506.00		223,734,619,200.00
90%	2,981.00		
95%	7,053.00		
99%	87,036.00		
Parâmetros da Distribuição			
R\$ milhões			
nº obs.	94	Média	2,380.19
“missing”	10	Desviopad	9,705.49
amostra	104	Assimetria	7.63
		Curtose	64.46

Observa-se também que o maior negócio registrado atingiu o montante de R\$ 87 bilhões e que o menor R\$ 20 milhões, o que não poderia ser diferente em se tratando do valor mínimo. A base de dados da ANBID só considera operações acima de R\$ 20 milhões. As operações em média giraram em torno de R\$ 2 bilhões e 50% delas ficaram acima de R\$ 409 milhões.

Das 104 operações, só e tão-só 10 não apresentaram valor (“missing values”). Isto pode ser explicado pelo fato de 4 operações não terem sido efetivadas, sendo 1 da base ANBID e 3 de fora da base da ANBID (lembrando que 5 operações foram intencionalmente selecionadas pelo pesquisador), e de 6 operações não terem os seus valores divulgados tampouco obtidos em outras fontes de informação. A tabela 2 abaixo evidencia o status das operações:

Tabela nº 2 – Status das Operações

Status	Absoluto	%
Efetivada	100	96.15%
Não Efetivada	4	3.85%
	104	100.00%

As 104 operações, para fins de tratamento e análise dos dados coligidos, foram tabuladas conforme classificação definida pelo pesquisador, a saber: alienação de controle, aquisição originária de controle, aquisição de ativos, aumento de participação acionária, fusão de controle, “joint venture”, migração de controle compartilhado para pleno, migração de controle pleno para compartilhado, migração de controle pulverizado para pleno, permuta de ativos e reestruturação societária.

Basicamente, os critérios utilizados para classificação consideraram a existência ou não de negociação do controle, ou alteração no arranjo do bloco de controle acionário, cujas evidências foram obtidas do balanço consolidado (se pleno ou proporcional), do registro de OPA na CVM, da seção do Formulário IAN que trata da forma pela qual o capital da firma está distribuído no mercado, Relatório de Administração e notas explicativas anexas às DF, dentre outras fontes. Os critérios tomaram por base também o consenso da doutrina jurídica acerca de operações capituladas pelo art. 254-A da Lei 6.404/76 (alienação de controle) e pelo art. 257 (aquisição originária de controle).

No grupo fusão de controle, por exemplo, foram consideradas aquelas operações em que dois grupos econômicos constituíram uma nova firma e verteram seus respectivos ativos operacionais para integralização de seu capital. Diferentemente, na migração de controle pleno para compartilhado a firma já existia e estava sob o controle de um grupo econômico, que passou a compartilhá-lo com outro grupo econômico.

Como “joint venture” foram considerados dois negócios: um em que houve o compartilhamento de ativos e outro em que houve o compartilhamento de operações. No grupo aquisição de ativos, foram assim classificadas aquelas operações em que houve negociação de ativos operacionais, como por exemplo, uma floresta de Eucaliptos ou ainda Pequenas Centrais Hidroelétricas – PCH’s, e aquelas em que houve também a negociação de sociedades tipificadas como coligadas ou equiparadas.

Por fim, classificadas como aumento de participação foram aquelas operações em que a firma “bidder” aumentou sua participação no capital da “target”, sem alcançar o controle tampouco o direito de ingressar no bloco de controle. Permuta de ativos foram aquelas em que se observou o “escambo” de ativos operacionais e como reestruturação societária uma única operação, que a rigor, não deveria ter sido amostrada, por tratar-se de transação com partes relacionadas.

Ainda que se tenha procurado reduzir o grau de subjetividade nas classificações, mediante a adoção de critérios objetivos, algum julgamento se fez necessário. A tabela 3 abaixo tabula os tipos de operações por ano.

Tabela nº 3 – Tipo de Operação por Ano

Operações	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Alienação de Controle (*)	10	8	11	3	13	45
Aquisição Originária de Controle (*)	-	-	-	1	4	5
Aquisição de Ativos	3	5	3	2	2	15
Aumento de Participação	1	4	1	3	1	10
Fusão de Controle (*)	2	1	1	-	1	5
Joint Venture	-	-	-	-	2	2
Migração de Controle Compartilhado para Pleno (*)	4	-	2	2	4	12
Migração de Controle Pleno para Compartilhado (*)	1	1	2	2	-	6
Mudança de Controle Pulverizado para Pleno (*)	-	-	-	-	1	1
Permuta de Ativos	1	-	-	-	1	2
Reestruturação Societária	-	-	1	-	-	1
	<u>22</u>	<u>19</u>	<u>21</u>	<u>13</u>	<u>29</u>	<u>104</u>
(*) operações c/ alteração no controle	<u>(21,15%)</u>	<u>(18,27%)</u>	<u>(20,19%)</u>	<u>(12,50%)</u>	<u>(27,88%)</u>	<u>(100%)</u>

Uma primeira constatação dos números é a de que há um equilíbrio na distribuição das operações por ano, não havendo definitivamente um viés na amostragem. Tal idéia é sugerida quando se analisam as operações por volume transacionado, vez que em 2004 uma única operação envolveu R\$ 87 bilhões e em 2006 uma outra operação que consumiu sozinha R\$ 36 bilhões.

Outro aspecto interessante é o de que somando todas as operações que envolveram alteração no controle das firmas chega-se a 71,15% do total amostrado (74 operações em 104). Isso é importante para a pesquisa em decorrência de a literatura revisada tratar eminentemente de fenômenos que envolvem alteração no controle das firmas.

Ao se fazer a tabulação dos setores econômicos envolvidos nas operações amostradas, segundo critério de classificação NAICS 313 da Económica, considerando a firma “bidder”, chega-se ao seguinte resultado evidenciado na tabela 4:

Tabela nº 4 – Tabulação Setorial Firma “Bidder”

Sector NAICS 313 - Firma "Bidder"	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Abatedouros	-	-	-	-	2	2
Administração de empresas e empreendimentos	1	1	-	1	-	3
Atividades auxiliares ao transporte rodoviário	-	-	1	1	-	2
Bancos	6	7	4	1	1	19
Comercio atacadista de petróleo e produtos de petróleo	-	-	1	-	-	1
Construção de edifícios residenciais	-	-	-	-	2	2
Distribuição de gas natural	-	-	-	-	-	-
Extração de petróleo e gas	2	-	2	-	-	4
Fundição	1	-	-	-	-	1
Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica	3	-	1	1	5	10
Indústria de autopeças	-	-	-	-	1	1
Indústria de bebidas	1	1	1	-	1	4
Indústria de fertilizantes e pesticidas	-	-	1	-	1	2
Indústria de cimento e produtos de concreto	-	2	-	-	-	2
Indústria de papel, celulose e papelão	1	2	1	-	1	5
Indústria de roupas de tecido	-	-	1	-	1	2
Indústria de remédios	1	-	-	-	-	1
Indústria química básica	-	-	-	-	-	-
Laboratório de exames médicos	-	-	-	-	1	1
Loja de departamentos	1	-	-	2	-	3
Mineração de metais	-	1	1	1	2	5
Seguradora	1	-	-	-	-	1
Tecelagens	-	-	1	-	-	1
Telecomunicações	1	3	3	3	2	12
Transformação de aço em produtos de aço	2	1	2	2	4	11
Transporte ferroviário	-	-	-	-	1	1
TV a cabo	-	-	-	-	1	1
Vendas por correio ou meio eletrônico	-	-	-	-	2	2
Sem Classificação	1	1	1	1	1	5
	<u>22</u>	<u>19</u>	<u>21</u>	<u>13</u>	<u>29</u>	<u>104</u>

Pode-se verificar que os setores que preponderaram, considerando-se a atuação das firmas “bidder”, foram bancos (18,27%), geração, transmissão e distribuição de energia elétrica (9,62%), telecomunicações (11,54%), e transformação de aço em produtos de aço (10,58%).

Resultado similar é obtido com a tabulação setorial das firmas “target”. Preponderância de bancos (18,27%), geração, transmissão e distribuição de energia elétrica (10,58%), telecomunicações (11,54%), e transformação de aço em produtos de aço (11,54%). Tal fato seria uma evidência de que houve um movimento de consolidação das firmas em referidos setores, no período amostrado. A tabela 5 a seguir evidencia os números:

Tabela nº 5 - Tabulação Setorial Firma "Target"

Sector NAICS 313 - Firma "Target"	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Abatedouros	-	-	1	-	1	2
Administração de empresas e empreendimentos	-	-	-	-	1	1
Atividades auxiliares ao transporte rodoviário	-	2	1	1	-	4
Bancos	6	6	4	1	2	19
Comercio atacadista de petróleo e produtos de petróleo	-	-	1	-	-	1
Construção de edificios residenciais	-	-	-	-	2	2
Distribuição de gas natural	-	-	1	-	-	1
Extração de petróleo e gas	2	-	-	-	-	2
Fundição	1	-	-	-	-	1
Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica	3	-	2	1	5	11
Indústria de autopeças	-	-	-	-	1	1
Indústria de bebidas	1	1	1	-	1	4
Indústria de fertilizantes e pesticidas	-	-	-	-	1	1
Indústria de papel, celulose e papelão	1	2	1	-	1	5
Indústria de remédios	1	-	-	-	-	1
Indústria química básica	-	-	-	-	1	1
Laboratório de exames médicos	-	-	-	-	1	1
Loja de departamentos	1	-	-	1	-	2
Mineração de metais	-	1	1	1	2	5
Seguradora	1	1	-	-	-	2
Tecelagens	-	1	2	-	-	3
Telecomunicações	2	3	3	3	1	12
Transformação de aço em produtos de aço	2	1	2	3	4	12
Transporte ferroviário	-	-	-	-	1	1
TV a cabo	-	-	-	1	2	3
Vendas por correio ou meio eletrônico	-	-	-	-	1	1
Sem Classificação	1	1	1	1	1	5
	<u>22</u>	<u>19</u>	<u>21</u>	<u>13</u>	<u>29</u>	<u>104</u>

Uma análise setorial adicional revela uma correspondência quase perfeita entre firmas "bidder" e "target", o que corrobora a questão do movimento de consolidação. Das 104 operações, 87 foram horizontais (firma "bidder" e "target" no mesmo setor NAICS 313), ao passo que 17 não se enquadraram como tal, sendo 4 operações verticais (firma "bidder" e "target" no mesmo setor NAICS 96) e 13 operações de conglomerado (firma "bidder" e "target" em setor NAICS 96 diferente). Tal classificação é utilizada pela literatura, como foi em Wansley et al (1983, p. 17)⁶⁴. A tabela 6 abaixo ilustra o que foi abordado:

⁶⁴ Em verdade a literatura segue o padrão adotado pelo Federal Trading Commission – FTC na classificação das operações de combinação entre firmas.

Tabela nº 6 – Tipo de Combinação entre Firms

Tipo de Combinação	Absoluto	Relativo
Horizontal	87	83.65%
Vertical	4	3.85%
Conglomerado	13	12.50%
	<u>104</u>	<u>100.00%</u>

Em se tratando dos mercados nos quais as firmas “bidder” e “target” estão listadas, grande parte das operações de fusão e aquisição envolveu firmas “bidder” listadas na Bovespa, quer seja na listagem comum da bolsa de São Paulo, quer seja na listagem que compreende firmas com níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado). Já no tocante às firmas “target”, estas foram em grande parte firmas listadas no Bovespa e firmas não listadas, assim consideradas as estrangeiras e sociedades de capital fechado.

Uma ilação que se pode fazer com base nesses dados é que o fato de grande parte de firmas “target” enquadrarem-se no grupo de não listadas (firmas estrangeiras ou de capital fechado) sugere um movimento de internacionalização de grandes corporações nacionais e também de consolidação setorial, vez que ditas firmas ou adquirem congêneres no exterior ou adquirem congêneres no Brasil. A tabela 7 abaixo sintetiza os dados:

Tabela nº 7 – Listagem Firms “Bidder” e “Target”

Listagem	"Bidder"	%	"Target"	%
BovMesb	-	0.00%	1	0.96%
BalcãoÑOrg.	-	0.00%	1	0.96%
Bovespa	28	26.92%	29	27.88%
N1	37	35.58%	5	4.81%
N2	3	2.88%	4	3.85%
NM	10	9.62%	5	4.81%
Soma	1	0.96%	-	0.00%
Ñ Listada	25	24.04%	59	56.73%
	<u>104</u>	<u>100.00%</u>	<u>104</u>	<u>100.00%</u>

Assim, a análise descritiva dos dados parece sugerir que para alguns setores há um movimento de consolidação – a horizontalização das combinações entre as firmas é uma evidência de tal fato – e que firmas nacionais estariam a adquirir congêneres no exterior ou congêneres no Brasil – a tabela 7 permite esse tipo de ilação – já em resposta a mercados cada vez mais globalizados; ao acirramento da concorrência no setor de serviços financeiros; e não menos importante como meio de fazer face a grandes firmas do setor de outros países.

4.2. Retornos Anormais Pós-Anúncio

Consoante as questões de pesquisa formuladas, e tendo em vista que a literatura revisada investiga eminentemente fenômenos associados às operações de fusão e aquisição em que haja negociação do controle da firma, a análise dos retornos anormais ficou restrita às operações classificadas como alienação de controle, aquisição originária de controle, fusão de controle, migração de controle compartilhado para pleno, migração de controle pleno para compartilhado, e migração de controle pulverizado para pleno.

Na composição das métricas cumuladas dos retornos anormais, quais sejam, a do retorno anormal médio – AAR e a do retorno anormal médio acumulado – CAAR, que servem ao propósito de analisar os efeitos gerados pelo conjunto das operações, alguns procedimentos foram adotados. A fim de evitar distorções na comparação entre os papéis – Ações Ordinárias x Ações Preferenciais – consideraram-se só e tão-somente operações cujas firmas envolvidas apresentassem ambos os papéis, possibilitando assim a formação de grupos com as mesmas firmas. Outra preocupação foi a segregação dos retornos anormais entre firmas “target” e “bidder”, conforme recomendado pela literatura.

Desse modo, ao se computarem as métricas para as firmas “bidder”, chegou-se aos gráficos 3 e 4 abaixo apresentados:

Gráfico nº 3 – Retornos Anormais Médios das Firmas “Bidder”

Gráfico nº 4 – Retornos Anormais Acumulados Médios das Firms “Bidder”

Observa-se que as expectativas do mercado com relação a possíveis sinergias advindas das operações de fusão e aquisição foram positivas para as firms “bidder”. Há expectativas de ganhos, de lucros anormais a serem produzidos. Em termos comparativos, os retornos anormais são muito maiores para as ações preferenciais do que para as ordinárias, o que de certo modo indica que na visão do mercado não houve expropriação de não controladores por parte de controladores nessas operações; de que foram praticados preços justos nas transações celebradas. Os ágios, eventualmente reconhecidos, possuem, na visão do mercado, substância econômica.

Ao se proceder aos testes estatísticos de significância, constata-se que os retornos anormais observados nas ações ordinárias não foram estatisticamente significativos, ao passo que os observados nas ações preferenciais foram considerados como tais⁶⁵. A tabela 8 abaixo evidencia os números:

⁶⁵ Os valores críticos para t obtidos de uma tabela estatística, com 60 graus de liberdade, são 2,390 a 1%, 1,671 a 5% e 1,296 a 10%. Assintoticamente (a janela de estimação possui 96 dias com negócios), os valores de t aproximam-se de z, cuja tabela estatística apresenta os seguintes valores críticos: 2,32 a 1%, 1,64 a 5% e 1,28 a 10%.

Tabela nº 8 – Estatísticas t e de Sinais para AAR e CAAR de Ações das Firmas “Bidder”

Bidder									
AAR	Ord.	t-Stud.	Pref.	t-Stud.	CAAR	Ord.	t-Stud.	Pref.	t-Stud.
-4	-0.06%	-0.0188	3.50%	1.1665	-4	-0.06%	-0.0188	3.50%	1.1665
-3	0.05%	0.0163	3.07%	1.0227	-3	-0.01%	-0.0018	6.57%	1.5480
-2	0.59%	0.1851	3.67%	1.2232	-2	0.58%	0.1054	10.24%	1.9702
-1	0.11%	0.0362	3.20%	1.0668	-1	0.69%	0.1094	13.44%	2.2396
0	0.40%	0.1278	3.34%	1.1122	0	1.10%	0.1550	16.78%	2.5005
1	-0.11%	-0.0363	3.42%	1.1391	1	0.98%	0.1266	20.19%	2.7477
2	-0.32%	-0.1006	3.52%	1.1724	2	0.66%	0.0792	23.71%	2.9870
3	0.76%	0.2406	3.76%	1.2535	3	1.42%	0.1591	27.47%	3.2373
4	-0.73%	-0.2302	3.73%	1.2448	4	0.70%	0.0733	31.21%	3.4671
5	-1.38%	-0.4380	3.47%	1.1577	5	-0.69%	-0.0690	34.68%	3.6553
6	0.69%	0.2192	3.71%	1.2361	6	0.00%	0.0003	38.39%	3.8579
7	1.05%	0.3325	2.91%	0.9712	7	1.05%	0.0963	41.30%	3.9740
8	-0.10%	-0.0313	3.76%	1.2535	8	0.96%	0.0839	45.06%	4.1657
9	-1.36%	-0.4288	4.06%	1.3534	9	-0.40%	-0.0338	49.12%	4.3759
10	1.34%	0.4241	3.11%	1.0377	10	0.94%	0.0769	52.24%	4.4955
11	0.08%	0.0252	3.41%	1.1355	11	1.02%	0.0807	55.64%	4.6366
12	1.13%	0.3578	3.63%	1.2106	12	2.15%	0.1651	59.28%	4.7918
Sign Test	0.7276		4.1231		Sign Test	2.1828		4.1231	

É bom salientar que a literatura documenta que, em regra, os acionistas das firmas “bidder” não ganham tampouco perdem com operações de fusões e aquisições. Os retornos anormais observados são na sua maioria positivos e não estatisticamente significativos. (JENSEN e RUBACK, 1983)

Passando à análise dos efeitos produzidos pelas operações sobre os acionistas das firmas “target”, constata-se que as expectativas de sinergias e por consequência de geração de valor são muito maiores. Na visão do mercado, as operações são extremamente benéficas para os acionistas das firmas “target” com um detalhe, se comparado aos acionistas das firmas “bidder”: os retornos anormais observados nas ações ordinárias estão bem próximos aos observados nas ações preferenciais. Os gráficos 5 e 6 abaixo evidenciam os resultados:

Gráfico nº 5 – Retornos Anormais Médios das Firms “Target”

Gráfico nº 6 – Retornos Anormais Acumulados Médios das Firms “Target”

Em linha também com o que está documentado pela literatura, que evidencia que os acionistas das firmas “target” sempre ganham com as operações de fusão e aquisição, os resultados estão consistentes. E os ganhos em regra são estatisticamente significativos e materiais (JENSEN e RUBACK, 1983). Aqui cabe um parêntese. Nos EUA, conforme já salientado, tal reação nos papéis é esperada dada a forma pela qual as operações são concretizadas e principalmente pelo ambiente de regulação das ofertas públicas. A William’s Act requer um prazo mínimo de 20 dias úteis para os acionistas das firmas “target” decidirem acerca da oferta, o que acaba por atrair a atenção de outros interessados na firma, que formulam ofertas concorrentes e forçam a ocorrência de um leilão (“auction”), pressionando os preços para cima.

No Brasil, a razão para serem observados retornos anormais muito maiores em ações ordinárias das firmas “target” do que em ações ordinárias de firmas “bidder” reside, do mesmo modo, em questões de natureza de regulação. A alienação do controle da firma “target” aciona o gatilho da OPA compulsória previsto no artigo 254-A da Lei 6.404/76. Antes de se analisar o reflexo de uma OPA sobre as operações, cabe apresentar os resultados das estatísticas computadas para os retornos anormais observados nos papéis das firmas “target”. A tabela 9 abaixo sintetiza os números:

Tabela nº 9 – Estatísticas t e de Sinais para AAR e CAAR de Ações das Firmas “Target”

Target									
AAR	Ord.	t-Stud.	Pref.	t-Stud.	CAAR	Ord.	t-Stud.	Pref.	t-Stud.
-4	16.46%	1.9052	18.06%	2.2514	-4	16.46%	1.9052	18.06%	2.2514
-3	16.77%	1.9409	18.28%	2.2791	-3	33.24%	2.7196	36.34%	3.2036
-2	17.68%	2.0458	15.77%	1.9659	-2	50.92%	3.4017	52.11%	3.7508
-1	17.62%	2.0388	19.18%	2.3911	-1	68.53%	3.9653	71.28%	4.4438
0	18.63%	2.1555	19.88%	2.4786	0	87.16%	4.5107	91.16%	5.0831
1	15.18%	1.7562	16.93%	2.1105	1	102.34%	4.8346	108.09%	5.5018
2	16.47%	1.9060	15.84%	1.9749	2	118.81%	5.1964	123.93%	5.8402
3	14.89%	1.7226	15.75%	1.9631	3	133.69%	5.4698	139.67%	6.1570
4	16.26%	1.8811	16.91%	2.1078	4	149.95%	5.7840	156.58%	6.5075
5	16.24%	1.8798	17.11%	2.1330	5	166.20%	6.0816	173.69%	6.8481
6	15.42%	1.7840	15.92%	1.9845	6	181.61%	6.3365	189.60%	7.1277
7	15.70%	1.8163	17.58%	2.1921	7	197.31%	6.5911	207.19%	7.4571
8	15.34%	1.7757	18.73%	2.3348	8	212.65%	6.8250	225.91%	7.8121
9	15.30%	1.7704	17.49%	2.1810	9	227.95%	7.0499	243.41%	8.1108
10	14.53%	1.6819	15.74%	1.9624	10	242.49%	7.2451	259.14%	8.3425
11	15.26%	1.7654	19.10%	2.3818	11	257.74%	7.4564	278.25%	8.6730
12	15.42%	1.7843	17.10%	2.1316	12	273.16%	7.6665	295.34%	8.9311
Sign Test	4.1231		4.1231		Sign Test	4.1231		4.1231	

Corroborando mais uma vez o que documenta a literatura, todos os retornos anormais são estatisticamente significativos e extremamente materiais, quer seja para a ação ordinária ou para a preferencial, quer seja considerada a estatística paramétrica t ou a estatística não paramétrica de sinais.

Prosseguindo, ao serem isoladas as operações de fusão e aquisição, que foram objeto de OPA por alienação de controle registrada na CVM, e se recomputarem as métricas de retornos anormais das firmas “target”, resultados interessantes são observados.

Convém ressaltar que para esse grupo específico foram computadas também métricas AAR e CAAR para ADR’s lastreados em ações ordinárias e preferenciais, visando a avaliar como o

mercado norte-americano enxergaria um instituto tão peculiar como o da OPA do art. 254-A. Assim, chega-se aos gráficos 7 e 8 abaixo:

Gráfico nº 7 – Retornos Anormais Médios das Firmas “Target” (Operações com OPA)

Gráfico nº 8 – Retornos Anormais Cumulados Médios das Firmas “Target” (Operações com OPA)

Em um primeiro momento, a apreciação dos gráficos 7 e 8 sugere haver uma anomalia; uma precificação dispar entre os mercados brasileiro e o norte-americano no tocante a esse tipo de operação. Entretanto, uma importante consideração deve ser tecida: as métricas de AAR e CAAR para as ações ordinárias e preferenciais contemplaram as mesmas 5 firmas ao passo que as utilizadas para ADR ordinária e preferencial uma única firma. Conforme já tratado, a ausência de alguns dados e informações é uma das limitações deste trabalho.

Assim, investigando pormenorizadamente as operações e buscando explicações para o fenômeno em características peculiares das firmas utilizadas no cômputo das métricas, constata-se haver dois grupos de firmas “target” que apresentam retornos anormais bem similares⁶⁶: aquelas com investidores institucionais como acionistas não controladores (2 firmas), detendo mais de 5% de ações ordinárias, em que foram observados retornos anormais positivos para ações ordinárias e ADR lastreado nesse mesmo papel e retornos anormais negativos para ações preferenciais e ADR lastreado nesse mesmo papel, e aquelas que não possuem investidores institucionais como acionistas não controladores (3 firmas⁶⁷), em foram observados retornos anormais positivos para ações ordinárias e preferenciais. O quadro 6 abaixo sintetiza o ocorrido:

Quadro 6 – Firmas “Target” com OPA por alienação de controle

	Target	Ord	"free float"	Pref	"free float"	ADR Ord.	ADR Pref.	IAN
(*)	39a	DL99	9,34%	DO99	67,24%			2003
(*)	40a	B146	17,36%	E146	95,89%	H146	K146	2002
(**)	57a	BM193	9,74%	BP193	98,84%			2003
(**)	75a	AI287	21,21%	AL287	66,95%			2004
(**)	92a	W334	10,60%	Z334	100,00%			2005

(*) os papéis ordinários e preferenciais comportaram-se sugerindo a hipótese da miopia.

(**) os papéis ordinários e preferenciais comportaram-se de modo similar, precificando sinergias.

Dando continuidade, ao se compulsar o formulário IAN de referidas firmas, em seção que trata da forma pela qual está distribuído seu capital no mercado, conseguem-se montar os quadros 7 a 11 abaixo:

⁶⁶ As 5 operações que compuseram essa subamostra representam 23,81% do total das OPA's registradas na CVM no período de 2002 a 2006 (5 operações em 21).

⁶⁷ Em verdade, dentre as 3 firmas grupadas, uma possui investidor institucional como acionista não controlador, detendo mais de 5% de ações ordinárias. Contudo essa firma apresentou comportamento similar ao das outras duas no que diz respeito s métricas AAR e CAAR, qual seja, retornos anormais positivos para ações ordinárias e preferenciais. Uma explicação possível e plausível para esse comportamento seria o fato de sua alienação de controle ter sido o meio encontrado de se evitar uma liquidação de seus ativos líquidos, posto que seu ex-controlador, uma das grandes corporações norte-americanas envolvidas em escândalos fraudulentos recentes nos EUA com demonstrações financeiras, encontrava-se em processo falimentar.

Quadro 10 – Distribuição de Capital da Firma “Target” n. 75

Operação: Migração de Controle Compartilhado para Pleno							
Target 75a	Anúncio	Posição em 24.06.2005			Posição em 05.01.2007		
Leilão OPA	26.10.2005	Ord	Pref.	Total	Ord	Pref.	Total
27.04.2006	Arcelor	38.94	22.04	27.68	90.66	38.12	55.66
	Previ BB	18.94	10.43	13.27	-	10.43	6.95
	Sistel	12.13	-	4.05	-	-	-
	Petros	5.73	-	1.92	-	-	-
	Controlador	75.74	32.47	46.92	-	-	-
	BNDESPAR				-	25.60	17.05
	Poland FIA				0.16	7.96	5.35
	Ações em Tesouraria	0.60	0.21	0.34	0.59	0.21	0.34
	Outros	23.66	67.32	52.74	8.59	17.68	14.65
Saída 64%	Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

OBS: Petros deixou de participar do controle após operação

Quadro 11 – Distribuição de Capital da Firma “Target” n. 57

Operação: Alienação de Controle							
Target 57a	Anúncio	Posição em 09.02.2004			Posição em 28.04.2005		
Leilão OPA	15.03.2004	Ord	Pref.	Total	Ord	Pref.	Total
13.12.2004	Controlador	49.90	-	18.56	88.37	-	32.87
	NewStartel Part.	1.89	-	0.70	1.89	-	0.70
	Cont. de Serv. S/A	-	-	-	-	0.56	0.35
	(*) Previ BB	5.40	3.16	3.99	-	-	-
	Ações em Tesouraria	-	0.84	0.53	-	0.60	0.38
	Outros	42.81	96.00	76.22	9.74	98.84	65.70
Saída 80%	Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(*) Conforme já salientado em nota de rodapé n. 67, a firma “target” 57 apresentou comportamento similar ao das firmas sem investidores institucionais. Seu antigo controlador, uma das corporações envolvidas em escândalos contábeis nos EUA, estava em processo falimentar. A alienação do controle da firma foi um meio encontrado para evitar a liquidação de seus ativos líquidos.

Desse modo, recomputando as métricas e formando os novos grupos, chega-se aos gráficos 9 e 10 abaixo para o primeiro subgrupo de firmas “target” com OPA:

Gráfico nº 9 – Retornos Anormais Médios das Firmas "Target"
(Operações com OPA e com Investidores Institucionais como minoritários nas firmas "Target")

Gráfico nº 10 – Retornos Anormais Cumulados Médios das Firmas "Target"
(Operações com OPA e com Investidores Institucionais como minoritários nas firmas "Target")

Fica claro agora que com o advento da OPA por alienação de controle e com a presença de investidores institucionais, as ações ordinárias e ADR lastreado nesse mesmo papel são sobrejamente precificados, ao passo que as ações preferenciais e ADR lastreado nesse papel são extremamente penalizados. Tal evidência sugere haver uma miopia de curto prazo quando essas condições estão presentes. Precifica-se o prêmio de controle e ignoram-se sinergias eventualmente advindas da combinação das firmas.

Em termos de significância estatística, as métricas AAR e CAAR para ações ordinárias e preferenciais passam, respectivamente, a 5% e 1%. Quanto aos ADR's, a métrica AAR é

rejeitada em todos os dias da janela de eventos para preferenciais e aceita a 5% na data zero para ordinária e também nas datas +2 e +3 a 10%. Já a métrica CAAR é aceita para ADR ordinária a partir da data zero a 5% e para ADR preferencial a partir da data +10 a 10%.

Conforme já foi ressaltado, a literatura documenta o entendimento de que os investidores institucionais não são acionistas leais. Se puderem realizar investimentos a um retorno que exceda suas metas atuariais assim procederão. Nesse sentido, o mercado conhecedor desse fato, detentor das informações públicas acerca da distribuição do capital das firmas, e já experiente quanto ao desdobramento de uma OPA com a presença de investidores institucionais – a contenda que se avizinha – no anúncio das operações precificará a saída do negócio; precificará significativamente os papéis ordinários e penalizará os papéis preferenciais⁶⁸.

No que concerne ao segundo subgrupo de firmas, os gráficos 11 e 12 abaixo indicam a consistência com o que documenta a literatura a respeito: expectativas de geração de valor com a combinação das firmas, para os acionistas das firmas “target”.

**Gráfico nº 11 – Retornos Anormais Médios das Firmas “Target”
(Operações com OPA e sem Investidores Institucionais como minoritários nas firmas “Target”)**

⁶⁸ Releva registrar que a “target” 40 até o anúncio da operação apresentava ações preferenciais negociadas com um “spread” acima das ordinárias. Após o anúncio esse spread simplesmente se inverteu. Um detalhe: as preferenciais não possuíam “tag along” estatutário.

**Gráfico nº 12 – Retornos Anormais Cumulados Médios das Firmas “Target”
(Operações com OPA e sem Investidores Institucionais como minoritários nas firmas “Target”)**

Do que foi abordado nesta seção, com as evidências que foram coligidas, é possível responder as questões de pesquisa 1 e 5. Objetivamente, o anúncio das operações de fusão e aquisição cria expectativas de maximização de riqueza dos acionistas das firmas envolvidas, de geração de valor. Contudo, para as firmas “target”, na ocorrência de uma OPA, com a perspectiva da tensão no processo de definição do prêmio de controle a ser estendido a acionistas não controladores, pela presença de investidores institucionais, o anúncio das operações de fusão e aquisição causa impacto diferenciado na precificação de ações ordinárias e preferenciais, provocando no mercado uma reação similar à hipótese da miopia de curto prazo.

4.3. Performance Operacional Anormal Pós-Operação

Passando à análise das operações após sua concretização, com o propósito de averiguar se a informação contábil corrobora as expectativas do mercado em termos de maximização de riqueza dos acionistas, e por consequência de criação de valor, preliminarmente apresentam-se os testes univariados, paramétricos e não paramétricos. Trabalhando com o modelo de performance operacional anormal no nível, conforme tratado na seção 2.4 do trabalho, chega-se aos seguintes resultados consolidados na tabela 10 abaixo apresentada:

Tabela nº 10 – Performance Anormal no Nível

		Média	nº de obs.	Tests t	Wilcoxon	Teste Sig
Métricas Ajustadas à indústria pela mediana	Ebitda Bidder _{t+1}	-0.0127	22	t=1.889	z=-1.802	p=0.052
	EbitdaCombinado _t	0.0046	22	p=0.073	p=0.072	
Métricas Ajustadas à indústria pela média	Ebitda Bidder _{t+1}	-0.0147	22	t=1.972	z=-1.997	p=0.052
	EbitdaCombinado _t	0.0020	22	p=0.062	p=0.046	

As métricas foram ajustadas à média e à mediana da performance da indústria, considerando filtros de setor (NAICS 313), de tamanho da firma (60% a 104%) e de pré-performance (80% a 120%)

Verifica-se que tanto o teste paramétrico t quanto os não paramétricos de Wilcoxon e de sinais indicam que a média de Ebitda ajustado das 22 firmas⁶⁹ consideradas cai no período subsequente à combinação, sendo essa diferença estatisticamente significativa. O teste de Wilcoxon ranqueou 16 diferenças negativas, quer seja na métrica ajustada pela média quer seja na ajustada pela mediana.

Essa primeira evidência indica que a Contabilidade não corroborou as expectativas do mercado; de que a combinação entre as 22 firmas, na média, gerou resultados anormais negativos. Pode-se suspeitar que pelo fato de ser um primeiro ano em que novos gestores (controladores) assumem a firma “bidder”, seja natural a ocorrência de um “big bath”. Ademais os testes univariados não são suficientes para se chegar a conclusões robustas nesse sentido.

Dessa forma, utilizando o modelo multivariado de performance operacional anormal de intercepto, mais robusto que o anterior, com as métricas de Ebitda ajustadas por média e mediana, e com os filtros já descritos, chega-se a 6 regressões OLS distintas evidenciadas na tabela 11 abaixo:

⁶⁹ As 22 firmas que compuseram a subamostra para rodar o estudo de eventos por métricas contábeis foram selecionadas segundo critérios já discutidos na seção 2.5 do trabalho.

Tabela nº 11 – Regressões OLS de Performance Anormal no Intercepto em $t+1$

A variável dependente é o Ebitda Bidder _{t+1}						
	Regressão 1 (22 obs)	Regressão 2 (20 obs)	Regressão 3 (22 obs)	Regressão 4 (22 obs)	Regressão 5 (20 obs)	Regressão 6 (20 obs)
Intercepto	-0.01639 (t=-1.877318 p=0.0751)	-0.021346 (t=-2.211962 p=0.0401)	-0.014476 (t=-1.207864 p=0.2419)	-0.010107 (t=-0.731278 p=0.4735)	-0.025421 (t=-1.871231 p=0.0786)	-0.007441 (t=-0.507648 p=0.6182)
Ebitda Combinado _t	0.768836 (t=1.946860 p=0.0657)	0.819113 (t=1.931755 p=0.0693)	0.740048 (t=1.753707 p=0.0956)	0.797282 (t=1.971873 p=0.0634)	0.857478 (t=1.936959 p=0.0696)	0.907881 (t=2.142812 p=0.0469)
Big Bath			-0.00453 (t=-0.239832 p=0.8130)		0.008626 (t=0.436762 p=0.6678)	
Múltiplas Operações				-0.010733 (t=-0.593017 p=0.5602)		-0.023921 (t=-1.246244 p=0.2296)
Resultados						
R2	0.159320	0.171716	0.161857	0.174597	0.180907	0.241054
Estatística F	0.065733	0.069288	0.186862	0.161557	0.183371	0.095895
Jarque-Bera	0.477990	0.662490	0.408269	0.624192	0.757804	0.746146
White	0.731213	0.581431	0.839904	0.665134	0.694284	0.534102
Breusch-God. (1 lag)	0.154901	0.353573	0.208740	0.123264	0.290944	0.343899

Modelos 1, 3 e 4: EBITDA ajustado à média da indústria

Modelos 2, 5 e 6: EBITDA ajustado à mediana da indústria, com expurgo de 2 observações “outliers” que provocavam heterocedasticidade nos resíduos.

A interpretação dos resultados obtidos com as regressões OLS conduz às seguintes constatações: (i) o intercepto, que captura a sinergia da combinação, mostrou-se negativo em todas as regressões, sendo estatisticamente significativo nas regressões 1, 2 e 5; (ii) o fenômeno do “big bath” não exerce qualquer influência na medição da performance anormal, não sendo estatisticamente significativo nem na regressão 3 tampouco na 5; (iii) o fato de a firma “bidder” levar a efeito um programa implícito de aquisições – a “dummy” para aquisições múltiplas – não exerce também qualquer influência na medição de performance anormal da combinação, quer seja para cima (Ebitda anormal positivo) ou para baixo (Ebitda anormal negativo). Não se mostrou estatisticamente significativa nas regressões 4 e 6; (iv) as regressões 3, 4 e 5 foram rejeitadas pelo teste F.

Enfim, objetivamente o modelo econométrico mais complexo, com controles específicos, sugere também haver uma contraposição entre o que a Contabilidade informa do resultado, na média, da combinação das firmas com as expectativas do mercado quando do anúncio das

operações. Estariam os resultados sugerindo sobrepreço praticado nas operações sem substância econômica? “Impairment loss” para os ágios reconhecidos pelas firmas “bidder”?

Essas são questões da maior relevância e seriedade, que não podem ser tratadas de modo leviano. Não obstante os resultados alcançados até o momento, a prudência e o ceticismo que devem nortear todo e qualquer trabalho científico impõem medidas adicionais; a coleta de mais evidências para corroborar as conclusões.

Assim, as mesmas regressões OLS anteriores foram rodadas mais uma vez considerando mais um período ($t+2$). É bom ressaltar que na adoção desse procedimento alguns problemas surgiram: (i) três operações foram excluídas da amostra, em decorrência de $t+2$ ter caído, em 2 desses casos, no exercício social findo em 2007, ainda não encerrado e pelo fato de 1 das 3 firmas “bidder” ter cancelado o seu registro de companhia aberta, não figurando em $t+2$ na base de dados da Economatica, tampouco na base de dados da Melhores e Maiores; (ii) algumas das firmas que compuseram os filtros de setor, tamanho e pré-performance em t e em $t+1$ deixaram de figurar em $t+2$ (cancelaram o registro de companhia aberta ou foram incorporadas/extintas). Assim, para se evitar incorrer no problema do viés de sobrevivência (“survivorship bias”) e poder comparar efetivamente métricas ajustadas pelos mesmos filtros, os Ebitdas combinado em t e da firma bidder em $t+1$ foram recalculados considerando o rebalanceamento dos filtros. A tabela 12 abaixo sintetiza os novos resultados para $t+2$:

Tabela nº 12 – Regressões OLS Performance Anormal no Intercepto em t+2

A variável dependente é o Ebitda Bidder _{t+2}						
	Regressão 1 (19 obs)	Regressão 2 (19 obs)	Regressão 3 (19 obs)	Regressão 4 (19 obs)	Regressão 5 (19 obs)	Regressão 6 (19 obs)
Intercepto	-0.007353 (t=-0.485582 p=0.6335)	-0.008378 (t=-0.535976 p=0.5989)	-0.012208 (t=-0.555893 p=0.5860)	-0.009565 (t=-0.398304 p=0.6957)	-0.007129 (t=-0.317225 p=0.7552)	-0.004152 (t=-0.169862 p=0.8672)
Ebitda Combinado _t	0.690177 (t=1.123931 p=0.2767)	0.676378 (t=1.049169 p=0.3088)	0.743214 (t=1.137535 p=0.2721)	0.6838 (t=1.077074 p=0.2974)	0.668122 (t=0.993622 p=0.3352)	0.696005 (t=1.040503 p=0.3136)
Big Bath			0.010093 (t=0.313286 p=0.7581)		-0.002566 (t=-0.079714 p=0.9375)	
Múltiplas Operações				0.003836 (t=0.121166 p=0.9051)		-0.007436 (t=-0.229615 p=0.8213)
Resultados						
R2	0.069167	0.060813	0.074843	0.070021	0.061186	0.063897
Estatística F	0.276663	0.308788	0.536692	0.559482	0.603446	0.589641
Jarque-Bera	0.486483	0.737775	0.619079	0.46154	0.727058	0.766480
White	0.738085	0.996277	0.430811	0.714604	0.818647	0.854387
Breusch-God. (1 lag)	0.598012	0.369001	0.535661	0.611349	0.402063	0.371849
Modelos 1, 3 e 4: EBITDA ajustado à média da indústria						
Modelos 2, 5 e 6: EBITDA ajustado à mediana da indústria						

O intercepto continua com o sinal negativo em todas as regressões OLS, sugerindo haver uma persistência de Ebitda's anormais negativos. É bem verdade que nenhuma das regressões OLS foi aprovada pelo teste F, tampouco os interceptos apresentaram significância estatística pelo teste t. Entretanto fica uma forte impressão da necessidade de essas firmas levarem à frente testes de “impairment” nos moldes definidos pelo CPC n. 01, a fim de averiguar sua ocorrência ou não⁷⁰. Esse procedimento só os gestores das respectivas firmas poderão executar, dadas informações privadas de que dispõem, sob o escrutínio de seus auditores independentes.

A título de evidência adicional, reproduzem-se abaixo resultados obtidos para t+1 com filtros rebalanceados, consolidados na tabela 13:

⁷⁰ O teste não paramétrico de Wilcoxon identificou 10 rankings negativos para as métricas ajustadas pela média e 11 rankings negativos para as métricas ajustadas pela mediana, na comparação de t+2 com t. Foram geradas, respectivamente, estatísticas Z de -0.161 e -0.644, para p-values de 0.872 e 0.520.

Tabela nº 13 – Regressões OLS Performance Anormal no Intercepto em t+1 com filtros rebalanceados

A variável dependente é o Ebitda Bidder _{t+1}						
	Regressão 1 (19 obs)	Regressão 2 (19 obs)	Regressão 3 (19 obs)	Regressão 4 (19 obs)	Regressão 5 (19 obs)	Regressão 6 (19 obs)
Intercepto	-0.018823 (t=-1.985672 p=0.0634)	-0.02041 (t=-2.033223 p=0.0579)	-0.018628 (t=-1.350947 p=0.1955)	-0.010019 (t=-0.678879 p=0.5069)	-0.023953 (t=-1.665861 p=0.1152)	-0.007289 (t=-0.482498 p=0.6360)
Ebitda Combinado _t	0.735242 (t=1.912726 p=0.0728)	0.802117 (t=1.937333 p=0.0695)	0.733112 (t=1.787073 p=0.0929)	0.76062 (t=1.949518 p=0.0690)	0.825534 (t=1.918724 p=0.0730)	0.863059 (t=2.087430 p=0.0532)
Big Bath			-0.000405 (t=-0.020042 p=0.9843)		0.007279 (t=0.353386 p=0.7284)	
Múltiplas Operações				-0.015267 (t=-0.784652 p=0.4441)		-0.02309 (t=-1.153440 p=0.2657)
Resultados						
R2	0.177095	0.180852	0.177116	0.207587	0.187196	0.243736
Estatística F	0.072782	0.069502	0.210237	0.155458	0.190497	0.107001
Jarque-Bera	0.449757	0.718636	0.443635	0.620415	0.815347	0.842375
White	0.578958	0.572915	0.692056	0.424143	0.440006	0.26735
Breusch-God. (1 lag)	0.19694	0.277542	0.214956	0.182019	0.230371	0.310171
Modelos 1, 3 e 4: EBITDA ajustado à média da indústria						
Modelos 2, 5 e 6: EBITDA ajustado à mediana da indústria						

Corroboram-se os resultados já alcançados com os filtros originais. As regressões 1 e 2 que trabalham com as métricas ajustadas, respectivamente, pela média e pela mediana passam pelo teste F e o intercepto, em ambas as regressões, possui estatística t significativa. As demais regressões são rejeitadas pelo teste F.

Assim, respondendo as questões de pesquisa 3 e 4, com as evidência que foram reunidas, pode-se chegar às seguintes conclusões: (i) a medição de performance operacional anormal pós combinação não foi influenciada pelas novas escolhas contábeis da nova administração. O “big bath” não se mostrou estatisticamente significativo; (ii) do mesmo modo, múltiplas aquisições efetivadas por firmas “bidder” - o programa implícito de aquisições - não influenciaram tal medição; (iii) a Contabilidade não corroborou as expectativas médias do mercado no que concerne às possíveis sinergias advindas da combinação das firmas. Os resultados econométricos sugerem a necessidade de se proceder a um teste de “impairment” de ágios eventualmente contabilizados.

4.4. Cotejamento entre Retorno Anormal, Performance Anormal e Ágio

A fim de reunir maiores subsídios para suportar as conclusões apresentadas anteriormente, apresentam-se abaixo quadros 12 e 13, nos quais reúnem-se informações acerca das métricas de retornos anormais cumulados por firmas “bidder” - CAR, métricas ajustadas de performance e ágios com seus respectivos fundamentos econômicos. É de se salientar que foram utilizadas métricas CAR para ações preferenciais, por terem sido estes papéis que apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos para as firmas “bidder”. Aquelas firmas “bidder” sem ações preferenciais não foram consideradas, assim como firmas “bidder” de capital fechado.

Quadro 12 – Cotejamento CAR, Ebitda Ajustado à Média e Ágio

	CAR -4d a +1d	CAR -4d a +4d	CAR -4d a +12d	Filtros Originais			
				Ajustado à Média			
Obs	Pref	Pref	Pref	Ebitda _t	Ebitda _{t+1}	Ágio	Fundamento Econômico
1	-114.80%	-168.65%	-323.70%	0.013272	-0.009971	sem informação	
3	22.22%	24.57%	37.46%	0.008084	0.003480	R\$ 249.879 mil	Expec. de lucros e mais valia de imobilizado
6	-34.63%	-58.39%	-113.37%	0.036552	0.002568	R\$ 377.008 mil	Expec. de lucros
8	78.93%	124.13%	225.36%	0.002565	-0.015542	R\$ 95.651 mil	Expec. de lucros
10	2.46%	24.60%	53.24%	-0.001824	0.010974	R\$ 1.656.127 mil	Expec. de lucros e mais valia de imobilizado
13	130.24%	195.79%	370.12%	0.008870	-0.116755	R\$ 35.828 mil	Expec. de lucros
15	116.32%	172.65%	325.19%	0.008845	-0.029497	(R\$ 13.598 mil)	s/ fundamento econômico
16	13.80%	22.99%	38.48%	-0.000520	-0.011474	R\$ 57.378 mil	mais valia de imobilizado
17	15.62%	16.63%	33.50%	0.002244	-0.030965	(R\$ 57.378 mil)	expectativa de prejuízo
18	44.76%	68.89%	124.22%	0.069805	0.095615	R\$ 111.930 mil	Expec. de lucros
19	16.02%	25.42%	48.81%	-0.015403	-0.019073	R\$ 1.004.726 mil	Expec. de lucros
20	134.05%	200.04%	387.32%	-0.049205	0.004925	R\$ 1.004.726 mil	Expec. de lucros
21	-135.92%	-204.44%	-377.75%	-0.000835	-0.002522	sem informação	
22	-37.73%	-54.85%	-95.13%	-0.004861	0.051586	R\$ 24.072 milhões	Expec. de lucros e mais valia de imobilizado
			Média	0.000912	-0.013669		
			Desvpad	0.023463	0.043574		

Da análise do quadro 12 pode-se constatar que em cinco casos (obs. 3, 8, 13, 16 e 19) as expectativas positivas do mercado, as quais estão fundamentadas em informações publicamente disseminadas, não foram corroboradas pela Contabilidade. Nessas situações a performance ajustada à indústria caiu no exercício social subsequente à combinação. Do mesmo modo, em 1 caso (obs. 22) as expectativas negativas do mercado não obtiveram correspondência com a informação prestada pela Contabilidade.

Passando-se à apreciação do quadro 13, impressões similares são colhidas, conforme apresentado abaixo:

Quadro 13 – Cotejamento CAR, Ebitda Ajustado à Mediana e Ágio

	CAR -4d a +1d	CAR -4d a +4d	CAR -4d a +12d	Filtros Originais			
				Ajustado à Mediana			
Obs	Pref	Pref	Pref	Ebitda _t	Ebitda _{t+1}	Ágio	Fundamento Econômico
1	-114.80%	-168.65%	-323.70%	0.019813	-0.002741	sem informação	
3	22.22%	24.57%	37.46%	0.005186	0.004990	R\$ 249.879 mil	Expec. de lucros e mais valia de imobilizado
6	-34.63%	-58.39%	-113.37%	0.045398	-0.001131	R\$ 377.008 mil	Expec. de lucros
8	78.93%	124.13%	225.36%	-0.004015	-0.020292	R\$ 95.651 mil	Expec. de lucros
10	2.46%	24.60%	53.24%	-0.001725	0.011044	R\$ 1.656.127 mil	Expec. de lucros e mais valia de imobilizado
13	130.24%	195.79%	370.12%	0.009566	-0.118063	R\$ 35.828 mil	Expec. de lucros
15	116.32%	172.65%	325.19%	0.008723	-0.021897	(R\$ 13.598 mil)	s/ fundamento econômico
16	13.80%	22.99%	38.48%	0.000196	0.002730	R\$ 57.378 mil	mais valia de imobilizado
17	15.62%	16.63%	33.50%	0.003761	-0.022357	(R\$ 57.378 mil)	expectativa de prejuízo
18	44.76%	68.89%	124.22%	0.065378	0.097139	R\$ 111.930 mil	Expec. de lucros
19	16.02%	25.42%	48.81%	-0.005908	-0.022256	R\$ 1.004.726 mil	Expec. de lucros
20	134.05%	200.04%	387.32%	-0.039710	0.001743	R\$ 1.004.726 mil	Expec. de lucros
21	-135.92%	-204.44%	-377.75%	-0.000754	-0.002196	sem informação	
22	-37.73%	-54.85%	-95.13%	0.000971	0.061255	R\$ 24.072 milhões	Expec. de lucros e mais valia de imobilizado
			Média	0.003518	-0.012012		
			Desvpad	0.022781	0.046193		

Em seis operações (obs. 3, 8, 13, 15, 17 e 19) as expectativas do mercado com relação a possíveis sinergias não se concretizaram ao se analisarem as informações prestadas pela Contabilidade. Somente em uma situação (obs. 22) as expectativas negativas do mercado colidem com as informações contábeis.

4.5. Comportamento dos Preços de Operações não Efetivadas

Visando a responder a última questão de pesquisa formulada, constante do quesito de número 2, aglutinam-se as 4 operações anunciadas que não foram efetivadas para observar como comportarem-se os preços. Para tanto, dois gráficos são construídos: o de número 14, que contém a primeira operação de “takeover” hostil da história do mercado de capitais no Brasil entre firmas brasileiras e o de número 13, que contém as demais 3 operações.

Gráfico nº 13 – Comportamento Preços de Firmas em Operações não Efetivadas

Da análise do gráfico 13, pode-se verificar que 80 dias após o anúncio das operações, quando já cai em domínio público a informação acerca de sua não concretização, os preços praticamente retomam os patamares anteriores para a firma “target” 71. Para as firmas “bidder” 84 e 85 há um incremento ao término do período observado. É de se salientar que a operação 84 teve Fato Relevante publicado 74 dias após o seu anúncio dando conta de sua não concretização. Já o Fato Relevante da operação 85 saiu 49 dias após seu anúncio e o da operação 71 praticamente na mesma data.

O comportamento dos preços das firmas “bidder” número 84 e 85 pode ser explicado por uma razão plausível. Ditas operações envolveram um leilão pelo controle de firmas “target” no exterior (“auction”), integrantes de um setor em plena consolidação mundial: o siderúrgico. O fracasso dos gestores dessas firmas “bidder” nessa empreitada pode ter emitido um sinal para

o mercado: a iminência de essas mesmas firmas “bidder” transformarem-se em firmas “target” num futuro próximo.

Gráfico nº 14 – Comportamento de Preços de Firmas em “Takeover” Hostil não Efetivada

No tocante ao gráfico 14, sua análise conduz ao entendimento de que a não efetivação da operação 101 não trouxe maiores consequências para os acionistas da firma “bidder”, ao passo que para os acionistas da firma “target” foi prejudicial. Tal resultado é consistente com o que documenta a literatura a respeito, conforme trabalhos de Jensen e Ruback (1983) e Easterbrook e Jarrel (1984). Inviabiliza-se com a resistência dos gestores da firma “target” a consecução de possíveis sinergias; a alocação mais eficiente de ativos líquidos das firmas combinadas.

Deve-se ressaltar que o anúncio da desistência da operação foi informado ao mercado pela firma “bidder” 5 dias após o anúncio inicial em que foi formulada a Oferta Pública a mercado por 50% das ações em circulação da firma “target” mais uma. Ademais o caso também é especial porque foi a primeira oportunidade em que os efeitos de uma “poison pill” foi colocada à prova no Brasil. No anúncio inicial da operação, a firma “bidder” engendrou uma interpretação jurídica de tal sorte a fugir aos ditames de referida cláusula estatutária.

Assim sendo, respondendo a questão de pesquisa número 2, as operações não concretizadas (“unsuccessful takeovers”) foram reprecificadas, em plena consonância com hipótese de

mercado eficiente na sua forma semi-forte. Em um caso específico os preços retomaram os patamares anteriores ao anúncio.

5. CONCLUSÃO

O estudo das operações de fusão e aquisição envolvendo firmas brasileiras, no período de 2002 a 2006, possibilitou constatar a ocorrência de determinados fenômenos cuja revelação serve de contribuição para a literatura sobre a matéria no Brasil. Tornou evidente, também, as altas cifras movimentadas, posto que as operações em média envolveram R\$ 2,3 bilhões, tendo alcançado em um caso o valor de R\$ 87 bilhões.

Não menos importante, o trabalho concorre subsidiariamente para medidas de regulação, voltadas ao aperfeiçoamento do sistema de informações vigente. A precariedade de informações publicamente disponíveis, como por exemplo, a falta de arquivamento de determinadas seções do Formulário IAN, a falta de padronização e a carência de determinadas divulgações nos anúncios acerca das operações, sem dúvida, foi um dos grandes óbices da pesquisa.

Do mesmo modo, a inexistência de disclosure de determinadas peças contábeis – a Demonstração do Fluxo de Caixa, em particular – assim como a inexistência de uma norma brasileira que disciplinasse do ponto de vista contábil e informacional as operações (DF's combinadas, métricas combinadas “pro forma”) colidiu com os propósitos do trabalho. Nesse aspecto, o levantamento qualitativo efetuado sugere a adoção de medidas corretivas em termos de regulação e “enforcement”.

Com relação à análise qualitativa das operações amostradas, como restou evidenciado, as firmas brasileiras, no período de 2002 a 2006, foram combinadas muito possivelmente em consequência de um processo de consolidação de alguns setores; como resposta à pressão em termos de concorrência cada vez maior em mercados globais sem barreiras; e como meio de sobreviverem e, por consequência, elidirem o risco de serem alvo de grandes firmas congêneres estrangeiras.

A correspondência quase perfeita entre setores industriais de firmas “bidder” com os setores de firmas “target”, no critério de classificação mais pulverizado da base de dados da Económica (NAICS 313), suporta essa conclusão. A alta frequência de combinações do tipo horizontal serve também como uma evidência corroborativa. Destacaram-se os setores de

bancos, geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, telecomunicação e transformação de aço em produtos de aço.

Em termos de expectativas de geração de valor, os anúncios das operações resultaram em retornos anormais positivos e estatisticamente significativos para os acionistas preferencialistas das firmas “bidder” e em retornos anormais positivos, porém não estatisticamente significativos, para os acionistas ordinaristas dessas mesmas firmas. Esses resultados sugerem que para o mercado não houve expropriação de acionistas não controladores por parte de acionistas controladores nos negócios celebrados; que os preços praticados efetivamente, na média, foram justos e as mais valias, eventualmente existentes, apresentaram substância econômica.

Já para os acionistas das firmas “target”, quer sejam ordinaristas, quer sejam preferencialistas, os anúncios, na média, resultaram em retornos anormais positivos e estatisticamente significativos. Entretanto, quando as firmas “target” são segregadas em subgrupos, controlando o evento OPA por alienação de controle, um fenômeno peculiar ocorre: naquelas firmas “target”, cuja combinação ensejou o registro compulsório de uma OPA por alienação de controle na CVM, e cuja distribuição de capital revelou a presença de investidores institucionais, o anúncio das operações produziu para os acionistas ordinaristas retornos anormais positivos e estatisticamente significativos e para os preferencialistas retornos anormais negativos e estatisticamente significativos. É a figura da miopia de curto prazo do mercado quando da iminência do exercício do “tag along” por fundos de pensão.

Ao se avaliarem as performances anormais das firmas combinadas, as expectativas do mercado em termos de lucros anormais não foram corroboradas. Os modelos econométricos utilizados e as estatísticas de teste aplicadas sobre uma subamostra de 22 firmas combinadas revelaram a persistência de performance anormal negativa. Ao serem cotejados retornos anormais, com métricas ajustadas de performance (antes e após a concretização da operação), com ágios e respectivos fundamentos econômicos observou-se certa dissonância entre expectativas do mercado com a informação prestada pela Contabilidade. Os resultados, nesse sentido, sugerem a adoção de testes de “impairment” por parte dos gestores das firmas “bidder”. Um trabalho interessante que pode ser feito mais à frente, até para averiguar a robustez dos resultados alcançados em termos de performance operacional anormal, será acompanhar a aplicação da CPC nº 01 por firmas brasileiras.

Por fim, em se tratando da avaliação das operações anunciadas e não efetivadas (“unsuccessful takeovers”), as evidências coligidas indicam que o mercado de capitais brasileiro reprecifica os papéis das firmas envolvidas, em linha com o que prescreve a hipótese do mercado eficiente na sua forma semi-forte.

Isto posto, pode-se responder de modo conclusivo às questões de pesquisa formuladas no início do trabalho. Objetivamente, o anúncio das operações de fusão e aquisição cria expectativas de maximização de riqueza dos acionistas das firmas envolvidas, de geração de valor. Contudo, para as firmas “target”, na ocorrência de uma OPA, com a perspectiva da tensão no processo de definição do prêmio de controle a ser estendido a acionistas não controladores, pela presença de investidores institucionais – fundos de pensão, o anúncio das operações de fusão e aquisição causa impacto diferenciado na precificação de ações ordinárias e preferenciais, provocando no mercado uma reação similar à hipótese da miopia de curto prazo.

Quanto à medição de performance operacional anormal pós combinação, esta não foi influenciada pelas novas escolhas contábeis da nova administração. O “big bath” não se mostrou estatisticamente significativo. Do mesmo modo, múltiplas aquisições efetivadas por firmas “bidder” - o programa implícito de aquisições - não influenciaram tal medição.

Ainda com relação à performance operacional anormal pós operação, a Contabilidade não corroborou as expectativas médias do mercado no que concerne às possíveis sinergias advindas da combinação das firmas. Os resultados econométricos sugerem a necessidade de se proceder a um teste de “impairment” de ágios eventualmente contabilizados.

Por derradeiro, reitera-se que as operações não concretizadas (“unsuccessful takeovers”) foram reprecificadas, em plena consonância com hipótese de mercado eficiente na sua forma semi-forte. Em um caso específico os preços retomaram os patamares anteriores ao anúncio.

REFERÊNCIAS

A GOVERNANÇA faz diferença no pregão. **Valor Econômico**, São Paulo 26 mar. 2007.

ANG, J. S. et al. Agency Costs and Ownership Structure. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 55, p. 81-106, 2000.

ASQUITH, P. R. Merger Bids, Uncertainty and Stockholders Returns. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 11, p. 51-83, 1983.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.

BARBER, B. M.; LYON, J. D. Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 41, p. 359-399, 1996.

BHAGAT, S. et al. The Pricing Effects of Interfirm Cash Tender Offers. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 42, p. 965-986, 1987.

BINDER, J. J. The Event Study Methodology since 1969. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [S.l.], v. 11, p. 111-137, 1998.

BNDES. Privatização. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/privatizacao/resultados/federais/federal.asp>> Acesso em: 02 jul. 2007

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E. H. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 21, p. 3-40, 1988.

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E. H. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Sinergy? **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 11, p. 183-206, apr. 1983.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 5 ed. Tradução Maria do Carmo Figueira. Lisboa: MacGraw-Hill, 1998.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring Security Price Performance. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 8, p. 205-258, 1980.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using Daily Stock Returns. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 14, p. 3-31, 1985.

BROWN, S. J.; WEINSTEIN, M. I. Derived Factors in Event Studies. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 14, p. 491-495, 1985.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. New Jersey: Princeton U. P., 1997.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 319 de 03 de dezembro de 1999. Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. **Diário Oficial da União**, Brasília, 06 dez. 1999.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 358 de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. revoga a Instrução 31/84, revoga a Instrução 69/87, revoga o art. 3º da Instrução 229/95, revoga o parágrafo único do art. 13 da Instrução 202/93, revoga os arts. 3º a 11 da Instrução 299/99, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 28 jan. 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 361 de 05 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta de valores mobiliários, revoga a Instrução CVM n. 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM n. 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM n. 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 07 mar. 2002.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 01**. Dispõe sobre a Redução ao Valor Recuperável de Ativos. São Paulo, 2007.

COMMENT, R.; JARREL, G. A. Two-tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free-riding Shareholder. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 19, p. 283-310, 1987.

COSTA JR, J. V. da. Incorporações Reversas: Algumas Considerações (1ª parte). **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 29, p. 1-7, jul. 2002a.

COSTA JR, J. V. da. Incorporações Reversas: Algumas Considerações (2ª e última parte). **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 30, p. 1-9, jul. 2002b.

COSTA JR, J. V. da; MARTINS, E. Ativos Intangíveis Amortizáveis: Como Tratá-los Contabilmente? **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 16, p. 1-10, abr. 2005.

COSTA JR, J. V. da; MARTINS, E. Considerações Adicionais sobre a Incorporação Reversa com Ágio Gerado Internamente: Possíveis Reflexos Societários Danosos. **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 32, p. 1-9, ago. 2004c.

COSTA JR, J. V. da; MARTINS, E. Consolidação de Demonstrações Contábeis: Alternativas para Tratamento da Informação. **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 25, p. 1-10, jun. 2006.

COSTA JR, J. V. da; MARTINS, E. Consolidação de Demonstrações Contábeis: Revisitando a Economic Unit Theory. **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 20, p. 1-4, mai. 2007.

COSTA JR, J. V. da; MARTINS, E. Operações de Combinação de Negócios: A Incorporação Reversa com Ágio Gerado Internamente (1ª parte). **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 27, p. 1-8, jul. 2004a.

COSTA JR, J. V. da; MARTINS, E. Operações de Combinação de Negócios: A Incorporação Reversa com Ágio Gerado Internamente (2ª e última parte). **Boletim IOB Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 28, p. 1-8, jul. 2004b.

COSTA JR, J. V. da; MARTINS, E.; FÁVERO, L. P. As Poison Pills Influenciam a Performance Operacional das Companhias Abertas no Brasil? In: ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...**

COSTA NETO, P. L de O. **Estatística**. São Paulo: E. Blücher, 2000.

COWAN, A. R. Nonparametric Event Study Tests. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [S.l.], v. 2, p. 343-358, 1992.

DANIELSON, M. G; KARPOFF, J. M. Do Pills Poison Operating Performance? **Journal of Corporate Finance**, [S.l.], v. 12, p. 536-559, 2006.

DEANGELO, H. et al. Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth. **Journal of Law and Economics**, [S.l.], v 27, p. 367-401, 1984.

DEMSETZ, H. The Market for Corporate Control: Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return. **American Economic Review**, [S.l.], p. 313-316, 1986.

DITTMAR, A. K. Why Do Firms Repurchase Stock? **Journal of Business**, [S.l.], p. 331-355, 2000.

DODD, P. Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 8, p. 105-137, 1980.

DODD, P.; WARNER, J. B. On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 11, p. 401-438.

DOWNES, J.; GOODMAN, J. E. **Dicionário de Termos Financeiros e de Investimentos**. Tradução Ana Rocha Tradutores. São Paulo: Nobel, 1993.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. Auctions and Sunk Costs in Tender Offers. *Stanford Law Review*, [S.l.], v. 35, p. 1-21, 1982.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare. **The Business Lawyer**, [S.l.], v. 36, p. 1733-1750.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. **Harvard Law Review**, [S.l.], v. 94, p. 1161-1204, 1981.

EASTERBROOK, F. H.; JARREL, G. A. Do Targets Gain from Defeating Tender Offers? **New York University Law Review**, [S.l.], v. 59, p. 277-299, 1984.

EDWARDS, E. O.; BELL, P. W. **The Theory and Measurement of Business Income**. California: U. of California, 1961.

FAMA, E. F. Agency Problems and The Theory of The Firm. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 88, n. 2, p. 288-307, apr. 1969a.

FAMA, E. F. et al. The Adjustment of Stock Prices to New Information. **International Economic Review**, Pennsylvania, v. 10, n. 1, p. 1-21, feb. 1969b.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Organizational Forms and Investment Decisions. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 14, p. 101-119, 1985.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. Statement on Financial Accounting Standard n. 141. **Business Combination**. Connecticut, Jun. 2001. 1 CD-ROM.

FUSÕES E AQUISIÇÕES em cheque. **Valor Econômico**, São Paulo 23-25 mai. 2003.

GHOSH, A. Does Operating Performance really Improve following Corporate Acquisitions? **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 7, p. 151-178, 2001.

GOULART, J. Governo Acaba com Farra do IR. **Valor Econômico**, São Paulo 06 jan. 2005. Caderno Legislação e Tributos, E1.

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 5 ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2003.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem and The Theory of The Corporation. **The Bell Journal of Economics**, [S.l.], p. 42-64, 1980.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. Does Corporate Performance Improve after Mergers? **Journal of Financial Economics**, North Holland, v. 31, p. 135-175, 1992.

HIETALA, P. et al. What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Sinergies. **Financial Management**, [S.l.], p. 5-31, 2003.

HIRSCHEY, M. Mergers, Buyouts and Fakeouts. **American Economic Review**, [S.l.], p. 317-322, 1986.

HOLDERNESS, C. G.; SHEEHAN, D. P. Raiders or Saviors? The Evidence of Six Controversial Investors. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 14, p. 555-579, 1985.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. International Financial Reporting Standard n. 3. **Business Combination**. London, mar. 2004. 1 CD-ROM.

IUDÍCIBUS, S. de. A Contabilidade como Sistema de Informação Empresarial. **Boletim do Ibracon**. São Paulo, p. 7, out. 1998.

JARREL, G. A. The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge? **Journal of Law and Economics**, [S.l.], v. 28, p. 151-177, 1985.

JARREL, G. A.; BRICKLEY, J. A.; NETTER, J. M. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. **Journal of Economic Perspectives**, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 49-68, 1988.

JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**, [S.l.], v. 76, p. 323-329, may 1986.

JENSEN, M. C. Organization Theory and Methodology. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 58, p. 319-339, 1983.

JENSEN, M. C. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 6, p. 95-101, 1978.

JENSEN, M. C. Takeovers: Folklore and Science. **Harvard Business Review**, [S.l.], p. 109-121, nov./dec. 1984.

JENSEN, M. C. Takeovers: Their Causes and Consequences. **Journal of Economic Perspectives**, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 21-48, 1988.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, [S.l.], v. 48, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. **Journal of Financial Economics**, North Holland, v. 11, p. 5-50, 1983.

JENSEN, M. C.; ZIMMERMAN, J. L. Management Compensation and The Managerial Labor Market. **Journal of Accounting and Economics**, North-Holland, v. 7, p. 3-9, 1985.

JENSEN, M.C.; WARNER, J. B. The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 20, p. 3-24, 1988.

KAPLAN, S. The Effects of Management Buyouts on Operating Performance an Value. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 24, p. 217-254, 1989.

KOTHARI, S. P. Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, North Holland, v. 31, p. 105-231, 2001.

LAMBERT, R. A.; LARCKER, D. F. Golden Parachutes, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth. **Journal of Accounting and Economics**, North-Holland, v. 7, p. 179-203, 1985.

LEHN, K.; POULSEN, A. Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 44, p. 771-787, 1989.

LEWELLEN, W. et al. Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms. **Journal of Accounting Economics**, North-Holland, v. 7, p. 209-231, 1985.

LOPES, A. B. **A Relevância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O Modelo de Ohlson Aplicado à Bovespa**. São Paulo, 2001. 307 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

MACKINLAY , A. C. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, [S.l.], v. 35, p. 13-39, mar. 1997.

MANNE, H. G. Mergers and the Market for Corporate Control. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 73, n. 2, p. 110-120, apr. 1965.

MARTINS, E. Contabilidade versus Fluxo de Caixa. **Caderno de Estudos Fipecafi**, São Paulo: Fipecafi, n. 20, p. 1-10, jan./abr. 1999.

MARTINS, E. **Contribuição à Avaliação do Ativo Intangível**. São Paulo, 1972. 105 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

MCGOLDRICK, B. Goodwill Games. **Institutional Investor**, New York, v. 31, p. 145-149, 1997.

MIKKELSON, W. H.; RUBACK, R. S. Takeovers and Managerial Compensation: A Discussion. **Journal of Accounting and Economics**, North-Holland, v. 7, p. 233-238, 1985.

MITCHELL, M. L.; LEHN, K. Do Bad Bidders Become Good Targets? **The Journal of Political Economy**, [S.l.], v. 98, p. 372-398, 1990.

MORCK, R. et al. Alternative Mechanisms for Corporate Control. **The American Economic Review**, [S.l.], p. 842-852, 1989.

MORCK, R.; SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 45, n. 1, p. 31-48, mar. 1990.

MUDA a estrutura de controle das SA. **Gazeta Mercantil**, São Paulo 14 nov. 2007.

MUELLER, D. C. A Theory of Conglomerate Mergers. **Quarterly Journal of Economics**, [S.l.], p. 643-659.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do not Have. **Journal of Financial Economics**, North Holland, v. 13, p. 187-221, 1984.

NOVA REGRA obriga atualização de valor de ativos no balanço. **Valor Econômico**, São Paulo 14 set. 2007.

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. **Cotemporary Accounting Research**, [S.l.], v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

PALEPU, K. G. Predicting Takeover Targets. **Journal of Accounting and Economics**, North-Holland, v. 8, p. 3-35, 1986.

PANDIT, S. **Accounting Choice, Announcement Returns and Operating Performance in Stock-for-Stock Mergers**. New York, 2005. 131 f. Tese (Doctor of Philosophy), William E. Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester.

PARA USIMINAS, consolidação do setor é irreversível. **Valor Econômico**, São Paulo 27 jun. 2006.

POPPER, K. **A Lógica da Pesquisa Científica**. Tradução de Leonidas Hegenberg e Octanny Silveira da Mota. São Paulo: Cultrix, 1974.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, 01 nov. 2001.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 dez. 1976.

RAU, P. R.; VERMAELEN, T. Glamour, Value and The Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 49, p. 223-253, 1998.

ROLL, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. **Journal of Business**, [S.l.], v. 59, p. 197-216, 1986.

ROSETT, J. G. Do Union Wealth Concessions Explain Takeover Premiums? **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 27, p. 263-282, 1990.

SADDI, J. et al. **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**. São Paulo: Thomson, 2002

SCHWERT, G. W. Hostility in Takeovers: In the Eyes of The Beholder? **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 55, p. 2599-2640, 2000.

SCHWERT, G. W. Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 41, p. 153-192, 1996.

SHIVDASANI, A. Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers. **Journal of Accounting and Economics**, North-Holland, v. 16, p. 167-198, 1993.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of corporate governance. **Journal of Finance**, [S.l.], v. 52, p. 737-783, 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Stock Market Driven Acquisitions. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 70, p. 295-311, 2003.

SIEGEL, S.; CASTELLAN JR., N. J. **Estatística Não Paramétrica para Ciências do Comportamento**. 2 ed. Tradução Sara Ianda Correa Carmona. Porto Alegre: Artmed, 2006.

SILVA, A. H. C. e; SANCOVSCHI, M. Mudanças de Práticas Contábeis em Empresas Privatizadas: Estudo de Casos no Segmento de Serviços Públicos de Distribuição de Gás. In: ANPCONT, I, 2007, Gramado. **Anais...**

SILVEIRA, A. D. M. da; DIAS JUNIOR, A. L. Impacto da Divulgação de Disputas entre Acionistas Controladores e Minoritários sobre o Preço das Ações no Brasil. In: Encontro Brasileiro de Finanças, VII, 2007, São Paulo. **Anais ...**

SMITH, A. J. Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 27, p. 143-164, 1990.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de Eventos: O Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal. In: ENANPAD, XXVI, 2002, Salvador. **Anais...**

STEIN, J. C. Takeover Threats and Managerial Myopia. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 96, p. 61-80, feb. 1988.

SUNDER, S. **Theory of Accounting and Control**. Cincinnati: South-Western P., 1997.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. de. Governança Corporativa e a Reação do Mercado de Capitais à Divulgação das Informações Contábeis. **Revista de Contabilidade e Finanças USP**, São Paulo, n. 42, p. 35-49, set/dez 2006.

VARIAN, H. R. **Microeconomia: Princípios Básicos**. 7 ed. Tradução Maria José Cyhlar Monteiro e Ricardo Doninelli. São Paulo: Campus Elsevier, 2006.

VARIAN, H. R. Symposium on Takeovers. **Journal of Economic Perspectives**, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 3-5, 1988.

VINCENT, L. Equity Valuation Implications of Purchase Versus Pooling Accounting. **Journal of Financial Statement Analysis**, [S.l.], p. 5-19, 1997.

WANSLEY, J. W.; LANE, W. R.; YANG, H. C. Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment. **Financial Management**, [S.l.], v. 12, p. 16-22, 1983.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

GLOSSÁRIO

“auction”: leilão pelo controle a mercado de uma firma, em que ofertas públicas são formuladas diretamente aos acionistas da firma alvo.

“big bath” ou “house cleaning”: reconhecimento de todas as provisões ativas e passivas (“accruals”), discricionariamente permitidas, em um único momento, com efeito líquido extremamente negativo no resultado. Geralmente o momento de ocorrência do evento é a mudança no time de gestores da firma (alteração de controle), para que a nova administração possa apresentar performances positivas nos próximos exercícios e com isso beneficiar-se em termos de bônus. Neste trabalho, o conceito de “big bath” é mais amplo, contemplando também medidas adotadas pela nova administração da firma – como por exemplo redução de quadro de pessoal – que possam ter impacto nos resultados futuros.

“bust-up takeovers”: operações complexas de fusão e aquisição, que em regra contam com vasta gama de recursos de terceiros para seu financiamento e visam ao desmantelamento da firma alvo, através da descontinuidade de linhas de negócios ou mesmo a liquidação ordenada de ativos da firma.

firma “bidder”: firma proponente compradora de outra.

firma “target”: firma alvo de uma aquisição.

“free-float”: ações em circulação no mercado, que compreende as ações emitidas pela firma líquidas de ações de controladores e administradores, de pessoas jurídicas e físicas a eles ligadas, de quaisquer prepostos da firma que exerçam funções consultivas, de membros do conselho fiscal, e daquelas em tesouraria.

“greenmail”: oferta de compra formulada pela administração da firma alvo diretamente a um potencial adquirente do seu controle. Em regra alcança lotes adquiridos por “raiders”.

“joint ventures”: empreendimento que visa a conjugar esforços de firmas ou empreendedores (“venturers”) com o propósito de realizar fim específico. Efetiva-se operacionalmente através do compartilhamento de operações, de ativos operacionais ou do controle de firmas.

“poison pills”: disposições estatutárias que visam a reduzir o risco de uma “takeover” hostil por parte da administração da firma alvo.

“pooling-of-interest method”: prática contábil que vigorava nos EUA, segundo a qual os ativos líquidos das firmas combinadas eram contabilizados após uma operação de fusão e aquisição a valor de livros. A Demonstração de Resultado Combinado contemplava todo o exercício, independentemente da data da efetivação da operação.

“purchase method”: prática contábil que vigora atualmente nos EUA, segundo a qual os ativos líquidos das firmas combinadas são contabilizados pelo seu valor de mercado após uma operação de fusão e aquisição. Eventual sobrepreço não alocado é reconhecido como goodwill sujeito a testes de impairment periódicos. A Demonstração de Resultado Combinado contempla o exercício, a partir da data da efetivação da operação.

“raiders”: investidores agressivos que ativamente participam de operações de fusão e aquisição visando a auferir altos lucros.

“tag along”: previsão legal e eventualmente estatutária que garante aos acionistas que a ele fazem jus o direito de compartilharem do prêmio de controle negociado privadamente.

LISTA DE APÊNDICES

APÊNDICE 1 – DESCRIÇÃO DAS OPERAÇÕES AMOSTRADAS

APÊNDICE 2 – REGRESSÕES OLS ESTUDO DE EVENTOS POR RETORNOS

APÊNDICE 1 - DESCRIÇÃO DAS OPERAÇÕES AMOSTRADAS

1ª Operação:

Target: Firma A1

Bidder: Firma A2

Preço de Aquisição: R\$ 665 milhões

Ágio: R\$ 535 milhões (obtido por dedução do valor contábil do investimento, uma vez que não foi informado em nota explicativa o montante do ágio)

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização no individual por 10 anos, tendo sido amortizado integralmente no consolidado)

Espécie de Operação: Alienação de Controle (leilão de privatização BVRJ)

OPA: Sem 254-A da LSA (na vigência da Lei 9.457/97)

Big Bath: Sim

2ª Operação:

Target: Firma B1

Bidder: Firma B2

Preço de Aquisição: R\$ 427 milhões (17,67% do capital social da companhia)

Ágio: Não há informação em nota explicativa ou formulário IAN

Fundamento Econômico: Não há informação em nota explicativa ou formulário IAN

Espécie de Operação: Migração de controle compartilhado para pleno

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não há (fonte 20F – DF USGAAP 2001 Notas Explicativas Firma B1).

Obs: Não apresenta informações s/ controlada fechada no Formulário IAN (2000, 2001 e 2002)

3ª Operação:

Target: – Firma C1

Bidder: Firma C2

Preço de Aquisição: R\$ 1.192.350 mil (fonte ANBID), porém valor contabilizado de R\$ 147.491 mil

Deságio: R\$ 1.268 milhões

Fundamento Econômico: Expectativa de Prejuízos

Espécie de Operação: Permuta de Ativos

OPA: N/Ap

Big Bath: s/ Informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada/coligada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2001 a 2006).

4ª Operação:

Target: Firma D1

Bidder: Firma D2

Preço de Aquisição: R\$ 182,9 milhões (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 59.865 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (Amortização entre 5 e 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle (leilão de privatização BVRJ)

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

Obs: A companhia reconheceu como despesa não operacional, no período de 01.01 a 30.09.2002, o montante de R\$ 10.830 mil, para um LL de R\$ 20.017 mil. No mesmo período de 2001 foi reconhecido o montante de R\$ 51 mil, para um LL de R\$ 6.645 mil.

5ª Operação:

Target: Firma E1

Bidder: Firma E2

Preço de Aquisição: R\$ 75.344 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ Informação

Fundamento Econômico: s/ Informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle, precedida de cisão parcial

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

6ª Operação:

Target: Firma F1, Firma F2 e Firma F3

Bidder: Firma F4

Preço de Aquisição: N/Ap

Ágio: N/Ap

Fundamento Econômico: N/Ap

Espécie de Operação: Migração de Controle Compartilhado para Controle Pleno (Descruzamento Societário de Grupos Controladores)

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não

7ª Operação:

Target: Firma G1

Bidder: Firma G2

Preço de Aquisição: Não Informado

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (mandato para administrar fundos de investimento)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

8ª Operação:

Target: Firma H1

Bidder: Firma H2

Preço de Aquisição: R\$ 366 milhões

Ágio: R\$ 172.094 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (Amortização entre 5 e 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ Informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (ano 2002 a 2006).

9ª Operação:

Target: Firma I1 (registro de companhia cancelado em 30.09.2003)

Bidder: Firma I2

Preço de Aquisição: R\$ 1.372 milhões (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 709.311 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (Amortização entre 5 e 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Sim (presunção pelo teor da nota explicativa nº 11)

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (ano 2002 a 2006), muito embora esta seja relacionada como tal em 2002.

10ª Operação:

Target: Firma J1 (registro de companhia aberta cancelado em 13.12.2002)

Bidder: Firma J2

Preço de Aquisição: R\$ 467.420 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ Informação

Fundamento Econômico: s/ Informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

11ª Operação:

Target: Firma L1

Bidder: Firma L2

Preço de Aquisição: R\$ 800 milhões

Ágio: s/ Informação

Fundamento Econômico: s/ Informação

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (Carteira de Operações Crédito)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (ano 2002 a 2006), muito embora esta seja relacionada como tal em 2002.

12ª Operação:

Target: Firma M1

Bidder: Firma M2

Preço de Aquisição: R\$ 1.729.727 mil

Ágio: R\$ 1.123.224 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização por 10 anos)

Espécie de Operação: Mudança de Controle Pleno para Compartilhado

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (anos 2002 e 2006).

13ª Operação:

Target: Firma N1

Bidder: Firma N2

Preço de Aquisição: R\$ 993.520 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Fusão de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

14ª Operação:

Target: Firma O1

Bidder: Firma O2

Preço de Aquisição: R\$ 400.000 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 249.879 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade e mais valia de imobilizado (não informado prazo de amortização)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (anos 2002 e 2006), muito embora esta seja relacionada como tal.

15ª Operação:

Target: Firma P1

Bidder: Firma P2

Preço de Aquisição: N/Ap (Valor informado ANBID R\$ 9.944.800 mil)

Ágio: N/Ap

Fundamento Econômico: N/Ap

Espécie de Operação: Fusão de Controle (Constituição da Firma P1 com versão de patrimônio detido pelos Grupos Controladores)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

16ª Operação:

Target: Firma Q1

Bidder: Firma Q2

Preço de Aquisição: s/ informação

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aumento de Participação (Alteração do Arranjo no Bloco de Controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

Obs: Não há informações acerca da efetivação da operação em nota explicativa anexa às DF ou em Relatório de Administração. Entretanto, em formulário IAN 2002 já é apresentada nova distribuição do capital da Firma Q1 segundo a qual a Firma Q2 aparece com 19% do capital votante.

17ª Operação:

Target: Firma R1

Bidder: Firma R2

Preço de Aquisição: R\$ 191.404 mil (fonte ANBID)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (terras e florestas plantadas de eucaliptos)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

18ª Operação:

Target: Firma S1

Bidder: Firma S2

Preço de Aquisição: R\$ 12.075.687 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 1.904.114 mil (fonte Nota Explicativa)

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (anos 2002 e 2006).

19ª Operação:

Target: Firma T1

Bidder: Firma T2

Preço de Aquisição: R\$ 240.000 mil (informação ANBID)

Ágio: R\$ 125.759 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (não informado prazo de amortização)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim. A Firma T1 reconheceu uma despesa não operacional de R\$ 83 mil no exercício social encerrado em 2002.

20ª Operação:

Target: Firma U1

Bidder: Firma U2

Preço de Aquisição: R\$ 674.950 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 377.008 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (não informado período de amortização)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim. A Firma U1 reconheceu, em 2003, despesas não operacionais de R\$ 134.446 mil.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (anos 2002 e 2003), muito embora relacione esta como tal. Ditas informações só são prestadas no IAN de 2004, sem dados comparativos de 2002.21ª Operação:

Target: Firma V1

Bidder: Firma V2

Preço de Aquisição: R\$ 1.729.727 mil (preço global, incluindo Firma M1)

Ágio: não informado

Fundamento Econômico: não informado

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2003 a 2006).22ª Operação:

Target: Firma X1

Bidder: Firma X2

Preço de Aquisição: R\$ 1.635.055 mil

Ágio: R\$ 839.305 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 10 anos) e mais valia de ativos (amortização pela vida útil remanescente dos ativos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim

Obs: Há uma despesa não operacional no montante de R\$ 1.699 mil reconhecida na DRE de 2003 da Firma X1, disponibilizada no formulário IAN da Firma X2, em seção específica.23ª Operação:

Target: Firma Z1

Bidder: Firma Z2

Preço de Aquisição: R\$ 2.189.665 mil

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de controle

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

24ª Operação:

Target: Firma AA1

Bidder: Firma AA2

Preço de Aquisição: R\$ 20 milhões (fonte ANBID)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

25ª Operação:

Target: Firma AB1

Bidder: Firma AB2

Preço de Aquisição: R\$ 2.494.025 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 187.894 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização entre 3 e 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim (Reclassificação da carteira de TVM – Circular Bacen 3.068)

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2003 a 2006). É de se ressaltar que a Firma AB1 é relacionada como tal na seção do IAN.

26ª Operação:

Target: Firma AC1

Bidder: Firma AC2

Preço de Aquisição: R\$ 650 milhões

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2003 a 2006).

27ª Operação:

Target: Firma AD1

Bidder: Firma AD2

Preço de Aquisição: R\$ 3,3 bilhões

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortizado integralmente no Consolidado, seguindo padrão da instituição. No individual, por prazo não superior a 10 anos)

Espécie de Operação: Fusão de Controle (Controle Compartilhado Firma AD1)

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2002 a 2006).

28ª Operação:

Target: Firma AE1 (alienação das atividades de vida, previdência e “asset management”)

Bidder: Firma AE2

Preço de Aquisição: R\$ 242.799 mil

Ágio: R\$ 52.644 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortizado integralmente no Consolidado, seguindo padrão da instituição. No individual, por prazo não superior a 10 anos)

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos

OPA: N/Ap

Big Bath: s/ informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2003 a 2006).

29ª Operação:

Target: Firma AF1

Bidder: Firma AF2

Preço de Aquisição: R\$ 897 milhões (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 462 milhões

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortizado integralmente no Consolidado, seguindo padrão da instituição. No individual, por prazo não superior a 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2002 a 2006).

30ª Operação:

Target: Firma AG1

Bidder: Firma AG2

Preço de Aquisição: R\$ 134.230 mil (fonte ANBID)

Ágio: N/Ap

Fundamento Econômico: N/Ap

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (sistema de cabos submarinos de fibra ótica)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

31ª Operação:

Target: Firma AH1

Bidder: Firma AH2

Preço de Aquisição: R\$ 207.268 mil (R\$ 111.617 mil + R\$ 96.651 mil)

Ágio: R\$ 95.651 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização por prazo não superior a 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle (nos termos do art. 254-A é enquadrada como tal. Uma evidência indicativa da ocorrência do evento seria a composição atual da administração da Firma AH1)

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não

32ª Operação:

Target: Firma AI1

Bidder: Firma AI2

Preço de Aquisição: R\$ 539.190 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aumento de Participação (Rearranjo no bloco de controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

33ª Operação:

Target: Firma AJ1

Bidder: Firma AJ2

Preço de Aquisição: R\$ 330.140 mil (fonte ANBID)

Deságio: R\$ 23.537 mil

Fundamento Econômico: não há fundamento econômico, uma vez que o deságio não será amortizado periodicamente. Tão-só quando da realização do investimento.

Espécie de Operação: Aumento de Participação (Rearranjo no bloco de controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

34ª Operação:

Target: Firma AL1

Bidder: Firma AL2

Preço de Aquisição: R\$ 163.610 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aumento de Participação (Rearranjo no bloco de controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

35ª Operação:

Target: Firma AM1

Bidder: Firma AM2

Preço de Aquisição: R\$ 1.429.760 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação (Há na nota explicativa nº 12 – Participações Societária, anexa às DF de 2004, em BR GAAP, um quadro que apresenta saldos de ágio para 2003 e 2004 de, respectivamente, R\$ 1.290 milhões e R\$ 1.147 milhões)

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aumento de Participação (Manutenção do Controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

36ª Operação:

Target: Firma AN1

Bidder: Firma AN2

Preço de Aquisição: R\$ 34.600 mil (Fonte ANBID)

Deságio: R\$ 52.588 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Prejuízo (amortização em 3 anos)

Espécie de Operação: Mudança de Controle Pleno para Compartilhado

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada indireta, em conjunto, Firma AN1, no formulário IAN, em seção específica (anos 2003 a 2006). Contudo presta com relação à sua controlada direta X., controladora da Firma AN1.

37ª Operação:

Target: Firma AO1

Bidder: Firma AO2

Preço de Aquisição: R\$ 58.470 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

38ª Operação:

Target: Firma AP1 (registro de companhia cancelado em 19.05.2004)

Bidder: Firma AP2

Preço de Aquisição: R\$ 659.780 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

39ª Operação:

Target: Firma AQ1

Bidder: Firma AQ2

Preço de Aquisição: R\$ 1.505.511 mil

Ágio: R\$ 1.656.127 mil???? (R\$ 1.478.458 mil de expectativa de lucros e R\$ 177.669 mil de mais valia imobilizado tangível)

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade e mais valia de imobilizado e licenças de operação (amortização em 10 anos e vida útil remanescente do imobilizado)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Não

40ª Operação:

Target: Firma AR1

Bidder: Firma AR2

Preço de Aquisição: R\$ 87.035.850 mil (fonte ANBID)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Fusão de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Sim

41ª Operação:

Target: Firma AS1 (registro de companhia cancelado em 06.03.2006)

Bidder: Firma AS2

Preço de Aquisição: R\$ 1.895.720 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Mudança de Controle Pleno para Compartilhado (Ingresso no Bloco de controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim

42ª Operação:

Target: Firma AT1 (registro cancelado em 06.08.2004)

Bidder: Firma AT2

Preço de Aquisição: R\$ 85.580 mil (fonte ANBID)

Ágio: Sim, não segregado

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (não informado prazo de amortização)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

43ª Operação:

Target: Firma AU1

Bidder: Firma AU2

Preço de Aquisição: R\$ 1.536 milhões (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 720 milhões

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 10 anos)

Espécie de Operação: Aumento de Participação (Rearranjo no Bloco de Controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre suas controladas fechadas em formulário IAN, em seção específica (anos 2004 a 2006)

Target: Firma AU3

Bidder: Firma AU4

Preço de Aquisição: R\$ 281 milhões (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 235 milhões

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 10 anos)

Espécie de Operação: Migração de Controle Compartilhado para Pleno

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre suas controladas fechadas em formulário IAN, em seção específica (anos 2004 a 2006)

44ª Operação:

Target: Firma AV1

Bidder: Firma AV2

Preço de Aquisição: R\$ 68.669 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica (anos 2004 a 2006)

45ª Operação:

Target: Firma AX1

Bidder: Firma AX2

Preço de Aquisição: R\$ 419.530 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 199.810 (ágio interno - Lucro não realizado “downstream”)

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 10 anos)

Espécie de Operação: Reestruturação Societária (Operação com Controladora - TPR)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada fechada em formulário IAN, em seção específica anos (2004 e 2005). Até a presente data (13.09.2007) não foi arquivado formulário IAN de 2006.

46ª Operação:

Target: Firma AZ1

Bidder: Firma AZ2

Preço de Aquisição: R\$ 613.432 mil (fonte ANBID: valor de anúncio)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

47ª Operação:

Target: Firma BA1

Bidder: Firma BA2

Preço de Aquisição: R\$ 726 milhões (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 251.709 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização prazo contratual da concessão)

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (Direito de Concessão Rodoviária)

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não

Obs: Na DRE da Concessionária Firma BA1 não há registro de despesas não operacionais significativas nos anos de 2005 e 2006.48ª Operação:

Target: Firma BB1

Bidder: Firma BB2

Preço de Aquisição: R\$ 134 milhões

Ágio: R\$ 35.828 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis de sua controlada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos de 2004 a 2006).49ª Operação:

Target: Firma BC1

Bidder: Firma BC2

Preço de Aquisição: R\$ 294.770 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 125.284 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 5 anos)

Espécie de Operação: Migração de Controle Compartilhado para Pleno

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim

50ª Operação:

Target: Firma BD1

Bidder: Firma BD2

Preço de Aquisição: R\$ 34 milhões (fonte ANBID)

Deságio: R\$ 13.598 mil

Fundamento Econômico: s/ fundamento econômico (não amortizado)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Não

Obs: A companhia não prestou informações contábeis sobre a controlada fechada Firma BD2 no formulário IAN, em seção específica (anos 2004 a 2006), muito embora tenha sido relacionada como tal.

51ª Operação:

Target: Firma BE1

Bidder: Firma BE2

Preço de Aquisição: R\$ 404.227 mil (fonte ANBID)

Deságio: R\$ 202.974 mil

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos - EPE

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada/coligada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2004 a 2006)

52ª Operação:

Target: Firma BF1

Bidder: Firma BF2

Preço de Aquisição: R\$ 154 milhões

Ágio: não informado

Fundamento Econômico: não informado

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada/coligada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2004 a 2006)

53ª Operação:

Target: Firma BG1

Bidder: Firma BG2

Preço de Aquisição: R\$ 1.367.640 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação.

Obs: A companhia não presta informações contábeis sobre sua controlada/coligada fechada no formulário IAN, em seção específica (anos 2004 a 2006).

54ª Operação:

Target: Firma BH1

Bidder: Firma BH2 (registro de companhia cancelado em 08.11.2006)

Preço de Aquisição: R\$ 100.890 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 57.378 mil

Fundamento Econômico: mais valia de imobilizado (amortização não uniforme)

Espécie de Operação: Alienação de Controle (passou do status de coligada em 2003 para controlada em 2004)

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: A companhia não presta informações contábeis s/ controlada e coligada fechadas em seu formulário IAN (anos 2004 a 2005)

55ª Operação:

Target: Firma BI1

Bidder: Firma BI2

Preço de Aquisição: R\$ 19.500 mil

Deságio: R\$ 45.271 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Prejuízos (amortização em 5 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

56ª Operação:

Target: Firma BJ1

Bidder: Firma BJ2

Preço de Aquisição: R\$ 113.440 mil

Ágio: R\$ 111.930 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não

Obs: A companhia apresentou informações contábeis da controlada fechada - Firma BJ1 - no formulário IAN de 2005. Em 2006 não procedeu da mesma forma, embora a controlada tenha sido relacionada na seção específica do formulário.

57ª Operação:

Target: Firma BL1

Bidder: Firma BL2

Preço de Aquisição: R\$ 1.795.580 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Não

58ª Operação:

Target: Firma BM1

Bidder: Firma BM2

Preço de Aquisição: R\$ 164.870 mil (fonte ANBID)

Deságio: R\$ 12.241 mil

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap

Big Bath: s/ informação

Obs: A firma BM2 não presta informações contábeis sobre controladas fechadas no formulário IAN, em seção específica (2004 a 2006)

59ª Operação:

Target: Firma BN1 (registro de companhia cancelado em 28.08.2006)

Bidder: Firma BN2 e Firma BN3

Preço de Aquisição: R\$ 1.484.190 mil

Ágio: R\$ 1.004.726 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização pelo período de 10 anos)

Espécie de Operação: Mudança de Controle Pleno para Compartilhado

OPA: Dispensa de OPA de Cancelamento de Registro deferido em 22.08.2006 (Processo CVM-RJ 2006-5875)

Big Bath: Sim

60ª Operação:

Target: Firma BO1 e Firma BO2 (registro cancelado em 13.12.2005)

Bidder: Firma BO3

Preço de Aquisição: R\$ 116.983 mil

Ágio: R\$ 74.932 mil (Firma BO1) e R\$ 59.547 mil (Firma BO2)

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Dispensa de OPA de Cancelamento de Registro deferido em 09.12.2005 (Processo CVM-RJ 2005-6487)

Big Bath: Não

Obs: Não são prestadas informações contábeis sobre controladas fechadas no formulário IAN, em seção específica (2005 e 2006)

61ª Operação:

Target: Firma BP1

Bidder: Firma BP2

Preço de Aquisição: R\$ 306.914 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aumento de Participação (no bloco de controle)

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não

62ª Operação:

Target: Firma BQ1 (registro de cia. aberta cancelado em 06.03.2006)

Bidder: Firma BQ2

Preço de Aquisição: R\$ 643.201 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Migração de controle compartilhado para pleno

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Não

Obs: Foi concedida dispensa de OPA por cancelamento de registro de companhia aberta, em 22.02.2006, conforme Processo CVM-RJ 2006/832.

63ª Operação:

Target: Firma BR1

Bidder: Firma BR2

Preço de Aquisição: R\$ 700.000 mil

Ágio: R\$ 669.074 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização de 10% a 20% ao ano)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Unificada (Cancelamento de Registro e Alienação de Controle)

Big Bath: Sim

64ª Operação:

Target: Firma BS1

Bidder: Firma BS2

Preço de Aquisição: R\$ 2.124.338 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 2.061.951 (25% dos quais direcionados para aproveitamento tributário via “incorporação reversa” Inst. CVM nº 349)

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização pelo prazo de 10 anos)

Espécie de Operação: Migração de controle pleno para compartilhado

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Sim

65ª Operação:

Target: Firma BT1

Bidder: Firma BT2

Preço de Aquisição: R\$ 67.771 mil (Preço de anúncio informado pela ANBID. Não é o preço de fechamento)

Ágio: informado, porém não segregado (o que implica afirmar “não informado”)

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização em 20% ao ano)

Espécie de Operação: Aumento de Participação

OPA: N/Ap

Big Bath: N/Ap

66ª Operação:

Target: Firma BU1

Bidder: Firma BU2

Preço de Aquisição: R\$ 1.782 milhões

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aquisição Originária de Controle (amigável)

OPA: N/Ap

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN (2005 e 2006)

67ª Operação:

Target: Firma BV1

Bidder: Firma BV2

Preço de Aquisição: R\$ 250.976 mil

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não (na DRE da controlada fechada da Firma BV2, no ano de 2005, não há registro de despesa não operacional)

68ª Operação:

Target: Firma BX1

Bidder: Firma BX2

Preço de Aquisição: R\$ 54.124 mil

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (desdobramento de reestruturação de dívidas)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

69ª Operação:

Target: Firma BZ1

Bidder: Firma BZ2

Preço de Aquisição: R\$ 105 milhões

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (9 UHE)

OPA: N/Ap

Big Bath: s/ informação

70ª Operação:

Target: Firma CA1 (extinta posteriormente por incorporação)

Bidder: Firma CA2

Preço de Aquisição: R\$ 668.493 mil

Ágio: R\$ 418.460 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização entre 7 e 10 anos)

Espécie de Operação: Migração de controle compartilhado para pleno

OPA: Cancelamento de Registro

Big Bath: N/Ap.

71ª Operação:

Target: Firma CB1 e Firma CB2

Bidder: Firma CB3

Preço de Aquisição: transação não efetivada (querela envolvendo acionistas controladores)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aumento de Participação

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

72ª Operação:

Target: Firma CC1

Bidder: Firma CC2

Preço de Aquisição: s/ informação (fora da base ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Migração de controle pleno para compartilhado (de modo indireto)

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Não

73ª Operação:

Target: Firma CD1

Bidder: Firma CD2

Preço de Aquisição: R\$ 3.363.290 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 2.496.807 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização conforme “curva” de geração de benefícios futuros)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Sim

74ª Operação:

Target: Firma CE1

Bidder: Firma CE2

Preço de Aquisição: R\$ 2.980.529 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 2.331.089 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (prazo de amortização de 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN 2006 (muito embora sejam relacionadas outras coligadas/controladas fechadas com dados disponibilizados)

75ª Operação:

Target: Firma CF1

Bidder: Firma CF2

Preço de Aquisição: R\$ 155.078 mil

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Migração de controle compartilhado para pleno

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Sim

76ª Operação:

Target: Firma CG1

Bidder: Firma CG2

Preço de Aquisição: R\$ 4.581.120 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 3.111.934 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização pelo prazo de 10 anos)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: Sim

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada - Firma CG1 - no Formulário IAN 200677ª Operação:

Target: Firma CH1

Bidder: Firma CH2

Preço de Aquisição: R\$ 344.207 mil

Ágio: R\$ 79.788 mil (estimado, passível de ajustes futuros???)

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (presunção pela informação em nota explicativa)

Espécie de Operação: Migração de controle compartilhado para pleno

OPA: Inaplicabilidade (entendimento similar ao do Caso Copesul – manifestação CVM disponível no site www.cvm.gov.br)

Big Bath: Sim

78ª Operação:

Target: Firma CI1

Bidder: Firma CI2

Preço de Aquisição: R\$ 1.293.079 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 242.789 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Rentabilidade (amortização 26 anos)

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (EPE's com controle compartilhado)

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controladas fechadas - EPE's - no Formulário IAN 2006.79ª Operação:

Target: Firma CJ1

Bidder: Firma CJ2 e Firma CJ3

Preço de Aquisição: R\$ 77.000 mil (fonte ANBID)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Joint Venture

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

Obs: Até a presente data (11.09.2006) não foi arquivado Formulário IAN 2006 da companhia.

80ª Operação:

Target: Firma CL1

Bidder: Firma CL2

Preço de Aquisição: R\$ 3.758.522 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Sim (FR de 10.08.2006)

81ª Operação:

Target: Firma CM1 (registro em 25.07.2007)

Bidder: Firma CM2 e Firma CM3

Preço de Aquisição: R\$ 2.103.893 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Fusão de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

82ª Operação:

Target: Firma CN1

Bidder: Firma CN2

Preço de Aquisição: R\$ 415.000 mil

Ágio: R\$ 88.000 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros durante a concessão (amortização segundo curva definida pela ANEEL)

Espécie de Operação: Aumento de Participação

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN 2006 (muito embora Firma CN1 seja relacionada no quadro coligada/controlada de capital fechado)83ª Operação:

Target: Firma CO1

Bidder: Firma CO2

Preço de Aquisição: R\$ 205.170 mil

Ágio: R\$ 111.794 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros durante a concessão (amortização segundo curva definida pela ANEEL)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN 2006.

84ª Operação:

Target: Firma CP1

Bidder: Firma CP2

Preço de Aquisição: transação não efetivada (“auction”) – Fora da Base ANBID

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aquisição Originária de Controle (amigável)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

85ª Operação:

Target: Firma CQ1

Bidder: Firma CQ2

Preço de Aquisição: transação não efetivada – Fora da Base ANBID

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aquisição Originária de Controle (amigável) – possível “AUCTION”

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

86ª Operação:

Target: Firma CR1

Bidder: Firma CR2

Preço de Aquisição: R\$ 35.819.089 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 24.072 milhões (R\$ 19.331 milhões de mais valia imobilizado tangível e R\$ 4.741 milhões de lucros futuros)

Fundamento Econômico: mais valia Imobilizado Tangível e Expectativa de Lucros

Espécie de Operação: Aquisição Originária de Controle (amigável)

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN87ª Operação:

Target: Firma CS1

Bidder: Firma CS2

Preço de Aquisição: R\$ 59.677 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Migração de controle compartilhado para pleno

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN

88ª Operação:

Target: Firma CT1

Bidder: Firma CT2

Preço de Aquisição: R\$ 158.429 mil

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle (Extinção da adquirida por incorporação)

OPA: N/Ap

Big Bath: N/Ap.

89ª Operação:

Target: Firma CU1

Bidder: Firma CU2

Preço de Aquisição: R\$ 28.192 mil

Ágio: R\$ 28.329 mil

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Apresentou informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN 2006 (muito embora sem dados comparativos de 2005)

90ª Operação:

Target: Firma CV1

Bidder: Firma CV2

Preço de Aquisição: R\$ 333.020 mil (fonte ANBID)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Joint Venture (Compartilhamento de Operações)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

91ª Operação:

Target: Firma CX1

Bidder: Firma CX2 (registro em 21.02.2007)

Preço de Aquisição: R\$ 383.500 mil (fonte ANBID. Valor anunciado para operação)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN 2006 (muito embora a Firma CX1 seja relacionada no quadro coligada/controlada de capital fechado)

92ª Operação:

Target: Firma CZ1

Bidder: Firma CZ2

Preço de Aquisição: R\$ 1.617.164 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 566.502 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização pelo prazo contratual da concessão, segundo curva definida pela ANEEL)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Não

93ª Operação:

Target: Firma DA1

Bidder: Firma DA2

Preço de Aquisição: R\$ 83 milhões (fora da Base ANBID)

Ágio: R\$ 20.320 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização por 5 anos)

Espécie de Operação: Migração de controle compartilhado para pleno

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN94ª Operação:

Target: Firma DB1

Bidder: Firma DB2

Preço de Aquisição: R\$ 42.672 mil (fonte ANBID)

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Alienação de Controle

Big Bath: Não

95ª Operação:

Target: Firma DC1

Bidder: Firma DC2

Preço de Aquisição: R\$ 2.756.733 mil (fonte ANBID. Valor anunciado p/ operação)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Permuta de Ativos

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

96ª Operação:

Target: Firma DD1 (registro em 26.07.2007)

Bidder: Firma DD2 e Firma DD3

Preço de Aquisição: R\$ 7.053.000 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 110.465 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização pelo prazo de 10 anos)

Espécie de Operação: Mudança de Controle Pulverizado p/ Controle Pleno (Fusão pelo art. 228 LSA)

OPA: N/Ap.

Big Bath: Não

97ª Operação:

Target: Firma DE1 (registrada em 06.02.2006)

Bidder: Firma DE2

Preço de Aquisição: R\$ 228.850 mil (fonte ANBID)

Ágio: R\$ 153.154 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização por 10 anos)

Espécie de Operação: Aquisição de Ativos (participação minoritária no negócio)

OPA: N/Ap.

Big Bath: N/Ap.

98ª Operação:

Target: Firma DF1

Bidder: Firma DF2

Preço de Aquisição: R\$ 112.121 mil

Ágio: R\$ 66.655 mil

Fundamento Econômico: Expectativa de Lucros (amortização até 2011)

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: N/Ap.

Big Bath: s/ informação

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN (2006)

99ª Operação:

Target: Firma DG1

Bidder: Firma DG2

Preço de Aquisição: R\$ 132.750 mil

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle (Em verdade há uma condição suspensiva para efetivação da operação, qual seja, a anuência e homologação da ANATEL)

OPA: N/Ap

Big Bath: N/Ap

Obs: Não apresenta informações contábeis s/ controlada fechada no Formulário IAN (2006)

100ª Operação:

Target: Firma DH1 (registro cancelado em 11.01.2007)

Bidder: Firma DH2

Preço de Aquisição: R\$ 278.485.200,00

Ágio: s/ informação

Fundamento Econômico: s/ informação

Espécie de Operação: Alienação de Controle

OPA: Cancelamento de Registro (art. 4º, § 4º LSA)

Big Bath: Não

101ª Operação:

Target: Firma DI1

Bidder: Firma DI2

Preço de Aquisição: não efetivada (fora da Base ANBID)

Ágio: N/Ap.

Fundamento Econômico: N/Ap.

Espécie de Operação: Aquisição Originária de Controle (hostil)

OPA: Aquisição Originária – Art. 257 (s/ registro na CVM)

Big Bath: N/Ap.

APÊNDICE 2 – REGRESSÕES OLS ESTUDO DE EVENTOS POR RETORNOS

Oper	Regressão	Alfa	Beta	R2	Teste White	Teste BG 1 lag	Distr. Res.	Variância
1a Oper	1 (F a 1%)	0.13%	14.86%	9.61%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	49.75%
	2 (F a 1%)	-4.60%	64.76%	35.45%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	270.60%
2a Oper	3 (F a 1%)	25.14%	96.66%	13.96%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	699.44%
	4 (F a 1%)	18.73%	84.60%	41.90%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 5%	288.97%
	5 (F a 1%)	7.95%	89.16%	51.23%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 1%	265.01%
3a Oper	6 (F a 1%)	10.42%	58.72%	12.85%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	401.46%
	7 (F a 1%)	2.52%	45.77%	14.77%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	343.14%
	8 (F a 10%)	22.24%	57.18%	7.31%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	579.51%
	9 (F a 1%)	-9.88%	51.46%	18.58%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	353.37%
4a Oper	10 (F a 1%)	-5.31%	66.28%	41.94%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	231.02%
	11 (F a 1%)	10.07%	78.38%	45.89%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	300.04%
	12 (F a 10%)	29.48%	65.91%	12.12%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	208.67%
5a Oper	13 (F a 1%)	-23.81%	45.73%	24.91%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	197.33%
6a Oper	14 (F a 1%)	-23.88%	93.58%	28.32%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	683.83%
	15 (F a 1%)	-29.31%	57.11%	13.00%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 5%	689.73%
7a Oper	16 (F a 1%)	70.87%	-18.28%	47.17%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	234.65%
	17 (F a 1%)	1.64%	81.81%	44.73%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	311.95%
	18 (F a 10%)	11.96%	99.77%	12.55%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	674.58%
8a Oper	19 (F a 1%)	-12.16%	65.97%	43.02%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	214.75%
	20 (F a 1%)	7.99%	59.63%	38.03%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	205.86%
	21 (F a 10%)	18.75%	49.44%	5.84%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	419.65%
9a Oper	22 (F não)	-2.81%	22.97%	2.15%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	1529.31%
	23 (F a 1%)	-22.86%	66.28%	39.90%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	224.39%
	24 (F a 10%)	3.57%	79.70%	44.47%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	303.48%
	25 (F não)	40.23%	39.98%	2.98%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	414.82%
10a Oper	26 (F a 1%)	-7.26%	46.74%	61.90%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	36.99%
11a Oper	27 (F a 1%)	4.84%	53.30%	33.68%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	197.04%
	28 (F a 1%)	25.64%	53.45%	32.64%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	185.95%
	29 (F a 10%)	13.85%	39.76%	4.55%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	350.11%
12a Oper	30 (F a 1%)	0.16%	22.97%	7.32%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	191.26%
	31 (F a 1%)	-10.36%	30.26%	14.72%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	151.87%
	32 (F a 5%)	34.36%	98.79%	6.69%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	1033.14%
	33 (F não)	-2.87%	-1.84%	0.12%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	31.28%
13a Oper	34 (F a 5%)	33.48%	44.21%	12.49%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	279.54%
14a Oper	35 (F a 5%)	-15.97%	45.64%	6.07%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	352.48%
	36 (F a 1%)	-2.09%	30.24%	8.16%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	285.64%
15a Oper	37 (F a 10%)	-40.04%	-29.06%	3.60%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	375.83%
	38 (F a 1%)	5.71%	20.76%	8.72%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	88.33%
	39 (F a 1%)	-15.53%	39.13%	8.91%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	535.45%
	40 (F a 1%)	16.76%	36.70%	10.57%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	383.36%
16a Oper	41 (F a 1%)	-0.57%	79.02%	32.42%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	339.12%
	42 (F a 1%)	10.88%	112.59%	62.11%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	214.37%
	43 (F a 1%)	-16.12%	84.09%	18.47%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	746.78%
	44 (F a 1%)	-13.24%	59.07%	35.64%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	165.66%
	45 (F a 1%)	15.87%	92.67%	58.45%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	176.09%
	46 (F a 5%)	0.86%	36.44%	6.62%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	427.84%
17a Oper	47 (F a 5%)	16.31%	19.91%	7.54%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	72.17%
	48 (F a 1%)	-29.94%	338.39%	82.52%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	269.39%
	49 (F a 1%)	15.67%	52.23%	14.86%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	326.25%

18a Oper	50 (F a 5%)	12.63%	44.97%	5.94%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	326.14%
	51 (F a 10%)	-4.48%	38.85%	4.36%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	278.19%
	52 (F a 1%)	-8.86%	27.02%	10.18%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	165.79%
	53 (F a 1%)	-1.55%	61.30%	16.43%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	229.03%
	54 (F a 1%)	-5.91%	45.62%	27.30%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	143.24%
19a Oper	55 (F não)	-9.40%	9.88%	0.20%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	509.73%
	56 (F a 1%)	28.19%	93.16%	36.59%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	392.54%
20a Oper	57 (F a 1%)	-5.71%	66.39%	35.30%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	222.77%
	58 (F a 1%)	6.36%	108.61%	58.93%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	203.51%
	59 (F não)	18.58%	23.53%	3.13%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	412.23%
21a Oper	60 (F a 5%)	-10.69%	21.01%	5.98%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	233.23%
	61 (F a 1%)	-7.82%	46.61%	20.65%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	274.97%
	62 (F não)	20.32%	10.34%	2.36%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	93.93%
	63 (F a 1%)	-25.07%	72.18%	16.48%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	642.42%
22a Oper	64 (F não)	32.40%	-12.13%	1.99%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Ñ Normal	172.90%
	65 (F não)	11.05%	-10.73%	1.74%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	169.06%
	66 (F a 5%)	7.33%	27.48%	5.43%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 5%	175.06%
23a Oper	67 (F não)	-9.54%	-11.32%	2.44%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	2135.64%
24a Oper	68 (F a 1%)	-32.36%	56.48%	29.78%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	206.05%
	69 (F a 1%)	-5.89%	70.34%	33.97%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	198.92%
	70 (F a 10%)	17.38%	29.45%	4.41%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	441.27%
25a Oper	71 (F a 1%)	-20.38%	58.49%	26.96%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	220.40%
	72 (F a 1%)	1.20%	80.93%	42.30%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	239.50%
	73 (F não)	6.73%	19.67%	2.30%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	325.45%
26a Oper	74 (F a 1%)	-6.01%	53.06%	26.50%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	139.62%
	75 (F a 1%)	-20.01%	79.17%	47.03%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	124.14%
	76 (F a 10%)	3.93%	37.07%	3.26%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	258.02%
27a Oper	77 (F a 1%)	5.52%	25.63%	6.98%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	389.72%
	78 (F a 1%)	1.63%	81.95%	40.63%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	386.24%
	79 (F não)	32.16%	23.96%	2.30%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	790.06%
28a Oper	80 (F não)	2.89%	-1.20%	0.01%	Hetero a 1%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	279.92%
	81 (F a 1%)	-18.89%	60.72%	26.13%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	183.13%
	82 (F não)	16.02%	-11.79%	0.37%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	256.49%
29a Oper	83 (F a 5%)	-4.88%	25.57%	6.01%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	399.07%
	84 (F a 1%)	-12.50%	77.65%	37.85%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	422.02%
	85 (F não)	1.03%	12.00%	0.62%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	743.77%
30a Oper	86 (F a 1%)	-5.96%	71.16%	51.69%	Homo a 10%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	232.72%
	87 (F a 1%)	-0.59%	84.68%	50.92%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	252.95%
	88 (F não)	-24.24%	19.76%	1.82%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	645.16%
31a Oper	89 (F a 1%)	-18.59%	68.66%	36.05%	Homo a 10%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	245.60%
	90 (F a 1%)	-12.71%	85.75%	45.64%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	238.71%
	91 (F a 1%)	-35.27%	68.46%	14.23%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	556.74%
32a Oper	92 (F a 1%)	14.74%	48.67%	10.47%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	410.78%
33a Oper	93 (F não)	-15.47%	4.71%	1.03%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	46.44%
	94 (F a 10%)	27.57%	41.64%	5.57%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	486.90%
	95 (F a 10%)	-25.04%	32.95%	4.62%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	480.91%
34a	96 (F a 1%)	19.30%	48.14%	12.21%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	352.67%

Oper								
35 Oper	97 (F não)	27.50%	-0.68%	0.01%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	152.73%
	98 (F a 10%)	-9.02%	-16.67%	3.78%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	178.02%
	99 (F não)	3.69%	-12.00%	1.61%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	185.59%
	100 (F não)	0.05%	13.09%	1.18%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	223.34%
	101 (F a 10%)	-7.33%	22.66%	3.52%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	230.87%
36a Oper	102 (F a 5%)	16.35%	32.37%	7.34%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	329.77%
	103 (F a 5%)	31.96%	42.46%	7.09%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	374.26%
37a Oper	104 (F não)	-9.33%	7.29%	0.43%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	219.79%
38 Oper	105 (F não)	-2.55%	-3.94%	1.82%	Hetero a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	11.98%
39a Oper	106 (F a 1%)	-22.86%	24.70%	16.07%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	101.03%
	107 (F a 1%)	30.58%	56.63%	12.35%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	516.76%
	108 (F a 10%)	36.63%	39.56%	4.49%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	874.17%
	109 (F a 1%)	23.91%	115.17%	25.71%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	699.81%
	110 (F a 1%)	-3.78%	119.45%	40.68%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	399.20%
40a Oper	111 (F a 1%)	6.98%	80.64%	11.05%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	1090.63%
	112 (F a 5%)	-3.43%	45.69%	16.70%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	352.14%
	113 (F a 1%)	3.28%	46.59%	29.77%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	173.14%
	114 (F a 10%)	-0.75%	-16.58%	4.79%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	26.53%
41a Oper	115 (F a 10%)	4.55%	51.36%	4.34%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	335.71%
	116 (F a 5%)	-1.41%	29.67%	5.84%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	147.10%
	117 (F a 1%)	6.38%	115.13%	45.36%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	230.87%
	118 (F a 1%)	-0.69%	59.29%	28.08%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	176.19%
42a Oper	119 (F a 1%)	-14.24%	61.02%	29.54%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	159.73%
	120 (F a 1%)	-4.88%	75.52%	10.07%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	331.14%
	121 (F a 5%)	15.97%	25.06%	6.96%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	145.94%
43a Oper	122 (F a 1%)	8.44%	60.35%	31.51%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	169.56%
	123 (F a 1%)	27.71%	74.99%	8.97%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	238.20%
	124 (F a 1%)	-25.19%	86.25%	35.44%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	237.82%
44a Oper	125 (F a 1%)	-29.94%	91.57%	33.88%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	231.35%
	126 (F a 5%)	4.05%	61.09%	4.79%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	361.77%
	127 (F a 1%)	14.44%	67.27%	23.95%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	266.87%
45a Oper	128 (F não)	10.27%	-8.75%	0.71%	Hetero a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	330.01%
	129 (F a 5%)	-9.19%	26.29%	6.17%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	347.77%
47a Oper	130 (F não)	25.49%	2.40%	0.05%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	570.20%
48a Oper	131 (F a 1%)	-2.15%	100.09%	31.50%	Homo a 10%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	258.15%
	132 (F a 1%)	-22.43%	85.65%	29.63%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	200.82%
	133 (F a 1%)	-1.98%	100.43%	8.75%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	463.64%
49a Oper	134 (F a 1%)	-10.51%	79.65%	44.22%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 5%	244.12%
	135 (F a 1%)	-11.50%	183.13%	20.13%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	784.33%
50a Oper	136 (F a 1%)	-20.02%	46.02%	11.83%	Hetero a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	296.32%
	137 (F a 10%)	-19.10%	22.55%	3.85%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	274.90%
51a Oper	138 (F a 1%)	-17.34%	79.16%	10.25%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	268.46%
	139 (F a 1%)	-10.80%	57.15%	29.70%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	184.19%
	140 (F a 1%)	-0.89%	99.21%	13.26%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	329.32%
	141 (F a 1%)	-6.09%	68.82%	42.53%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	156.56%
52a	142 (F a 1%)	-19.51%	114.55%	17.26%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	282.85%

Oper	143 (F a 1%)	-13.27%	57.17%	31.30%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	185.64%
	144 (F a 1%)	-6.58%	130.30%	21.14%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	288.12%
	145 (F a 1%)	-7.98%	68.18%	41.99%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	160.16%
53a Oper	146 (F a 1%)	-17.10%	117.43%	20.96%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	273.92%
	147 (F a 1%)	8.09%	68.59%	48.98%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	199.52%
	148 (F a 1%)	0.22%	145.27%	26.66%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	297.89%
54a Oper	149 (F a 1%)	0.95%	73.63%	49.29%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	155.41%
	150 (F a 10%)	-2.84%	20.49%	4.12%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	414.19%
	151 (F a 1%)	-1.70%	37.85%	7.91%	Hetero a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	518.70%
55a Oper	152 (F a 1%)	14.69%	47.75%	12.48%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	231.65%
	153 (F a 1%)	-7.53%	52.06%	15.64%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	179.28%
	154 (F a 1%)	10.39%	74.74%	12.52%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	196.37%
56a Oper	155 (F a 1%)	-36.42%	78.24%	16.83%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	610.99%
	156 (F a 1%)	-45.48%	122.36%	45.82%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	348.30%
	157 (F a 1%)	-7.04%	133.30%	10.06%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	628.15%
57a Oper	158 (F a 1%)	20.42%	34.64%	16.02%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	280.11%
	159 (F a 5%)	-13.47%	19.49%	6.41%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	250.35%
	160 (F a 1%)	-1.38%	68.20%	46.87%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	239.42%
58a Oper	161 (F a 1%)	-30.49%	153.17%	26.79%	Hetero a 1%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	412.89%
	162 (F a 1%)	14.62%	46.48%	12.02%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	283.30%
	163 (F a 1%)	-22.78%	36.25%	11.63%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	179.81%
59a Oper	164 (F a 1%)	-2.94%	48.20%	19.08%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	173.47%
	165 (F a 1%)	24.36%	59.01%	7.93%	Homo a 10%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	186.14%
	166 (F não)	-17.46%	-1.85%	0.04%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	234.08%
60a Oper	167 (F a 1%)	2.22%	55.06%	18.60%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	344.59%
	168 (F a 1%)	-11.80%	120.51%	51.32%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	302.86%
	169 (F a 1%)	-41.97%	131.34%	59.15%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	211.12%
61 Oper	170 (F a 1%)	-6.86%	97.22%	49.92%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 1%	269.31%
	171 (F a 1%)	-8.93%	89.18%	51.43%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	158.33%
	172 (F a 1%)	11.17%	127.50%	27.77%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Ñ Normal	540.82%
62 Oper	173 (F a 1%)	-11.49%	56.53%	20.50%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Ñ Normal	248.06%
	174 (F a 1%)	25.65%	78.77%	30.33%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	252.95%
	175 (F a 1%)	14.15%	100.16%	41.76%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	250.15%
63a Oper	176 (F a 1%)	37.37%	132.57%	11.40%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	583.89%
	177 (F a 1%)	-15.91%	50.06%	15.13%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	289.41%
	178 (F a 5%)	-19.53%	67.33%	5.24%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	353.56%
64a Oper	179 (F a 5%)	44.88%	40.79%	7.10%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	302.39%
	180 (F a 1%)	9.72%	55.40%	31.01%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	152.51%
	181 (F a 1%)	8.81%	71.83%	43.35%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	147.42%
65a Oper	182 (F a 1%)	22.26%	222.29%	29.31%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	348.21%
	183 (F a 1%)	9.38%	170.84%	22.99%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	275.51%
	184 (F a 1%)	-7.64%	46.59%	13.66%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	385.29%
66a Oper	185 (F a 1%)	21.74%	95.77%	35.11%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	401.18%
	186 (F a 1%)	22.78%	126.65%	12.68%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	476.01%
	187 (F a 1%)	3.85%	91.19%	27.45%	Homo a 1%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	310.84%
67a Oper	188 (F a 10%)	27.13%	79.96%	4.10%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	633.67%
	189 (F não)	-5.36%	7.01%	0.12%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	869.63%
	189 (F não)	-5.36%	7.01%	0.12%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	869.63%

Oper								
70a Oper	190 (F a 1%)	-33.91%	63.76%	26.99%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	272.38%
71a Oper	191 (F a 1%)	6.58%	59.51%	11.41%	Homo a 10%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	647.50%
	192 (F a 1%)	-39.44%	97.62%	49.34%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	178.68%
	193 (F a 10%)	-14.98%	88.19%	3.83%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	619.86%
	194 (F a 1%)	-3.50%	84.42%	30.60%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	487.90%
	195 (F a 1%)	-16.91%	71.36%	42.12%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	145.96%
	196 (F a 1%)	0.40%	99.77%	8.24%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	325.68%
72a Oper	197 (F não)	-14.57%	11.46%	1.34%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	207.82%
	198 (F a 1%)	57.04%	159.41%	15.14%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	554.15%
	199 (F a 1%)	11.17%	126.55%	64.86%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 1%	214.33%
	200 (F a 1%)	17.42%	88.10%	48.22%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	192.39%
73a Oper	201 (F não)	62.37%	-6.92%	0.05%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	1291.36%
	202 (F não)	9.33%	24.66%	1.54%	Hetero a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	551.23%
	203 (F a 5%)	-2.86%	27.88%	5.20%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	257.98%
74a Oper	204 (F a 1%)	5.21%	56.97%	26.43%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	132.46%
	205 (F a 1%)	-7.16%	57.85%	28.38%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	119.96%
	206 (F a 1%)	15.44%	156.53%	18.79%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	227.10%
	207 (F a 1%)	6.65%	208.95%	29.89%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	217.63%
75a Oper	208 (F a 1%)	-19.03%	100.38%	36.45%	Hetero a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	346.50%
	209 (F a 1%)	-45.09%	131.34%	47.51%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	260.44%
76a Oper	210 (F a 1%)	-3.82%	64.15%	27.11%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	166.42%
	211 (F a 1%)	-7.61%	86.56%	34.37%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	203.19%
	212 (F a 1%)	5.63%	224.98%	29.99%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	295.52%
77a Oper	213 (F a 1%)	-55.46%	176.16%	20.46%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	270.90%
	214 (F não)	-13.85%	1.40%	0.01%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	449.38%
	215 (F a 1%)	-16.45%	47.46%	9.48%	Homo a 10%	c/ CS a 1%	Normal a 10%	316.97%
	216 (F não)	-27.72%	14.88%	0.34%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 1%	884.25%
78a Oper	217 (F a 1%)	-0.63%	89.72%	29.59%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	282.43%
	218 (F a 1%)	-26.55%	84.53%	37.44%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	160.84%
	219 (F a 1%)	25.63%	134.57%	14.19%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	361.19%
79a Oper	220 (F a 5%)	23.77%	40.69%	6.75%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	415.43%
80a Oper	221 (F a 1%)	-46.90%	55.95%	10.55%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	412.21%
81a Oper	222 (F não)	-15.27%	24.40%	3.26%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	374.71%
	223 (F a 1%)	-6.26%	43.68%	16.42%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	188.52%
82a Oper	224 (F a 1%)	-0.83%	27.99%	5.67%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	204.52%
	225 (F a 5%)	23.38%	70.64%	4.53%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	343.15%
83a Oper	226 (F a 1%)	5.81%	41.96%	18.60%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	109.86%
	227 (F a 1%)	4.40%	109.26%	12.13%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	203.77%
84a Oper	228 (F a 1%)	-4.60%	184.66%	27.36%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	268.18%
	229 (F a 1%)	-9.94%	122.95%	56.02%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	136.18%
85a Oper	230 (F a 1%)	-10.57%	256.93%	45.37%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	279.67%
	231 (F a 1%)	-3.75%	132.26%	64.15%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	123.36%
86a Oper	232 (F a 1%)	8.18%	83.74%	44.97%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	170.12%
	233 (F a 1%)	5.11%	84.16%	46.45%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	163.13%

	234 (F a 1%)	10.02%	295.32%	55.97%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	303.13%
	235 (F a 1%)	6.19%	214.79%	51.87%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	186.73%
87a Oper	236 (F a 1%)	-1.19%	66.63%	31.61%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 10%	196.48%
	237 (F a 1%)	-3.90%	65.65%	33.47%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	174.68%
	238 (F a 1%)	-21.53%	225.61%	40.29%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	293.18%
	239 (F a 1%)	-18.27%	211.11%	39.13%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	264.18%
88a Oper	240 (F a 1%)	33.05%	57.00%	6.46%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	691.87%
89a Oper	241 (F a 1%)	6.23%	77.54%	16.05%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	542.41%
90a Oper	242 (F a 1%)	0.45%	76.36%	15.34%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	674.62%
	243 (F a 1%)	12.93%	53.27%	9.76%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	527.78%
	244 (F a 1%)	35.66%	136.52%	11.40%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	685.05%
	245 (F a 1%)	-21.02%	52.05%	12.61%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	399.70%
	246 (F a 1%)	-35.06%	85.49%	24.84%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	433.15%
	247 (F a 1%)	-3.05%	119.70%	10.26%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	506.05%
91a Oper	248 (F a 1%)	17.05%	70.17%	26.20%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	428.93%
92a Oper	249 (F a 1%)	-3.68%	43.45%	7.15%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	672.40%
	250 (F a 1%)	-40.82%	74.38%	21.24%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	503.74%
93a Oper	251 (F a 1%)	53.49%	226.37%	19.93%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 5%	468.00%
	252 (F a 1%)	9.05%	128.42%	52.43%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	237.11%
94a Oper	253 (F não)	42.47%	12.35%	0.81%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 1%	283.33%
95a Oper	254 (F a 1%)	5.01%	60.50%	18.47%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	279.60%
	255 (F a 1%)	-6.65%	236.30%	55.81%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 5%	202.56%
96a Oper	256 (F a 1%)	-5.18%	80.05%	18.14%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	427.04%
	257 (F não)	-19.01%	13.36%	1.60%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	157.61%
	258 (F a 1%)	17.67%	48.60%	7.61%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	402.95%
97a Oper	259 (F a 1%)	19.34%	76.38%	11.93%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	244.53%
	260 (F não)	11.43%	11.72%	0.37%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 5%	1157.43%
	261 (F a 1%)	14.31%	80.99%	40.79%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	248.92%
	262 (F a 1%)	-0.13%	219.00%	32.38%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	444.37%
98a Oper	263 (F a 1%)	-38.18%	61.52%	11.67%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	979.03%
	264 (F a 1%)	-14.91%	84.02%	15.82%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	694.69%
	265 (F a 5%)	-74.27%	170.68%	16.53%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	951.23%
	266 (F não)	-5.87%	85.87%	1.56%	Homo a 10%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	1155.96%
99a Oper	267 (F a 1%)	-4.37%	112.02%	35.96%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	716.57%
	268 (F a 1%)	-31.49%	93.04%	56.63%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	192.71%
	269 (F a 1%)	-14.70%	272.10%	45.42%	Homo a 10%	c/ CS a 1%	Normal a 5%	455.68%
100a Oper	270 (F a 1%)	-9.26%	31.97%	10.70%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	221.64%
101a Oper	271 (F a 1%)	-16.56%	56.50%	10.74%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	871.59%
	272 (F a 5%)	18.92%	84.01%	14.09%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	729.08%
	273 (F a 1%)	-25.91%	210.36%	21.11%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	1032.44%
	274 (F a 5%)	-3.55%	293.18%	13.90%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	1268.51%
	275 (F não)	1.68%	-18.66%	1.32%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	748.79%
	276 (F não)	2.47%	-17.79%	1.21%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	745.78%
	278 (F a 1%)	-18.73%	199.83%	19.33%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	748.18%
77a Oper	279 (F não)	14.05%	13.59%	0.005613	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	453.26%
41a Oper	280 (F a 1%)	32.49%	107.53%	8.44%	Homo a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	635.51%

	281 (F a 1%)	-8.15%	133.00%	10.20%	Homo a 5%	s/ CS a 1%	Normal a 10%	690.74%
62a Oper	282 (F a 1%)	-8.03%	140.88%	14.18%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	591.66%
	283 (F a 1%)	-14.91%	125.79%	8.67%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	663.77%
64a Oper	284 (F não)	3.44%	-4.61%	0.13%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	76.65%
	285 (F a 1%)	-9.71%	64.10%	14.75%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 5%	69.40%
66a Oper	286 (F a 5%)	15.87%	-51.47%	5.19%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	161.03%
	287 (F a 10%)	-20.97%	46.06%	3.20%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	225.28%
74a Oper	288 (F a 5%)	21.69%	-36.38%	5.75%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	49.12%
	289 (F não)	-2.14%	-2.31%	0.05%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	47.42%
75a Oper	290 (F a 1%)	6.71%	149.05%	22.87%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	240.20%
	291 (F a 1%)	-16.34%	110.04%	13.44%	Homo a 5%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	254.62%
84a Oper	292 (F não)	21.97%	1.22%	0.00%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Ñ Normal a 1%	453.26%
	293 (F a 1%)	-16.48%	134.47%	22.56%	Hetero a 1%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	240.19%
85a Oper	294 (F a 1%)	-37.82%	245.92%	30.55%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	550.58%
86a Oper	295 (F a 1%)	41.89%	112.67%	34.04%	Homo a 10%	s/ CS a 10%	Normal a 10%	202.15%
	296 (F a 1%)	37.88%	123.18%	20.13%	Homo a 10%	s/ CS a 5%	Normal a 5%	349.64%