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

**CRIAÇÃO DE VALOR PARA ACIONISTAS DE EMPRESAS ADQUIRENTES EM
PROCESSOS DE F&A E ANÁLISE DE EFICÊNCIA DE MERCADO ENTRE 2001 E
2011**

Lincon Lopes

Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa

Versão Original

SÃO PAULO
2013

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão de Albuquerque
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

LINCON LOPES

**CRIAÇÃO DE VALOR PARA ACIONISTAS DE EMPRESAS ADQUIRENTES EM
PROCESSOS DE F&A E ANÁLISE DE EFICÊNCIA DE MERCADO ENTRE 2001 E
2011**

Dissertação apresentada ao Departamento de
Administração da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da Universidade de
São Paulo como requisito parcial para a obtenção do
título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa

São Paulo
2013

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Lopes, Lincon

Criação de valor para acionistas de empresas adquirentes em processos de F&A e análise de eficiência de mercado entre 2001 e 2011 / Lincon Lopes. – São Paulo, 2013.

73 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2013.

Orientador: Almir Ferreira de Sousa

1. Administração financeira 2. Empresas – Avaliação 3. Valor (Administração) I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.15

**À Luciana pelo apoio e carinho.
À Luísa pela inspiração e paciência.
À nova vida que chegará em breve.
Aos meus pais, Maria e Antonio, que
sempre acreditaram em mim.**

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, pela atenção, ensinamento e, sobretudo, por mostrar-me um mundo novo, despertando em mim a consciência da dívida que tenho com a sociedade.

Aos professores Drs. Carlos Eduardo de Mori Luporini e Eduardo Sérgio Ulrich Pace, que muito ajudaram com suas contribuições na banca de qualificação.

À Carolina Burckle pela atenção e consideração que sempre dedica a todos os pós-graduandos.

À Fundação Instituto de Administração pela oportunidade de vivenciar a docência na posição privilegiada de auxiliar docente, que foi fundamental para minha formação.

À equipe de professores da FEA que me ensinaram, mais que ciência, a repartir o conhecimento recebido.

À Anbima que, gentilmente, colaborou com dados que foram essenciais para elaboração deste trabalho.

Aos colegas de mestrado que me deram o prazer de discutir teorias e equações por diversas madrugadas.

RESUMO

Com o crescimento da economia brasileira as operações de Fusões e Aquisições tem vivenciado um franco crescimento. Segundo trabalhos recentes sobre o tema, esse tipo de operação tem um componente estratégico muito superior ao simples ganho imediato de valor, tese que se justifica com os trabalhos empíricos atuais, que encontram fortes evidências que a empresa adquirente, frequentemente, perde valor de mercado, através da queda no preço das suas ações, nos dias seguintes à combinação empresarial. No entanto, a maioria dos trabalhos sobre o tema versam sobre operações de Fusões e Aquisições no mercado norte-americano e europeu, onde estruturas regulatórias e cultura de proteção aos acionistas minoritários divergem muito das situações encontradas no Brasil. Por outro lado, a economia brasileira após a implantação do Plano Real é relativamente recente, mas sendo permeada por crises internacionais e nacionais na década de 1990, além de um período de intenso programa de privatizações que fez surgir grandes grupos econômicos nacionais, tornando esse período um intervalo temporal único, e que as evidências encontradas nele possam não ter muita aderência à atual realidade brasileira. Através de um estudo de caso com 121 empresas listadas na BOVESPA, foi analisado a criação de valor para o acionista da empresa adquirente através de uma janela temporal de 20 dias antes e 20 dias após o anúncio do fato relevante que dá início a combinação empresarial. Foram utilizados dois métodos para observar a criação ou destruição de valor para o acionista, o método do retorno de mercado e o método do modelo de mercado ajustado, que demonstraram ser idênticos para a análise proposta. Analisando operações de combinação empresarial de 2001 a 2011, as empresas adquirentes foram agrupadas através da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) e submetidas a critérios de seleção da amostra que reduziu o grupo estudado a três setores econômicos, o da Indústria de Transformação, o de Informação e Comunicação e por fim o de Serviços Financeiros. Os resultados sugerem que os investidores tem informações sobre a operação de Fusão e Aquisição antes da divulgação do Fato Relevante pelas empresas, fazendo com que as ações experimentem altas em seus preços dias antes do anúncio, assim como foram encontradas evidências que o Setor Financeiro tem um comportamento que rejeita a hipótese de eficiência de mercado em sua forma semiforte.

Palavras-chave: fusões e aquisições, criação de valor, eficiência de mercado.

ABSTRACT

Brazilian economy has grown and Mergers and Acquisitions one has experienced significant growth . Recent studies demonstrate this type of operation has a strategic component far superior to the simple financial gain, this thesis is justified through many empirical studies, that find strong evidences that the acquiring company often loses market value, through the loss of value of this shares in the days following the business combination. However, most studies on the subject deal with operations of Mergers and Acquisitions in the U.S. market and Europe, where regulatory structures and culture of protection of minority shareholders differ much from situations encountered in Brazil. On the other hand , the Brazilian economy after the Real Plan is relatively recent , but being permeated by national and international crises in the 1990s , and a period of intense privatization program, which has raised major national economic groups , making this period one time interval only , and that the evidence found in it may not have much grip to the current Brazilian reality . Through a case study with 121 companies listed on the BOVESPA , was analyzed to create value for shareholders of the acquiring company through a time window of 20 days before and 20 days after the announcement of the fact that initiates the business combination. Two methods were used to observe the creation or destruction of shareholder value , the method of the market return and the method of adjusted market model , which proved to be identical to the proposed analysis . Analyzing business combination transactions from 2001 to 2011 , the acquiring companies were grouped by the National Classification of Economic Activities (NACE) and subjected to selection criteria reduced the sample group, the three economic sectors , the Manufacturing Industry , the Information and Communication and finally the Financial Services . The results suggest that investors have information about the operation of Merger and Acquisition before disclosing Material by businesses , causing stocks to experience increases in their prices days before the announcement , and evidence was found that the financial sector has a behavior that rejects the hypothesis of market efficiency in its semi-strong form.

Key words: mergers and acquisitions; value creation; market efficiency

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.1 Definição do Problema de Pesquisa	16
1.2 Justificativa da Importância	18
1.3 Objetivos.....	20
1.3.1 Objetivos Gerais.....	20
1.3.2 Objetivos Específicos.....	20
2. FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	22
2.1 Fusões	22
2.2 Aquisições.....	22
3. TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	24
3.1 Integração Horizontal	24
3.2 Integração Vertical.....	24
3.3 Conglomerado ou Cosseguro.....	25
3.4 Congênere	26
4. MOTIVAÇÕES PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES	27
4.1 Sinergia Operacional	27
4.2 Sinergia Financeira	28
4.3 Alteração da Forma de Governança	28
4.4 Realinhamento Estratégico	29
4.5 Efeito <i>Hubris</i>	29
4.6 Problemas de Agência	30
4.7 Baixo Valor de Mercado da Empresa Alvo	30
4.8 Considerações Tributárias	31
4.9 Poder de Mercado	32
4.10 <i>Managerialism</i>	32
5. EFICIÊNCIA INFORMACIONAL DE MERCADO.....	33
6. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	34
7. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	39
7.1 Fontes de Dados.....	40

7.2	Seleção da Amostra	40
7.3	Metodologia	43
7.3.1	Método do retorno de mercado ajustado.....	45
7.3.2	Método do modelo de mercado ajustado	46
7.3.3	Constatação da semelhança dos modelos empregados.	47
8.	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	48
8.1	F&A na Indústria de Transformação – Código CNAE C.....	50
8.2	F&A no Setor de Informação e Comunicação – Código CNAE J	56
8.3	F&A no Setor Financeiro - Código CNAE K.....	59
9.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	65
	REFERÊNCIAS	68

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: EVOLUÇÃO DO PIB BRASILEIRO ENTRE 2001 E 2011	18
GRÁFICO 2: TOTAL DE OPERAÇÕES DE F&A DA AMOSTRA.	41
GRÁFICO 3: OCORRÊNCIA DE F&A PELA AMOSTRA SELECIONADA.....	43
GRÁFICO 4: QUANTIDADE DE OPERAÇÕES DE F&A NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO.	49
GRÁFICO 5: QUANTIDADE DE OPERAÇÕES DE F&A NO SETOR DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO.	49
GRÁFICO 6: QUANTIDADE DE OPERAÇÕES DE F&A NO SETOR DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO.	50
GRÁFICO 7: RETORNO ANORMAL – MÉTODO DE RETORNO DE MERCADO.....	54
GRÁFICO 8: RETORNO ANORMAL DA IND. DE TRANSFORMAÇÃO – MODELO DE MERCADO AJUSTADO	54
GRÁFICO 9: RAA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO – MÉTODO DE RETORNO DE MERCADO	55
GRÁFICO 10: RAA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO – MODELO DE MERCADO AJUSTADO	55
GRÁFICO 11: RA – SETOR DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO – RETORNO DE MERCADO	57
GRÁFICO 12: RA – SETOR DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO – MODELO DE MERCADO AJUSTADO	58
GRÁFICO 13: RAA – SETOR DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO – RETORNO DE MERCADO	58
GRÁFICO 14: RAA – SETOR DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO – MODELO DE MERCADO AJUSTADO	59
GRÁFICO 15: RA SETOR FINANCEIRO – RETORNO DE MERCADO.....	62
GRÁFICO 16: RA SETOR FINANCEIRO – MODELO DE MERCADO AJUSTADO	62
GRÁFICO 17: RAA SISTEMA FINANCEIRO – RETORNO DE MERCADO	63
GRÁFICO 18: RAA SISTEMA FINANCEIRO – MODELO DE MERCADO AJUSTADO	63

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: SEÇÕES DO CNAE 2.0	17
TABELA 2: AMOSTRA INICIAL X AMOSTRA SELECIONADA	42
TABELA 3: ANOVA SETOR FINANCEIRO – ANÁLISE DE VARIÂNCIA (2001 A 2011).....	48
TABELA 4: F&A NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO	53
TABELA 5: TESTE DOS SINAIS PARA O RETORNO ANORMAL ACUMULADO PARA O PERIOD – 5 DIAS A + 5 DIAS	55
TABELA 6: F&A NO SETOR DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO	57
TABELA 7: TESTE DOS SINAIS PARA O RETORNO ANORMAL ACUMULADO PARA O PERÍODO -5 DIAS A +5 DIAS.	59
TABELA 8: F&A NO SETOR FINANCEIRO	61
TABELA 9: TESTE DOS SINAIS PARA O RAA PARA – 5 DIAS A + 5 DIAS DO SETOR FINANCEIRO .	64

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Anbima	- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANOVA	- Análise de Variância
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
CAPM	- <i>Capital Asset Pricing Model</i> – Modelo de Precificação de Ativos
CNAE	- Classificação Nacional de Atividades Econômicas
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
ER_{it}	- Retorno Esperado
EUA	- Estados Unidos da América
F&A	- Fusões e Aquisições
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
RA	- Retorno Anormal
RAA	- Retorno Anormal Acumulado
RIR	- Regulamento do Imposto de Renda
RMA	- Retorno Médio Ajustado

1. INTRODUÇÃO

As mudanças ocorridas na economia brasileira, a partir de 1990, alteraram o cenário em que as operações de Fusões e Aquisições (F&A) passaram a ocorrer. Há uma série de fatores que fomentam operações de alianças entre empresas e durante esta década a abertura comercial para o exterior, liberalização financeira para capital estrangeiro, estrutura regulatória menos austera e o intenso programa de privatizações criaram um cenário propício para ocorrência de operações de F&A (MARION FILHO e VIEIRA, 2010).

Após a introdução do Plano Real em 1994, houve no mercado brasileiro um nítido processo de consolidação empresarial, o que permitiu a diversos grupos nacionais um crescimento acima da média dos anos anteriores. Por outro lado, a onda de privatizações, no mesmo período, possibilitou o surgimento de novos grandes grupos nacionais e o ingresso de grupos econômicos estrangeiros em atividades, até então, legalmente monopolizadas pelo estado brasileiro.

Considerando apenas o triênio de 2009 a 2011, apesar da crise internacional de 2008, as operações de Fusões e Aquisições (F&A) demonstraram um expressivo volume financeiro, atingindo a média anual de R\$ 159,4 bilhões, contra R\$ 29,6 bilhões apresentados no ano de 2001, de acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima, 2012) ¹.

Os dados sobre operações de F&A demonstram que estas operações apresentaram franca expansão no período pesquisado, em valor e quantidade, em relação aos anos anteriores.

Na vasta literatura sobre F&A há predominância de resultados que evidenciam a perda de valor de mercado por parte da empresa adquirente, após o anúncio do processo de consolidação. Neste cenário surge a questão sobre a motivação das empresas brasileiras em ampliar-se via operações de F&A, em virtude da possibilidade de perda de valor para seus acionistas.

¹ Anbima: disponível em <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Pages/default.aspx>>

Desta forma, este estudo analisa o comportamento do retorno das ações de empresas que participaram de processos de F&A como adquirentes no período de 2001 a 2011, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e de indicadores financeiros de liquidez, rentabilidade e endividamento, para verificar se, no período da pesquisa, o desempenho observado do mercado pode ser explicado pela literatura mais recente sobre o assunto.

A hipótese a ser testada refere-se a verificação da existência de retornos decrescentes ou negativos das ações das empresas adquirentes em um processo de F&A. Para tanto, é realizado um estudo de eventos, assim como verificar qual a forma de eficiência do mercado de capitais brasileiro.

O estudo tem a finalidade determinar se há evidências que o anúncio da operação de F&A causa um movimento anormal no preço das ações da empresa adquirente.

1.1 Definição do Problema de Pesquisa

As operações de F&A realizadas a partir de 1994, com a implantação do Plano Real, ocorreram em um ambiente de estabilidade cambial e maior previsibilidade financeira. Esta estabilidade, aliada a uma maior abertura comercial, fluxos de capitais internacionais e um extenso programa de privatizações fomentou alianças estratégicas envolvendo grupos econômicos nacionais e estrangeiros visando a consolidação empresarial em determinados setores.

Diversos estudos foram conduzidos analisando o período imediatamente após a implantação do Plano Real. Nesse sentido, Camargos e Barbosa (2006) encontraram evidências que o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira informacional eficiente nas operações ocorridas entre 1994 e 2001, apontando como possíveis causas para esta ineficiência as sucessivas crises desse período (México-1994, Ásia-1997, Rússia-1998 e Argentina-2001).

Desta forma, este estudo está delimitado em um período posterior ao da onda de crises internacionais que afetaram fortemente o Brasil, ou seja, ele se inicia em 2001 e termina em 2011. A janela temporal deste estudo engloba um período de acentuado crescimento econômico brasileiro, sem que a economia nacional tenha sofrido nenhum grande impacto por crises externas até o surgimento da crise dos Estados Unidos em 2008, que não causou uma retração da economia brasileira com os mesmos efeitos das crises ocorridas na década de 1990.

Assim como os trabalhos recentes encontrados na literatura acadêmica internacional, este também foi conduzido utilizando o método de estudos de eventos, onde se define uma janela em um período anterior e posterior a data de anúncio da operação de F&A. Assim, é possível observar o comportamento da ação da empresa compradora.

Fazendo uso do padrão previamente apresentado pela ação é possível encontrar um desempenho considerado normal para este papel, que será comparado com o comportamento da ação após o anúncio de uma operação de F&A, verificando assim a existência de uma evolução anormal de seu preço, dentro da janela definida na pesquisa.

Assim, este estudo busca evidências de existência de retorno anormal acumulado no preço das ações de empresas presentes no mercado brasileiro e que atuaram como compradoras entre 2001 e 2011.

A delimitação geográfica para as operações de F&A se deu pela obrigatoriedade da presença da empresa compradora estar listada na BOVESPA, no período do estudo. Havendo, inclusive, diversos casos de empresas presentes na Bolsa que compraram empresas fora do Brasil e que, portanto, participaram deste estudo.

Constaram da pesquisa todas as operações de F&A ocorridas no Brasil, onde a empresa compradora estava presente na BOVESPA durante o período do estudo. As empresas compradoras foram classificadas por sua atividade econômica de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) em sua atual versão, denominada 2.0, elaborada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

CÓDIGO CNAE 2.0	SEÇÕES DE ATIVIDADES ECONÔMICAS
A	Agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquicultura
B	Indústrias extrativas
C	Indústrias de transformação
D	Eletricidade e gás
E	Água, esgoto, atividades de gestão de resíduos e descontaminação
F	Construção
G	Comércio; reparação de veículos automotores e motocicletas
H	Transporte, armazenagem e correio
I	Alojamento e alimentação
J	Informação e comunicação
K	Atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados
L	Atividades imobiliárias
M	Atividades profissionais, científicas e técnicas
N	Atividades administrativas e serviços complementares
O	Administração pública, defesa e seguridade social
P	Educação
Q	Saúde humana e serviços sociais
R	Artes, cultura, esporte e recreação
S	Outras atividades de serviços
T	Serviços domésticos
U	Organismos internacionais e outras instituições extraterritoriais

Tabela 1: Seções do CNAE 2.0

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Após a classificação das operações de F&A em seções do CNAE 2.0, foram aplicados filtros para determinar quais seções continham amostras estatisticamente relevantes para o estudo, conforme descrito no Capítulo 7, sobre os Procedimentos Metodológicos.

1.2 Justificativa da Importância

No período analisado, que vai de 2001 a 2011, o Brasil apresentou um crescimento contínuo do PIB, com desaceleração no final da série, mas ainda assim responsável por um incremento de 74% em seu valor em dólar no mesmo período (IPEA, 2012).

Gráfico 1: Evolução do PIB brasileiro entre 2001 e 2011

Fonte: Elaborado a partir dos dados do IPEA, 2013.

Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br/>> acesso em 30/09/2013

Com o crescimento da economia, as empresas atuantes no Brasil buscaram formas de manter sua participação de mercado, com a finalidade de manter e ampliar sua representatividade no setor de atuação (MORON e SAES, 2012). No entanto, apenas o crescimento orgânico, que se dá através de suas próprias atividades operacionais, resulta em um processo lento, dado o tempo de resposta que os investimentos em ampliação de capacidade de produção apresentam (PINTO JR. e IOOTTY, 2005).

A forma mais eficiente para manter ou ampliar a participação de mercado, em um cenário de crescimento econômico acelerado, é através de operações que permitam a aliança entre empresas (ZILBER, FISCHMANN e PIKIENY, 2002). E pelo crescimento observado no volume de operações de F&A, essa tem sido a forma utilizada por um grande número de empresas, em especial as que tem ações negociadas na BOVESPA.

Pela hipótese que a manutenção da participação de mercado é a meta da estratégia das empresas que optam por operações de F&A, o valor de mercado da empresa compradora, representado pela soma de suas ações, passa a ser relegado ao segundo plano, uma vez que não é a primeira preocupação dos seus executivos.

A busca pela manutenção da participação no mercado em uma economia em constante crescimento, segue a lógica de crescer em consonância com desempenho dessa economia, para manter-se no mesmo nível de competição, ou seja, não ter sua representatividade diluída por novos entrantes, sejam locais, estrangeiros ou competidores já estabelecidos que obtenham crescimento acima da média do mercado (TANURE e CANÇADO, 2004). Assim como, aproveitar-se de um cenário favorável para eliminar a concorrência via aquisição.

Por outro lado, a literatura atual sobre F&A demonstra que a criação de valor para os acionistas da empresa adquirente, não é algo comum, pelo contrário, o resultado mais frequente é a constatação da destruição de valor para os acionistas da empresa, após o anúncio da operação (SETH, 1990). No entanto, a maior parte dessa literatura é referente aos mercados estrangeiros, fazendo pouca ou nenhuma menção à realidade brasileira.

As recentes pesquisas realizadas sobre as operações de F&A no mercado brasileiro, tem como janela temporal um período menor que o presente trabalho e mais próxima do Plano Real, fazendo com que as mesmas sejam fortemente afetadas pelas crises internacionais, privatização das empresas públicas, políticas de controle da inflação e do balanço nacional de pagamentos (CAMARGOS e BARBOSA, 2006), que apresentaram um cenário diverso ao de crescimento contínuo da economia que foi verificado nesta pesquisa.

Porém, as pesquisas anteriores, mesmo circunscritas em uma menor janela temporal e sofrendo fortes impactos de intensos eventos macroeconômicos, mostraram evidências contrárias ao modelo de eficiência de mercado para o cenário brasileiro, na forma semiforte, que será novamente testada neste trabalho, em um intervalo de tempo ampliado e tendo como pano de fundo um período de franco crescimento da economia brasileira.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivos Gerais

Na recente literatura internacional sobre operações de Fusões e Aquisições (F&A) é preponderante a observação de evidências que demonstram não haver criação de valor para os acionistas das empresas adquirentes, ao passo que os mesmos estudos demonstram que os acionistas das empresas adquiridas experimentam significativos ganhos, provenientes deste tipo de associação.

São raros os estudos brasileiros sobre este tema que tenham sido elaborados com um período amostral igual ou superior a uma década. Nos trabalhos mais abrangentes foram estudados os anos seguintes ao Plano Real, onde frequentes crises financeiras internacionais tiveram influência no resultado dos estudos.

Desta forma, o presente estudo tem como objetivo buscar evidências que comprovem ou refutem a hipótese de haver criação de valor para os acionistas de empresas adquirentes após a data do anúncio da operação de F&A. Tendo como diferencial o fato de ser realizado com uma amostra de operações que superam uma década e, durante o período estudado, o mercado contou com uma estabilidade na economia brasileira que estudos que tiveram foco nos anos da década de 1990 não puderam investigar.

1.3.2 Objetivos Específicos

Fazendo uso do estudo de eventos é possível verificar a existência de retorno anormal no preço da ação da empresa adquirente após a data de anúncio da operação de F&A, buscando

assim evidências que confirmem ou refutem a hipótese de criação de valor para o acionista da empresa compradora.

Fazendo uso da mesma base de dados, de acordo com o desempenho do preço da ação da empresa compradora nos dias subsequentes ao anúncio, dentro dos limites da janela temporal de vinte dias antes do anúncio e 20 dias após, é possível buscar evidências sobre o tipo de eficiência informacional do mercado brasileiro de capitais, além da criação ou destruição de valor para o acionista.

2. FUSÕES E AQUISIÇÕES

O termo Fusões e Aquisições é comumente empregado para rotular qualquer operação de combinação entre empresas, incluindo aquelas em que não ocorre nenhuma fusão entre empresas ou mesmo a aquisição de uma companhia por outra. A versatilidade do termo vem de seu equivalente em inglês, *Merger and Acquisitions*, que também é utilizado para denominar qualquer combinação de empresas.

No entanto, há distintas combinações possíveis entre empresas, que resultam em maior ou menor grau de proximidade e reversibilidade, dependendo do tipo de operação entre as firmas.

2.1 Fusões

Fusão é a combinação completa e estratégica entre duas ou mais empresas, que deixam de existir individualmente e passam a ter apenas uma personalidade jurídica após se fundirem. O detalhe importante envolvendo operações de fusão é que, em geral, não há paridade entre os parceiros na nova empresa criada, ou seja, uma das empresas passa a exercer o controle acionário da nova companhia, imprimindo um caráter mais próximo de uma aquisição que de uma real fusão (TANURE e CANÇADO, 2005).

Juridicamente a fusão é definida no artigo 228 da Lei das Sociedades Anônimas – n. 6.404/76, como: A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações (LEI 6.404/76).

2.2 Aquisições

A aquisição ou incorporação é a operação em que uma empresa adquire o controle de outra, que deixará de existir juridicamente, sem que nenhuma alteração seja feita na empresa adquirente, ou seja, a compradora permanece com sua personalidade, enquanto a empresa comprada é absorvida, perdendo sua personalidade jurídica. (TANURE e CANÇADO, 2005)

Juridicamente a aquisição ou incorporação é definida no artigo 227 da Lei das Sociedades Anônimas – n. 6.404/76, como: A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. (LEI 6.404/76).

3. TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

As combinações entre empresas seguem padrões que permitem que sejam agrupadas em quatro tipos de operações de F&A, de acordo com a estratégia das empresas envolvidas no processo.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) classificam as F&A em três tipos de integração: horizontais, verticais e em conglomerado ou cosseguro, já Weston e Brigham (2000) adicionam um novo tipo de integração, a operação congênere.

3.1 Integração Horizontal

Ocorre quando empresas atuantes no mesmo ramo de atividade se combinam, devido a similaridades de produtos e, em virtude disso, é comum que sejam concorrentes, uma vez que pertencem à mesma indústria.

Na integração horizontal a busca por sinergias de escala e escopo fica evidente, uma vez que as companhias compartilham o mesmo canal de distribuição, os mesmos processos produtivos e, em muitos casos, os mesmos fornecedores de matérias-primas.

Assim, a produção, após a operação de F&A passará a ser mais eficiente, assim como a logística, o que acarretará economias significativas e, na maioria dos casos, um antigo concorrente passa a pertencer ao mesmo grupo, aumentando o *market share* da empresa combinada em seu setor de atuação.

3.2 Integração Vertical

É o resultado da combinação de empresas pertencentes à mesma cadeia produtiva, seja para cima, rumo aos fornecedores, ou para baixo em direção aos distribuidores.

O controle da cadeia produtiva visa garantir o sortimento e o controle do custo da matéria-prima, no caso de uma combinação com os fornecedores, ou a previsibilidade operacional e de custos na distribuição de seus produtos.

A captura das sinergias provenientes das operações de integração vertical não é uma atividade trivial, uma vez que a empresa combinada passará a ter dois ou mais novos focos de atenção, tornando a administração mais complexa e sujeita a erros operacionais e estratégicos.

Segundo Rezende (1997), os fatores restritivos da integração vertical podem ser resumidos em:

- i. Perda de flexibilidade, pois a empresa se aprofunda em seu campo de atuação, reduzindo sensivelmente sua flexibilidade econômica e produtiva;
- ii. Aumento de custos, inicialmente há o custo de integração entre as empresas, mas após a consolidação da operação de F&A, a combinação empresarial precisa manobrar um volume produtivo suficiente para manter a nova unidade financeiramente competitiva;
- iii. Vinculação a um tipo de matéria-prima, caso a combinação seja em direção aos fornecedores, é possível que a nova empresa torne-se excessivamente dependente da matéria-prima oriunda de sua nova unidade, assumindo uma lentidão à reação para novas tecnologias que o mercado poderá oferecer quanto a produção ou substituição da matéria-prima em uso;
- iv. Novo padrão competitivo, caso a combinação seja em direção aos distribuidores, a empresa competirá em um mercado com mais concorrentes, uma vez que sairá da postura de atuação no atacado e atuará também no varejo.

3.3 Conglomerado ou Cosseguro

É o tipo de integração entre empresas que estão em ramos de atividade não relacionados. O objetivo é a diversificação de investimentos, através de compras de oportunidade devido ao baixo preço de aquisição ou reduzindo riscos, uma vez que empresas não de setores diferentes terão seus fluxos de caixa pouco correlacionados.

3.4 Congênere

Este tipo de integração envolve empresas que atuam no mesmo setor, mas que não estejam na mesma linha de negócios, não sendo clientes ou fornecedoras, uma da outra.

Por pertencerem a um setor do mesmo gênero, as similaridades entre as empresas são representativa, é uma estratégia bastante utilizada por empresas que buscam penetração em mercados regionais, afastados de sua rede logística.

4. MOTIVAÇÕES PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES

As operações de F&A são classificadas de acordo com as motivações que deram origem a combinação entre as empresas. De acordo com DePamphilis (2012), há dez motivações fundamentais para ocorrência de Fusões e Aquisições:

- i) Sinergia operacional;
- ii) Sinergia financeira;
- iii) Alteração de forma de governança;
- iv) Realinhamento estratégico;
- v) Efeito *hubris*;
- vi) Problemas de agência;
- vii) Baixo valor de mercado da empresa-alvo;
- viii) Considerações tributárias,
- ix) Poder de mercado e
- x) *Managerialism* (Aumento de poder dos gestores).

4.1 Sinergia Operacional

Segundo Seth (1990) sinergia é o acréscimo de valor obtido da combinação das empresas, ou seja, o valor das empresas juntas é superior ao valor individual das firmas antes da operação de F&A e este aumento percebido de valor é definido como sinergia.

As empresas buscam formas de combinação através de operações de F&A em busca de sinergias, uma vez que o ganho adicional de valor é o objetivo da operação (KAYO, PATROCÍNIO e MARTIN, 2009).

A sinergia operacional é a geração de valor, após a combinação das empresas, através de economias de escala, que são obtidas através da redução de operações, diminuição dos custos pelo aumento do volume superior de matéria-prima que a empresa demandará após a F&A, centralização da administração e eliminação de despesas com atividades corporativas.

4.2 Sinergia Financeira

É o benefício criado através da economia financeira, resultado de uma melhor estrutura de capital que permite maior capacidade de alavancagem, com um menor custo de endividamento (CAMARGOS e BARBOSA, 2010). A lógica da sinergia financeira consiste em que uma empresa maior terá uma receita superior às empresas individuais no estágio anterior ao processo de F&A.

A combinação de empresas formará uma firma com mais ativos, que podem ser utilizados como garantias para operações de crédito, diminuindo o risco para instituição financeira financiadora e, portanto, diminuindo o prêmio de risco cobrado pela operação de financiamento. Adicionalmente, é possível que o novo Patrimônio Líquido (PL) da empresa resultante altere a estrutura de capital para uma elevação do capital próprio, desde que as empresas combinadas tenham elevado PL, diluindo assim o capital de terceiros constante no Passivo Exigível da empresa fruto da F&A, incrementando a capacidade de alavancagem financeira de firma.

4.3 Alteração da Forma de Governança

Governança corporativa pode ser definida como um conjunto de regras que os administradores de uma empresa aplicam sobre si próprios, seja por decisão gerencial, buscando tornar a empresa atrativa para novos investidores ou por exigência dos acionistas que exercem pressão sobre a criação de regulamentos internos que visem a transparência dos atos administrativos e aumento na eficiência da alocação de recursos (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Entre as empresas brasileiras de capital aberto é notório seu maior nível de governança em comparação às empresas de capital fechado, uma vez que estão sob a constante vigilância dos acionistas, são auditadas regularmente por auditores externos e independentes e são submetidas as regras que o mercado de capitais exige, tal como a Instrução da CVM n. 358, de 2002, que obriga as empresas de capital aberto a divulgarem informações sobre ato ou fato relevante da empresa.

Assim, torna-se atrativo para os sócios minoritários não administradores de uma empresa de capital fechado a promoção da combinação sua empresa com outra empresa maior, de capital aberto e com um maior índice de governança corporativa. Esta é uma forma eficiente de evitar o problema de agência.

4.4 Realinhamento Estratégico

As firmas fazem uso de operações de F&A para adequar-se rapidamente as mudanças ambientais da economia. Muitas empresas buscam combinar-se com outras em mercados onde ainda não tem presença, seja no âmbito regional brasileiro ou mesmo em uma estratégia de expansão para o mercado internacional.

No cenário externo, as diferenças culturais no ambiente de negócios, a complexidade de transferência de executivos brasileiros para outros países, pouco conhecimento sobre detalhes do mercado local e a falta de conhecimento do cenário regulatório do país em que se pretende atuar faz com que o investimento na implantação de uma unidade no exterior seja muito mais arriscada e onerosa que a combinação com uma empresa local, que já detenha todo conhecimento sobre a economia em que atua (ALMEIDA, A., 2007).

4.5 Efeito *Hubris*

Segundo o dicionário Oxford de inglês, a palavra *hubris* tem origem nas tragédias gregas, significando o orgulho excessivo que leva o mortal a provocar os deuses, sendo punido com justiça compensatória. (OXFORD ENGLISH DICTIONARY).

Em finanças o termo *hubris* é utilizado para definir a arrogância gerencial do administrador da empresa adquirente, que por crença pessoal é conduzido a uma sobrevalorização da empresa alvo.

Pelo excesso de confiança na capacidade de gerar valor com a aquisição, é levado a pagar um ágio que não pode ser recuperado na operação das empresas combinadas, assim como o

problema de agência, o efeito *hubris* é um destruidor de valor para a empresa adquirente (KAYO, PATROCÍNIO e MARTIN, 2009).

4.6 Problemas de Agência

O problema de agência é definido como o potencial que o administrador controlador da empresa tem para expropriar a riqueza dos investidores proprietários em um cenário em que o controle e a propriedade não caminham juntos, cabendo aos acionistas pouca alternativa para evitar esta situação.

Não só os administradores tem potencial para promover a expropriação de acionistas, também acionistas majoritários, que detenham o controle da empresa, por sua condição de administradores, tem potencial para promover a expropriação de acionistas minoritários (ROGERS, RIBEIRO e SOUSA, 2007).

Em virtude da pulverização da propriedade da empresa em muitos sócios, os administradores ou sócios majoritários concentram poderes de controle que estão além da supervisão da maioria dos investidores, e em determinado momento o gestor pode focar seus esforços para seus interesses pessoais e não mais para a maximização da riqueza do acionista.

Junto com o efeito *hubris*, o problema de agência é um dos grandes destruidores de valor para os acionistas de empresas que participam de operações de F&A.

4.7 Baixo Valor de Mercado da Empresa Alvo

O valor de mercado de uma empresa é obtido de acordo com o preço de suas ações negociado em Bolsa de Valores e por isso só é possível obter o valor de mercado para empresas que tenham seu capital aberto.

O valor de mercado total da empresa é o resultado da soma do valor de mercado das suas ações com o valor de mercado de suas dívidas financeiras, podendo ser interpretado como o valor da empresa (KAYO, KIMURA, *et al.*, 2006).

No entanto, devido à oscilação do valor das ações da empresa alvo no mercado de capitais, é possível que o valor de mercado total da empresa esteja abaixo do valor contábil da empresa, essa relação é chamada *market-to-book ratio*. Nestes casos, quando o *market-to-book ratio* é menor que 1, a empresa torna-se alvo para outras que estejam buscando oportunidades de aquisição no mercado.

4.8 Considerações Tributárias

Segundo Camargos e Barbosa (2010), determinada empresa adquirente, que apresenta lucro há sucessivos exercícios, encontra valor na possibilidade de utilização de créditos tributários da firma adquirida, originado de prejuízos operacionais líquidos de exercícios anteriores, que podem ser compensados nos exercícios seguintes após a operação de F&A pelas companhias. Esta tese vai ao encontro da motivação tributária elencada por DePamphilis (2012).

No entanto, o artigo 513 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR) de 1999 – Decreto 3000/99 enuncia que a pessoa jurídica não poderá compensar seus próprios prejuízos fiscais se entre a data da apuração e da compensação houver ocorrido, cumulativamente, modificação de seu controle societário e do ramo de atividade (Decreto-Lei nº 2.341, de 29 de junho de 1987, art. 32), assim como o artigo 514 do mesmo RIR de 1999 determina que a pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da sucedida (Decreto-Lei nº 2.341, de 1987, art. 33).

Desta forma, a literatura internacional mostra-se incompatível com o cenário brasileiro, uma vez que a Secretaria da Receita Federal impede esse tipo de operação compensatória entre empresas com lucros e prejuízos que se combinam.

A exceção à norma legal apresentada acima acontece quando a empresa que apresenta prejuízos acumulados é a adquirente no processo de F&A, enquanto a firma adquirida vem apresentando lucro nos recentes exercícios. Assim, a possibilidade de aproveitamento dos créditos fiscais oriundos dos prejuízos permanecem na mesma personalidade jurídica.

4.9 Poder de Mercado

Após o processo de F&A, a combinação resultante é maior em volume de vendas, em compras e no pagamento de tributos, que cada empresa antes da operação que as combinou. Isso que confere mais poder de negociação ao recém criado ente, frente a distribuidores, fornecedores, concorrentes e governo, incrementando assim sua capacidade competitiva.

4.10 *Managerialism*

Gerencialismo ou conflito de interesses pode ser descrito como a situação onde o gestor, intencionalmente, paga mais pela empresa alvo que seu real valor para a empresa adquirente.

A motivação do administrador está em aumentar seu próprio poder, uma vez que a nova empresa combinada será maior que a empresa antes da F&A. No entanto, o acionista da empresa adquirente é expropriado, já que percebe uma destruição de valor em seu papel, pois não existe um benefício corporativo estratégico na operação, apenas uma questão pessoal do gestor da companhia (SETH, SONG e PETTIT, 2002).

5. EFICIÊNCIA INFORMACIONAL DE MERCADO

Segundo o seminal trabalho de Fama (1970), Um mercado poderá ser considerado eficiente se forem satisfeitas algumas condições: 1) Não existir custos de transações; 2) Todas as informações estarem disponíveis para os participantes do mercado, sem nenhum custo; e 3) Todos os agentes do mercado são igualmente racionais e concordam sobre as implicações das informações disponíveis para a formação do preço atual e tem as mesmas expectativas para os preços futuros de cada ativo, dessa forma, o preço de um ativo refletirá todas as informações disponíveis.

No entanto, o modelo teórico acima é apenas uma simplificação da realidade, pois é sabido que toda transação apresenta custos, as informações não estão disponíveis, igualmente, para todos os participantes do mercado e não há unanimidade sobre as implicações de uma informação para o preço futuro de um ativo.

A eficiência informacional é classificada em três grupos, a saber: 1) Forma informacional fraca, onde apenas as informações históricas de um ativo são consideradas; 2) Forma informacional semiforte, onde informações públicas atuais são consideradas em conjunto com as históricas do ativo; e 3) Forma informacional forte, em que existem de investidores, ou grupo de investidores, tem acesso exclusivo à informações que são determinantes para a composição do preço de um ativo, ou seja, são consideradas informações históricas, as públicas e as privilegiadas (FAMA, 1970).

Para respaldar a teoria de eficiência informacional de mercado são realizados testes para cada forma, com a finalidade de confirmar ou refutar o quão eficiente determinado mercado se apresenta.

6. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Operações de fusões e aquisições (F&A) são fenômenos típicos do capitalismo, e como tal, também são acometidos por ondas. Weston, Siu e Johnson (2001) mencionam cinco ondas de fusões e aquisições ocorridas na história do capitalismo. A primeira ocorreu entre 1895-1904 e teve como característica as fusões horizontais. A segunda sucedida entre 1922-1929 foi caracterizada por fusões verticais. A terceira onda teve lugar nos anos 60, via formação de conglomerados. Já a quarta onda situou-se entre 1981-1989 marcando a década dos grandes negócios. E por fim, a última e atual onda, iniciou-se em 1992, trazendo consigo as fusões estratégicas motivadas por avanços tecnológicos, globalização, desregulamentação de diversos setores e novo ambiente econômico.

Para Silveira e Garcia (2010), o processo cultural de países latino-americanos tem características diversas das observadas em países do hemisfério norte no que se refere ao ambiente de negócios. Dessa forma, é possível que as motivações para ocorrência de operações de F&A nos EUA ou Europa podem diferir bastante das motivações realizados no Brasil.

A partir da década de 1990, nota-se um aumento no número de fusões e aquisições (F&A) em todo o mundo, que Weston, Siu e Johnson (2001) denominaram quinta onda de F&A do capitalismo. A literatura sobre o tema mostra que as três variáveis que explicam o fenômeno recente de *takeovers*, são: sinergia, efeito agência (decisões dos gestores) e *hubris* (excesso de confiança dos gestores, que superestimam sua habilidade em criar valor).

O efeito da sinergia das F&A apresenta-se nas formas de aumento de eficiência, aumento de economias de escala e escopo, diminuição de custos de transação, alinhamento estratégico, compartilhamento de instalações e recursos, união de habilidades, conhecimentos e *know-how*, de tal forma que as duas firmas juntas operam melhor do que se ambas permanecessem separadas. O efeito sinérgico traz um aumento de valor para a firma alvo e para a firma adquirente, fazendo com que haja um aumento de valor para a nova firma (CAMARGOS e BARBOSA, 2010).

Já o efeito de agência tem-se mostrado prejudicial por vários aspectos. Os gestores podem decidir promover uma operação de F&A em benefício próprio, mesmo que a decisão prejudique a riqueza dos acionistas da empresa adquirente e da nova empresa formada. Os gestores têm como objetivo aumentar o tamanho da firma e a sua área de atuação, fazendo com que a administração desta nova entidade se mostre complexa. Desta forma, os administradores aumentam seu poder sobre a nova firma. O efeito de agência causa uma perda de valor para a firma adquirente, bem como para a nova firma. No entanto, não é raro que a firma alvo experimente uma valorização, uma vez que é disputada pelos gestores das empresas candidatas à adquirentes e ter seu valor de venda elevado acima dos fundamentos técnicos da avaliação de sua capacidade de geração de caixa.

Por último, o efeito *hubris* mostra que alguns gestores podem superestimar sua capacidade individual em criar valor, como resultado, superestimam os resultados previstos para as duas empresas no período pós F&A (MALMENDIER e TATE, 2008). Esse orgulho gerencial pode levar a empresa adquirente a comprar uma empresa alvo sem a avaliação e consideração dos devidos critérios técnicos

Uma quarta variável de análise, menos frequente na literatura sobre F&A, é o efeito redistribuição entre os *stakeholders* envolvidos. Os efeitos tributários decorrentes da F&A podem ser benéficos para as firmas, em virtude de um possível benefício fiscal. No entanto, tal prática tem apenas um papel secundário em explicar as F&A. Outro ponto importante surge com o poder de mercado ganho pela firma resultante, aumentando a concentração do setor. Por último, pode haver uma redistribuição entre os trabalhadores da firma resultante, fazendo com que haja uma diminuição do número de trabalhadores, e por consequência trazendo uma economia financeira para a firma resultante.

Estudos empíricos têm evidenciado o fator positivo da sinergia em processos de F&A, corroborando o que diz a literatura a respeito. De fato, o principal motivo para o acontecimento de F&A é a sinergia, na maioria dos casos, alcançada pela firma resultante.

As correlações entre aumento de valor da firma adquirente, firma alvo e ganho total da firma resultante são positivas. Quando o motivo principal da F&A é o efeito agência, a literatura

mostra que há uma correlação positiva entre perda de valor da firma adquirente e a perda total da firma resultante. Porém, ainda há um aumento de valor da firma alvo.

Já no efeito *hubris*, os trabalhos indicam que há correlação negativa entre perda de valor da firma adquirente e ganho da firma alvo, isto é, embora a firma alvo se valorize, a firma adquirente perde valor. O resultado final deste efeito é um ganho nulo, ou seja, a firma resultante nem ganha nem perde valor. Entretanto, não há uma forma amplamente aceita para isolar este efeito. Os estudos se apoiam nos retornos das ações das empresas, adquirentes e alvo, antes e após a divulgação das intenções da firmas adquirentes, a fim de verificar se houve valorização ou desvalorização dos retornos das ações.

Os estudos empíricos levam em conta, também, a competição entre as firmas adquirentes. Em uma F&A na qual há grande competição o valor da firma alvo torna-se maior, bem como aumenta o valor da firma adquirida, à medida que aumenta a sinergia das operações.

A explicação clássica para os motivos que levam as firmas a participarem de um processo de F&A é o aumento de valor para a firma resultante. No entanto, os resultados empíricos mostram outra realidade. De acordo com Burnie, Hurtt e Langsam (2005) a consultoria *Boston Consulting Group* (BCG) contabilizou em 277 grandes F&A uma perda de 64% nos retornos das ações da firma adquirente entre 1985 e 2000, assim como a *Business Week* analisou as 302 maiores F&A ocorridas entre 1995 e 2001 e constatou uma perda de 61% no retorno das ações da firma resultante.

Considerando resultados consolidados, ou seja, diversas indústrias como também firmas alvo de capital aberto, fechado, estrangeiras, de pequeno e grande porte o que prevalece é a destruição de valor tanto para a firma adquirente quanto para a firma resultante.

O estudo de Moeller, Schlingemann e Stulz (2005), envolvendo diversas indústrias, mostra que os acionistas das firmas adquirentes tiveram uma perda de 12 *cents* para cada dólar gasto na aquisição de firmas entre 1998 e 2001 culminando com uma perda total de 240 bilhões de dólares, diferentemente do que ocorreu nos anos 80, quando a perda foi bem menor, 1,6 *cents* por dólar, mas também o volume de perda foi bem menor, sete bilhões de dólares. Para os

autores, o motivo principal deste resultado foram aquisições que apresentaram um ganho sinérgico negativo para as firmas adquirentes que possuíam um alto valor de mercado antes da aquisição.

Para Weston, Siu e Johnson (2001), as evidências empíricas não corroboram a criação de valor proporcionada pelas fusões e aquisições, principalmente quando se consideram os ganhos das empresas adquirentes. Ainda de acordo com os autores, as fusões e aquisições criam valor somente para as empresas-alvo.

Com relação aos determinantes de criação de valor em F&A, a literatura não é unânime em apresentá-los. No entanto, os estudos de Seth (1990) e Seth, Song e Pettit (2002) contribuem de forma relevante para tornar o assunto mais consistente. As estratégias de aquisição e as fontes de criação de valor diferem entre F&A de firmas relacionadas e não-relacionadas, contudo, em ambos os casos há criação de valor. Fusões entre firmas relacionadas ocorrem quando as habilidades entre as firmas são comuns, bem como recursos, mercados, técnicas de produção similar e sistemas de distribuição. Por outro lado, fusões entre firmas não relacionadas constituem um conglomerado.

Pela teoria da maximização do valor, as F&A são realizadas para proporcionar uma maximização do valor da firma resultante, e consequentemente aumentar a riqueza de seus acionistas.

Desta forma, quando a riqueza dos acionistas das firmas adquirente e alvo aumenta, a fusão apresenta uma sinergia positiva. Entretanto, as F&A podem resultar em perdas para a firma adquirente, culminando com uma destruição de valor da firma resultante. Tal processo é motivado pelo efeito agência, na qual os gestores procuram ganhar e aumentar seu poder e influência à custa dos acionistas da firma adquirente.

As variáveis que explicam em grande parte a maximização de valor em F&A são: poder de mercado, economias de escala, economias de escopo, segurança repartida entre as duas firmas (*coinsurance*) e diversificação financeira.

Camargos e Barbosa (2006) analisaram o comportamento dos preços de ações de firmas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, nos dias próximos aos anúncios de fusão ou aquisição, entre 1994 e 2002, visando aferir a eficiência informacional semiforte do mercado de capitais brasileiro. Por meio de estudo de eventos, os autores concluíram que o mercado brasileiro não se comportou de forma eficiente no período analisado, no que se refere à forma semiforte. Sendo assim, o estudo traz suporte de evidência contrária ao modelo de eficiência de mercado para essa forma.

Outra pesquisa, que também utiliza estudo de eventos, realizado por Patrocínio, Kayo e Kimura (2007), sobre a relação entre intangibilidade e criação de valor nos eventos de F&A de empresas brasileiras, conclui que para as empresas adquirentes de empresas tangível-intensivas, o retorno é negativo nos primeiros dias após o anúncio da aquisição. Por outro lado, o retorno das ações de empresas adquirentes de empresas intangível-intensivas tem sido positivo, no período compreendido entre 1999 e 2004.

7. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho tem por objetivo analisar e encontrar evidências do comportamento do retorno das empresas, atuantes no Brasil, que participaram de processos F&A como adquirentes.

A hipótese a ser testada refere-se ao retorno decrescente ou negativo das ações das empresas adquirentes em um processo de fusão e aquisição. Para tanto, é realizado um estudo de eventos, a fim de verificar a existência deste comportamento, bem como verificar o quão eficiente é o mercado de capitais brasileiro.

Um estudo de eventos tem por finalidade determinar se um evento ou anúncio causa um movimento anormal no preço das ações de uma empresa. É comumente utilizado para determinar ou avaliar a hipótese de mercados eficientes (BENNINGA; 2008).

Segundo Elton et. al. (2004), as etapas de um estudo de eventos são:

- 1) Coleta-se uma amostra de empresas para as quais houve um anúncio inesperado (o evento);
- 2) Determina-se o dia exato do anúncio e chama-se esse dia de data zero;
- 3) Define-se o período a ser estudado (janela de evento);
- 4) Para cada uma das empresas da amostra, calcula-se o retorno em cada um dos dias estudados;
- 5) Calcula-se o retorno “anormal” para cada um dos dias estudados para cada empresa da amostra;
- 6) Calcula-se, para cada dia do período do evento, o retorno anormal médio envolvendo todas as empresas da amostra;
- 7) Geralmente, soma-se o retorno anormal de cada dia para calcular o retorno anormal acumulado desde o início do período;
- 8) Examinar e discutir os resultados.

7.1 Fontes de Dados

As informações sobre o evento (operações de F&A) e data do anúncio foram coletadas diretamente junto à Anbima e no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no campo Fatos Relevantes.

O período de análise deste estudo compreende os anos de 2001 a 2011. *A posteriori*, coletaram-se, do banco de dados da empresa de consultoria Economática[®], as cotações das ações das empresas adquirentes, com o objetivo de compará-lo com o desempenho da carteira de mercado retratada pelo Índice Bovespa (Ibovespa). Esta comparação se dá por meio do período compreendido entre 20 dias anteriores ao evento, a data do anúncio e 20 dias posteriores à esse mesmo anúncio. Este período é conhecido como janela de eventos.

7.2 Seleção da Amostra

Em pesquisa realizada junto ao banco de dados da Anbima, foi possível obter o registro de 508 operações de F&A, como pode ser visto no Gráfico 2, que ocorreram nos diversos setores da economia brasileira. Mas a base de dados trazia classificações diferentes a cada ano, impedindo a adoção de um padrão setorial, inexistente na base fornecida.

Gráfico 2: Total de Operações de F&A da amostra.

Fonte: Elaborado a partir dos dados fornecidos pela Anbima, 2013.

Dentre as diversas classificações existentes no Brasil e no exterior, foi adotada a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE), elaborada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e que é utilizada pela Secretaria da Receita Federal para classificar as empresas brasileiras quanto à sua atividade econômica.

Com as empresas adquirentes classificadas pelo CNAE, passou-se a análise das operações, com a finalidade de utilizar apenas de empresas com capital aberto, no papel de adquirente, no processo de consolidação.

Após a seleção das empresas com papéis negociados na BOVESPA, foi utilizado o critério de que apenas os setores com ao menos uma operação anual permaneceriam na amostra, com a finalidade de encontrar um desempenho setorial consistente, em relação as operações de F&A.

Desta forma, as amostras foram reduzidas a três setores econômicos da economia, denominados:

a) Indústrias de Transformação, com o código CNAE “C”, onde figura todas as empresas que transformam matéria-prima, notavelmente um setor bastante abrangente e concentrador da maioria das operações de F&A.

b) Informação e Comunicação, com o código CNAE “J”, em que consta empresas de mídia, informática e qualquer companhia que produza material para divulgação, seja eletrônico, impresso, televisivo ou radiofônico, assim como a subindústria ligada a Internet.

c) Serviços Financeiros, tendo o código CNAE “K”, com empresas que prestam serviços bancários, seguros, previdência e securitização de crédito. Este setor foi analisado como pré-teste para o presente trabalho, servindo de demonstrador para os conceitos utilizados.

Aplicado o modelo de seleção acima, restaram 121 operações de F&A, divididas entre os três setores.

ANO	Total de F&A da amostra	F&A da amostra selecionada
2001	29	10
2002	20	9
2003	31	7
2004	30	8
2005	18	4
2006	38	10
2007	67	13
2008	47	15
2009	57	12
2010	83	24
2011	88	9
Total	508	121

Tabela 2: Amostra Inicial x Amostra Selecionada

Gráfico 3: Ocorrência de F&A pela amostra selecionada

Fonte: Elaborado a partir dos dados fornecidos pela Anbima, 2013.

7.3 Metodologia

De acordo com Weston, Siu e Johnson (2001), o retorno normal da ação de cada empresa representa o retorno que ocorreria no caso de não existir qualquer evento inesperado. Esse retorno pode ser calculado de três formas:

- 1) Método do retorno médio ajustado: assume que o retorno médio de uma determinada ação (RMA) é constante ao longo do tempo. O retorno em excesso para cada observação é calculado da seguinte forma:

$$RMA_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_i \quad [1]$$

Onde:

$RMA_{i,t}$ = Retorno Médio Ajustado

$R_{i,t}$ = Retorno Calculado

$\bar{R}_i$ = Retorno Médio

- 2) Método do retorno de mercado ajustado: os retornos anormais (RA) são calculados por meio da diferença entre o seu retorno e a carteira de mercado, conforme segue:

$$RA_{i,t} = R_{it} - R_{M,t} \quad [2]$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da Ação

$R_{i,t}$ = Retorno da Ação na data t

$R_{M,t}$ = Retorno da Carteira de Mercado na data t

- 3) Método do modelo de mercado ajustado: relaciona os retornos de uma determinada ação aos retornos de uma carteira de mercado, por meio de uma reta de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários. Representa uma evolução sobre os modelos anteriores, uma vez que ao remover a porção do retorno da ação que ocorre em função do mercado, a variância dos retornos anormais é reduzida. Seu método de cálculo é:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} * R_{M,t} + \varepsilon_i \quad [3]$$

Onde:

$ER_{i,t}$ = Retorno Esperado da Ação

α_i = Intercepto

$\beta_{i,t}$ = Risco Sistemático da Ação

$R_{M,t}$ = Retorno da Carteira de Mercado

ε_i = Termo de Erro, valor esperado igual a zero.

Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), na maioria dos casos, os resultados são muito parecido entre os modelos 2 e 3.

Sendo assim, para este estudo foram escolhidas os métodos 2 e 3, tendo as seguintes etapas:

1) O Retorno da ação de cada empresa (R) é calculado da seguinte forma:

$$R_i = \ln \left(\frac{Preço_t}{Preço_{t-1}} \right) \quad [4]$$

Onde:

R_i = Retorno da Ação
 $Preço_t$ = Preço da ação na data t
 $Preço_{t-1}$ = Preço da ação na data t - 1

2) O Retorno de mercado ajustado ($R_{M,t}$) é calculado da seguinte forma:

$$R_{M,t} = \ln \left(\frac{IBOV_t}{IBOV_{t-1}} \right) \quad [5]$$

Onde:

$R_{M,t}$ = Retorno de Mercado Ajustado
 $IBOV_t$ = Carteira de Mercado na data t
 $IBOV_{t-1}$ = Carteira de Mercado na data t - 1

7.3.1 Método do retorno de mercado ajustado

O Retorno anormal da ação (RA) é calculado da seguinte forma:

$$RA_{it} = R_{i,t} - R_{M,t} \quad [6]$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da Ação
 $R_{i,t}$ = Retorno da Ação na data t

$R_{M,t}$ = Retorno de Mercado na data t

O Retorno anormal acumulado (RAA) é calculado da seguinte forma:

$$RAA_t = \sum_{j=1}^t RA_{t1+i} \quad [7]$$

Onde:

RAA_t = Retorno Anormal Acumulado da Ação

$\sum_{j=1}^t RA_{t1+i}$ = Somatória dos Retornos Anormais

7.3.2 Método do modelo de mercado ajustado

Já o modelo de mercado ajustado considera os preceitos do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), e como tal utiliza o coeficiente de inclinação da reta (Beta) da regressão abaixo:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} * R_{M,t} + \varepsilon_i \quad [8]$$

Onde:

$ER_{i,t}$ = Retorno Esperado da Ação

α_i = Intercepto

$\beta_{i,t}$ = Risco Sistemático da Ação

$R_{M,t}$ = Retorno da Carteira de Mercado

ε_i = Termo de Erro, valor esperado igual a zero.

O Retorno anormal da ação (RA) é calculado da seguinte forma:

$$RA_{it} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad [9]$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da Ação

$R_{i,t}$ = Retorno da ação na data t

$ER_{i,t}$ = Retorno Esperado da Ação, calculado pela equação 8

O Retorno anormal acumulado (RAA) é calculado da seguinte forma:

$$RAA_t = \sum_{j=1}^t RA_{t1+j} \quad [7]$$

Onde:

RAA_t = Retorno Anormal Acumulado da Ação

$\sum_{j=1}^t RA_{t1+j}$ = Somatória dos Retornos Anormais

Os Betas para cada empresa adquirente são estimados dentro de um período de três anos, sendo a regressão linear estimada com dados diários. Desta maneira, para eventos (F&A) ocorridos entre 2001 e 2003 é estimado o Beta do período. Para eventos ocorridos entre 2004 e 2006, também é estimado o Beta do período, bem como para os períodos 2007 e 2009 e por fim 2010 e 2011. No pré-teste, todos os Betas apresentaram resultados significantes a 1% com R^2 (coeficiente de explicação) variando de 0,15 a 0,45.

7.3.3 Constatação da semelhança dos modelos empregados.

Para verificar a semelhança entre o Método do Retorno de Mercado e o Método do Modelo de Mercado Ajustado foi elaborado um pré-teste, onde foi escolhida a amostra referente ao Setor Financeiro para uso da Análise de Variância (ANOVA).

Considerando os retornos para todo o período da análise (2001 a 2011), tanto o modelo de retorno ajustado, quanto o modelo de mercado não apresentaram resultados diferentes, de acordo com a Análise de Variância. Portanto não se pode rejeitar que os modelos são diferentes, conforme a Tabela 3.

Fonte da variação	SQ	gl	MQ	F	valor-P	F crítico
Entre grupos	6.35037E-06	1	6.35037E-06	0.012744	0.910124	3.8446
Dentro dos grupos	1.473918052	2958	0.000498282			
Total	1.473924402	2959				

Tabela 3: ANOVA Setor Financeiro – Análise de Variância (2001 a 2011)

8. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após a aplicação dos critérios de seleção da amostra, foram analisados os resultados dos três setores da economia que apresentaram operações de F&A em cada um dos 11 anos do período do estudo.

Como pode ser visto no Gráfico 4, com 63 operações de F&A entre os anos de 2001 e 2011, o primeiro setor a ser analisado foi o CNAE C que corresponde a Indústria de Transformação, que por seu amplo espectro industrial, engloba a maior parte das operações ocorridas.

Gráfico 4: Quantidade de Operações de F&A na Indústria de Transformação.

Já o CNAE J, correspondente ao setor de Informação e Comunicação, que por sua natureza contempla a mídia escrita, televisiva e radiofônica, além de toda indústria ligada à tecnologia da informação. No período compreendido pelo estudo, este setor somou 21 operações de F&A, distribuídas ao longo dos 11 anos do trabalho, como pode ser visto no Gráfico 5.

Gráfico 5: Quantidade de Operações de F&A no Setor de Informação e Comunicação.

Por fim, o setor de Serviços Financeiros, classificado como CNAE K, com 37 operações de F&A, conforme o Gráfico 6, destacou-se dos demais por apresentar Retorno Anormal Acumulado Positivo com maior robustez estatística, como pode ser observado em sua análise setorial no item 8.3.

Gráfico 6: Quantidade de Operações de F&A no Setor de Informação e Comunicação.

As análises apresentam limitações referentes à parcialidade do objeto de estudo, ou seja, foram consideradas apenas as empresas compradoras em processos de consolidação empresarial, o que impede a busca por evidências de criação ou destruição de valor para os acionistas das empresas minoritárias, que em grande parte tem capital fechado, portanto, sem dados disponíveis para apreciação pública.

Sugere-se um trabalho que contemple uma pesquisa de campo em busca de fontes primárias de informações sobre as empresas alvo, em processos de F&A, enriquecerá o debate sobre o tema de consolidação empresarial no Brasil.

8.1 F&A na Indústria de Transformação – Código CNAE C

A Tabela 2 apresenta as operações de F&A das empresas da Indústria de Transformação, com data de anúncio da operação, nome e código BOVESPA da empresa compradora e nome da empresa alvo.

Data do Anúncio	Empresa Compradora	Código	Empresa Alvo
15/03/01	Bradespar	BRAP3	CSN
02/05/01	Suzano	SUZB5	Bahia Sul
16/07/01	CSN	CSNA3	Heartland Steel
01/11/01	Votorantim Celulose	VCPA4	Aracruz
07/12/01	Gerdau	GGBR4	Açominas
30/04/02	Ambev	AMBV4	Quilmes
12/07/02	CSN	CSNA3	Cia Metalic Nordeste
20/12/02	Vale do Rio Doce	VALE3	CST
18/06/03	CSN	CSNA3	Lusosider
30/09/03	Klabin	KLBN4	Norcel
10/12/03	Braskem	BRKM5	Trikem
26/03/04	Cremer	CREM4	Cremer
13/05/04	Petrobrás	PETR4	Petroquímica Triunfo
18/06/04	CSN	CSNA3	Galvasud
20/06/05	Suzano Petroquímica	SZPQ4	Polibrasil Participações
28/11/05	Vale	VALE5	Canico Resource
02/02/06	Petrobrás	PETR4	El Paso Rio Claro e El Paso Rio Grande
03/02/06	Petrobrás	PETR4	Pasadena Refining System
04/04/06	Braskem	BRKM5	Politeno Ind. e Com.
13/04/06	Ambev	AMBV4	Quilmes
26/05/06	Perdigão	PRGA4	Batávia
06/03/07	WEG	WEGE4	Trafo Equipamentos Elétricos
19/03/07	Braskem	BRKM5	Grupo Ipiranga - 1ª fase
28/03/07	Gerdau	GGBR4	Grupo Feld
12/04/07	Cosan	CSAN3	Usina Santa Luiza
29/05/07	JBS	JBSS3	Swift Foods Company
03/08/07	Petrobrás	PETR4	Suzano Petroquímica
14/11/07	Marfrig	MRFG3	Quickfood

18/02/08	Usiminas	USIM5	Zamproгна
04/03/08	JBS	JBSS3	Smithfiels Beef Group
04/03/08	JBS	JBSS3	Tasman Group ServicesPty e Industry Park Pty
14/05/08	Braskem	BRKM5	Ipiranga Petroquímica
03/06/08	Hypermarcas	HYPE3	Farmasa
11/06/08	UNIPAR	UNIP6	Rio Polímeros
23/06/08	Marfrig Alimentos	MFRG3	Empresas do Grupo OSI
13/03/09	Cosan Indústria e Comércio	CSAN3	Nova América
14/04/09	Braskem	BRKM5	Petroquímica Triunfo
29/04/09	VCP	VCPA4	Aracruz
02/06/09	Dixie Toga	DXTG4	Huhtamaki Plásticos Rígidos Brasil
04/08/09	Iochpe-Maxion	MYPK3	Meritor
22/12/09	Petrobras	PETR4	Total Agroindustria Canavieira
22/01/10	Braskem	BRKM5	Quattor
27/01/10	Vale	VALE5	Bunge Part. e Invest.
28/01/10	Vale	VALE5	Fertifos
01/02/10	Braskem	BRKM5	Sunoco Chemicals
08/03/10	Hypermarcas	HYPE3	Luper Ind. Farmac.
19/03/10	JBS	JBSS3	Rockdale Beef Pty
30/04/10	Karsten	CTKA4	Romaria Empreendimentos
15/06/10	Marfrig	MFRG3	Keystone Foods
06/08/10	Hypermarcas	HYPE3	Mabesa do Brasil
24/08/10	Gerdau	GGBR4	Gerdau Ameristeel
12/09/10	Marfrig	MFRG3	Cargill Alimentos
16/09/10	Hypermarcas	HYPE3	York
11/11/10	Hypermarcas	HYPE3	Bitufo
11/11/10	Hypermarcas	HYPE3	Sabonetes Pom Pom

14/12/10	Petrobras	PETR4	Refinaria Alberto Pasqualini
18/12/10	Hypermarcas	HYPE3	Mantecorp
07/01/11	Cosan	CSAN3	Usina Zanin Açúcar e Alcool
01/04/11	Petrobras	PETR4	Innova
09/08/11	Brasil Ecodisel	VAGR3	Vanguarda Participações
03/10/11	Brasil Foods	BRFS3	Avex
31/10/11	São Martinho	SMT03	Santa Cruz / Boa Vista
07/11/11	Petropar	PTPA4	Fiberweb

Tabela 4: F&A na Indústria de Transformação

Fonte: Elaborado a partir de dados fornecidos pela Anbima

Fazendo uso da janela proposta, de 20 dias anteriores ao anúncio, o dia do anúncio e mais 20 dias após o mesmo foi feita a análise dos Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados, pelos métodos de retorno de mercado e do modelo de mercado ajustado.

Segundo a literatura, é esperado que o retorno da valorização da ação da empresa adquirente perceba um retorno negativo nos dias subsequentes ao evento do anúncio, ou seja, a literatura demonstra haver destruição de valor para os acionistas dessas empresas.

Como esperado após o pré-teste, o modelo de retorno de mercado e o modelo de mercado ajustado apresentaram resultados semelhantes para o Retorno Anormal e para o Retorno Anormal Acumulado.

Observando o Retorno Anormal, é possível notar que após o sexto dia subsequente ao anúncio, todo retorno positivo obtido nos primeiros cinco dias é convertido em um retorno negativo de -1,15%, e com décimo segundo dia depois do anúncio, há uma substancial perda de valor, da ordem de -2,04%. Só é possível observar Retorno Anormal positivo significativo no primeiro dia, de + 1,19%, conforme é possível observar no Gráfico 7.

Gráfico 7: Retorno Anormal – Método de retorno de Mercado

Gráfico 8: Retorno Anormal da Ind. de Transformação – Modelo de Mercado Ajustado

Já o Retorno Anormal Acumulado, ambos modelos demonstram que há uma valorização desde o início da janela, ou seja, de 20 dias anteriores ao evento. Tal comportamento pode mostrar indícios que o investidores no mercado de capitais conheciam o fato (F&A) antes mesmo de seu anúncio, precificando-o previamente.

O retorno das ações apresenta uma variação positiva superior a 8% no período, demonstrando que a hipótese de eficiência de mercado semiforte tende a não se confirmar.

Gráfico 9: RAA Indústria de Transformação – Método de Retorno de Mercado

Gráfico 10: RAA Indústria de Transformação – Modelo de Mercado Ajustado

Procurando evidências que o RAA apresenta variação positiva, empregou-se o Teste de Sinais, para verificar se os retornos anormais acumulados positivos e negativos são significantes a 5% (-1,96 a +1,96) (CAMPBELL, LO e MACKINLAY, 1997), pela seguinte equação [10]:

$$\theta = \left[\frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1) \quad [10]$$

Utilizando uma janela de cinco dias antes do evento, a data do próprio evento e cinco dias seguintes ao evento, nota-se que não há significância estatística a 5% para os retornos positivos nesta janela.

Eventos	Janela										
	(-5,0)	(-4,0)	(-3,0)	(-2,0)	(-1,0)	(0,0)	(+1,0)	(+2,0)	(+3,0)	(+4,0)	(+5,0)
CAR Positivo	35	34	34	33	34	33	34	34	38	33	32
CAR Negativo	28	29	29	30	29	30	29	29	25	30	31
Estatística Teste θ	0,882	0,630	0,630	0,378	0,630	0,378	0,630	0,630	1,638	0,378	0,126

Tabela 5: Teste dos Sinais para o Retorno Anormal Acumulado para o period – 5 dias a + 5 dias

8.2 F&A no Setor de Informação e Comunicação – Código CNAE J

A Tabela 3 apresenta as operações de F&A realizadas no Setor de Informação e Comunicação, contendo data do anúncio, nome e código BOVESPA da empresa compradora e nome da empresa alvo.

Data do Anúncio	Empresa Compradora	Código	Empresa Alvo
08/01/01	Telemar	TMAR3	Pegasus Telecom
13/01/01	Telesp Celular	VIVT4	Global Telecom
13/02/01	Telecom Italia	TIMP3	Licenças de PC's
30/06/02	Telemar Norte Leste	TMAR3	Pegasus Telecom
25/11/03	Telemar Norte Leste	TMAR3	Ativos Visanet
08/11/04	Banco Itaú	ITSA4	Orbitall
05/08/05	Embratel	EBTP4	Primesys Soluções Empresariais
18/05/06	Embratel	EBTP4	Net
27/07/06	Telemar Norte Leste	TNLP4	Way TV Belo Horizonte
12/10/06	Net Serviços de Comunicação	NETC4	Vivax
02/08/07	Vivo Participações	VIVT3	Telemig Celular Part. e Tele Norte Celular Part.
13/12/07	GVT Holding	GVTT3	Geodex Comunicações do Brasil S/A
20/12/07	Telemar Norte Leste	TMAR5	Tele Norte Celular Part.
25/04/08	Telemar Norte Leste	TNLP4	Brasil Telecom Participações
22/07/08	Totvs	TOTS3	Datasul
29/08/08	Net Serviços de Comunicação	NETC4	Esc 90 Telecomunicações
16/04/09	Tim Participações	TIMP3	HOLDCO Participações
15/02/10	Camargo Correa	CCIM3	Cimpor - Part. Bipadosa

10/05/10	Telefonica	VIVT4	Brasilcel, N.V
14/12/10	UOL	UOLL4	Diveo Broadband Networks
24/03/11	Telesp	VIVT4	Vivo

Tabela 6: F&A no Setor de Informação e Comunicação

Fonte: Elaborado a partir de dados fornecidos pela Anbima

Mantendo-se a mesma metodologia de fixar a janela em 20 dias antes do evento, a data do evento e 20 dias posteriores à divulgação, espera-se, de acordo com a literatura, que não exista retorno positivo para o acionista da empresa adquirente nos dias que seguem a divulgação da notícia da operação de F&A.

Através da análise do Retorno Anormal é possível notar que as ações subiram +0,46% no dia do anúncio, mas perdendo exatos -0,46% no primeiro dia após o fato. Permanecendo instável por dez dias, até que há uma recuperação entre o décimo primeiro e o décimo oitavo dia, da ordem de +0,60%

Gráfico 11: RA – Setor de Informação e Comunicação – Retorno de Mercado

Gráfico 12: RA – Setor de Informação e Comunicação – Modelo de Mercado Ajustado

Pelo Retorno Anormal Acumulado, percebe-se que há uma valorização da ação no período de 20 dias seguintes ao anúncio, especialmente a partir do décimo terceiro dia, quando as ações experimentaram uma reação de +0,8% e seguiram valorizando.

No período as ações valorizam cerca de 2,3%, Enfraquecendo a hipótese de eficiência de mercado semiforte.

Gráfico 13: RAA – Setor de Informação e Comunicação – Retorno de Mercado

Gráfico 14: RAA – Setor de Informação e Comunicação – Modelo de Mercado Ajustado

Analisando o intervalo de cinco dias antes do anúncio, a data do anúncio e cinco dias após, é possível visualizar que o Retorno acumulado no período antes do anúncio foi compensada por uma queda no RAA após o evento.

Utilizando o teste de sinais, com a equação [10], nota-se que não há significância estatística para os retornos acumulados no período de cinco dias antes e cinco dias após o anúncio.

Eventos	Janela										
	(-5,0)	(-4,0)	(-3,0)	(-2,0)	(-1,0)	(0,0)	(+1,0)	(+2,0)	(+3,0)	(+4,0)	(+5,0)
CAR Positivo	12	11	12	13	12	12	12	11	12	11	10
CAR Negativo	9	10	9	8	9	9	9	10	9	10	11
Estatística Teste θ	0,655	0,218	0,655	1,091	0,655	0,655	0,655	0,218	0,655	0,218	-0,218

Tabela 7: Teste dos Sinais para o Retorno Anormal Acumulado para o período -5 dias a +5 dias.

8.3 F&A no Setor Financeiro - Código CNAE K

A Tabela 4 retrata as operações de F&A das empresas do Setor Financeiro, com data de anúncio, nome e código BOVESPA da empresa compradora e nome da empresa alvo.

Data do Anúncio	Empresa Compradora	Código	Empresa Alvo
20/08/01	Bradesco	BBDC4	Concessão Banco Postal
04/12/01	Itaú	ITSA4	BEG
13/01/02	Bradesco	BBDC4	Mercantil
24/01/02	Bradesco	BBDC4	BEA
05/11/02	Banco Itaú Holding Financeira	ITUB4	Banco BBA Creditanstalt
03/12/02	Itaú	ITSA4	Banco FIAT
03/12/02	Banco Itaú S/A	ITSA4	Banco Fiat S/A
13/01/03	Banco Bradesco S/A	BBDC4	Banco BBVA
29/01/03	Banco Bradesco S/A	BBDC4	Carteira JP Morgan (Asset JP Morgan)
20/10/03	Banco Itaú Holding Financeira S/A	ITUB4	Banco AGF e AGF Vida e Previdência
11/02/04	Banco Bradesco S/A	BBDC4	Banco do Estado do Maranhão
16/06/04	Unibanco	UBBR4	Banco BNL do Brasil S.A
08/11/04	Banco Itaú / Citigroup	ITSA4	Credicard Banco
16/12/04	Banco Itaú Holding Financeira	ITUB4	Banco Intercep
21/12/05	Banco Bradesco	BBDC4	Brasil Ferrovias / Novoeste
20/03/06	Banco Bradesco	BBDC4	Light
02/05/06	Banco Itaú Holding Financeira	ITUB4	BankBoston
24/01/07	Banco Bradesco	BBDC4	Banco BMC
12/04/07	Investimentos Itaú S/A - Itaú	ITUB4	ABN Amro Private Banking Operations
29/05/07	Santander	SANB4	Banco Real
23/05/08	Banco do Brasil	BBAS3	Nossa Caixa
08/09/08	Banco Bradesco BBI	BBDC4	Ágora Holdings S/A

11/09/08	BB	BBAS3	BESC e BESCRI
03/11/08	Contraparte: acionistas do Itaú	ITUB4	Itaú Unibanco Holding (fusão)
26/11/08	Unibanco	UBBR4	Unibanco AIG Seguros
09/01/09	Banco do Brasil	BBAS3	Banco Votorantim
09/03/09	Santander	SANB4	Real Tokyo Marine Vida e Previdência
23/03/09	Itaú Unibanco	ITUB4	Redecard
04/06/09	Bradesco	BBDC4	Banco Ibi
13/11/09	Itaú Unibanco	ITUB4	Itaú XL Seguros Corporativos
06/01/10	BB Seguros Participações	BBAS3	Brasilcap Capitalização
21/04/10	BB	BBAS3	Banco Patagonia
05/05/10	BB	BBAS3	BB / Mapfre
18/05/10	Itausa	ITUB4	Itaú Unibanco Holding
02/08/10	Bradesco	BBDC4	ITP Partners
14/04/11	Itaú Unibanco	ITUB4	BSF Holding
20/05/11	Bradesco	BBDC4	BERJ

Tabela 8: F&A no Setor Financeiro

Fonte: Elaborado a partir de dados fornecidos pela Anbima

A janela de eventos compreende 41 dias, sendo 20 dias anteriores à data de anúncio da fusão ou aquisição, 20 dias posteriores a esta mesma data e o dia do anúncio da operação. Conforme a literatura, como também os resultados empíricos de outros estudos, espera-se que o retorno das empresas adquirentes apresentem um retorno negativo nos primeiros dias após o anúncio da fusão ou aquisição.

Utilizando os dois métodos de estudo de eventos propostos na metodologia. Tanto o método do retorno de mercado ajustado como o método do modelo de mercado ajustado apresentaram os mesmos resultados para o retorno anormal (RA) e para o retorno anormal acumulado (RAA).

Analisando-se o retorno anormal (RA), por meio do método do retorno de mercado, não fica claro um padrão de comportamento para o período todo. Entretanto, um dia antes do anúncio do evento, observa-se uma valorização das ações da ordem de 1,25%. Já no dia seguinte há uma queda no retorno das ações de igual tamanho (- 1,25%), conforme Gráfico 7.

Resultados idênticos são encontrados empregando-se o método do modelo de mercado ajustado – Gráfico 8.

Gráfico 15: RA Setor Financeiro – Retorno de mercado

Gráfico 16: RA Setor Financeiro – Modelo de mercado ajustado

Quanto ao retorno anormal acumulado (RAA), verifica-se a partir dos dois modelos que há uma valorização das ações da empresa adquirente nos 20 dias anteriores à data de anúncio e tal valorização permanece razoavelmente constante nos 20 dias posteriores ao anúncio. Este

padrão de comportamento pode indicar, entre outras influências, que o mercado possui informações acerca do evento (F&A), precificando para alto o papel. A variação positiva do retorno das ações alcança quase 3% no período. Esta constatação enfraquece a hipótese de eficiência de mercado semiforte.

Gráfico 17: RAA Sistema Financeiro – Retorno de mercado

Gráfico 18: RAA Sistema Financeiro – Modelo de mercado ajustado

Para comprovar que de fato o retorno anormal acumulado apresenta variação positiva, foi empregado o Teste dos Sinais, para verificar se os retornos anormais acumulados positivos e

negativos são significantes a 5% (- 1,96 a + 1,96), conforme sugestão de Campbell, Lo e Mackinlay (1997). O modelo de Teste dos Sinais segue a equação [10].

$$\theta = \left[\frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1) \quad [10]$$

Foram selecionados os 5 dias antes do evento (-5,0), (-4,0), (-3,0), (-2,0) e (-1,0), a própria data do evento (0,0) e 5 dias posteriores ao evento (+1,0), (+2,0), (+3,0), (+4,0) e (+5,0). De acordo com a Tabela 3, os retornos são positivos estatisticamente significantes para as janelas (-3,0), (-1,0), (0,0), (+2,0), (+3,0), (+4,0) e (+5,0). Sendo assim, há uma valorização crescente dos retornos das ações dos bancos adquirentes no período compreendido entre -5 dias e + 5 dias.

Eventos	Janela										
	(-5,0)	(-4,0)	(-3,0)	(-2,0)	(-1,0)	(0,0)	(+1,0)	(+2,0)	(+3,0)	(+4,0)	(+5,0)
CAR Positivo	23	24	27	22	25	27	23	26	25	28	29
CAR Negativo	14	13	10	15	12	10	14	11	12	9	8
Estatística Teste θ	1,479	1,808	2,794	1,150	2,137	2,794	1,479	2,466	2,137	3,123	3,452

Tabela 9: Teste dos Sinais para o RAA para – 5 dias a + 5 dias do Setor Financeiro

9. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou evidências empíricas sobre a valorização, com base nos retornos anormais e retornos anormais acumulados das ações de empresas adquirentes em processo de F&A (período compreendido entre 2001 e 2011), a partir do método de estudo de eventos.

Apesar das críticas, tal método já consagrado na literatura de finanças procura evidências de comportamento anormal acerca de determinado evento, sendo muito utilizado para testar hipóteses de eficiência de mercado.

Estudos empíricos anteriores mostram evidências robustas de que os retornos das ações de empresas adquirentes apresentam queda dias após a data de anúncio de F&A, ao passo que os retornos das empresas adquiridas (alvo) apresentam retornos positivos para o mesmo período.

A questão fundamental neste tipo de estudo é constatar se houve criação ou destruição de valor, considerando a hipótese de eficiência de mercado semiforte. Portanto, não se trata de um estudo que investiga criação de valor baseada em fundamentos, mas sim se o mercado precifica de forma positiva ou não o evento (F&A), a partir de informação pública.

Em consonância com outros estudos que tratam sobre a mesma temática, nota-se o retorno anormal positivo na janela de um dia antes do evento e um dia após o anúncio o retorno anormal decresce na mesma proporção, com exceção da Indústria de Transformação, que teve decréscimo no retorno anormal no segundo dia.

Considerando uma janela maior, não é possível estabelecer relação entre o retorno anormal e o evento.

Já para o retorno anormal acumulado, observa-se que para o período de 20 dias anteriores à data de anúncio do evento, as ações das empresas adquirentes apresentaram uma valorização acumulada, sendo que após o anúncio o retorno das ações permanece relativamente constante para as empresas do Setor Financeiro, apresenta uma leve valorização após doze dias para o Setor de Informação e Comunicação e segue acentuada para a Indústria de Transformação.

Tal resultado sugere que o mercado no Setor Financeiro possui informações acerca do evento, precificando positivamente as ações da adquirente.

O mesmo não ocorre nas Indústrias de Transformação e no Setor de Informação e Comunicação, apresentando evidências que o mercado reage após o anúncio da operação de F&A.

Para o Setor Financeiro, a evidência encontrada está em linha com outras pesquisas. Adicionalmente, este fato por si só rejeita a hipótese de eficiência de mercado semiforte.

No entanto, a hipótese de eficiência de mercado semiforte para as outras duas atividades não é rejeitada.

Por fim, cabe destacar que o presente estudo utilizou dois métodos de estudo de eventos: Método de retorno de mercado e Método do modelo de mercado ajustado. Os resultados obtidos pelos dois métodos foram praticamente iguais, não podendo rejeitar a hipótese de resultados diferentes para os dois modelos. Esta constatação é importante para corroborar que, de fato, pode-se utilizar tanto um modelo quanto o outro, conforme aponta a literatura sobre estudos de eventos.

Deste trabalho surgem questionamentos que precisam de novas investigações, em especial a situação das empresas adquiridas e sua criação ou destruição de valor, no cenário brasileiro.

Este estudo é limitado pela generalidade de atividades econômicas que se inserem dentro do CNAE C, que considera todas as Indústrias de Transformação de uma única maneira, sem permitir maiores particularidades entre as empresas. A limitação, devido à carência de informações disponíveis, se reflete ao serem estudadas apenas as empresas adquirentes de capital aberto, deixando fora da literatura brasileira as empresas de capital fechado e suas operações de combinação com outras companhias. Uma carência que merece ser investigada em um trabalho decorrente.

As operações de F&A estão aumentando em número e montante no decorrer do tempo, este trabalho não encerra o assunto, muito pelo contrário, fornece mais questionamentos a serem investigados.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, A. **Internacionalização de empresas brasileiras: Perspectivas e riscos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. 28 p.

ANBIMA , 2012. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 3 Dezembro 2012.

BENNINGA, S. **Financial modeling - uses excel**. 3rd. ed. [S.l.]: MIT Press, 2008.

BURNIE, D.; HURTT, D.; LANGSA, S. Are bigger acquisitions always better? **The Journal of Corporate Accounting & Finance**, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, Aquisições e Takeovers: Um Levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses Testáveis e Evidências Empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 17-38, abril/junho 2003.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real**: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. São Paulo: Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), v. 41, 2006. 43-58 p.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 69-99, jan/mar 2010.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. [S.l.]: Princeton University Press, 1997.

COMISSÃO de Valores Mobiliários. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 3 Dezembro 2012.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial Theory and Corporate Policy**. 4th. ed. [S.l.]: Pearson Addison Wesley, 2005. 353-414 p.

DEPAMPHILIS, D. M. **Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities**. 6th. ed. [S.l.]: Academic Press - Elsevier, 2012.

ELTON, E. J. et al. **Moderna Teoria de carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.

FAMA, E. F. EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, Maio 1970.

IBGE, 2013. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/classificacoes/cnae2.0/>>. Acesso em: 30 Setembro 2013.

IPEA, 2012. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 3 dez. 2012.

KAYO, E. K. et al. Ativos Intangíveis, Ciclo de Vida e Criação de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 3, p. 73-90, jul/set 2006.

KAYO, E. K.; PATROCÍNIO, M. R.; MARTIN, D. M. L. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 44, n. 1, p. 59-69, Jan/fev/mar 2009.

LEI 6.404/76. **JusBrasil**. Disponível em: <<http://www.jusbrasil.com.br/topicos/11477134/artigo-228-da-lei-n-6404-de-15-de-dezembro-de-1976>>. Acesso em: 30 Setembro 2013.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and market's reaction. **Journal of Financial Economics**, n. 89, p. 20-43, 5 March 2008.

MARION FILHO, P. J.; VIEIRA, G. M. Fusões e Aquisições (F&A) de Empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração UFSM**, Santa Maria, v. 3, n. 1, p. 109-130, jan/abr 2010.

MOELLER, S.; SCHLINGEMANN, F.; STULZ, R. Wealth Destruction on a Massive Scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 2, April 2005.

MORON, C. R.; SAES, M. S. M. **Vantagem competitiva através de fusões e aquisições no varejo brasileiro**. XV SemeAd. São Paulo: [s.n.]. 2012.

OXFORD ENGLISH DICTIONARY. Disponível em: <<http://oxforddictionaries.com/definition/english/hubris>>. Acesso em: 30 setembro 2013.

PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v. 42, n. 2, p. 205-215, Abr./Mai./Jun. 2007.

PINTO JR. , H. Q.; IOOTTY, M. Avaliando os Impactos Microeconômicos das Fusões e Aquisições nas Indústrias de Energia no Mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, p. 439-453, out-dez 2005.

REZENDE, W. Terceirização: A Integração acabou? **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 37, n. 4, p. 6-15, Out/Dez 1997.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Impactos de fatores macroeconômicos nas melhores práticas de governança corporativa no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 3, p. 265-279, jul/ago/set 2007.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL, 29 março 1999. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Decretos/Ant2001/1999/Dec300099.htm>>.

Acesso em: 30 setembro 2013.

SETH, A. Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues. **Strategic Management Journal**, v. 11, p. 99-115, 1990.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. Value creation and destruction in cross-border acquisition: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. **Strategic Management Journal**, v. 23, p. 921-940, 2002.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, Junho 1997.

SILVEIRA, L. F.; GARCIA, F. C. A INFLUÊNCIA DA CULTURA NACIONAL NA CULTURA ORGANIZACIONAL: ESTUDO DE CASO DE AQUISIÇÃO NO SETOR DE BIOTECNOLOGIA. **Revista Gestão e Planejamento**, Salvador, v. 11, n. 1, p. 24-43, jan/jun 2010.

TANURE, B.; CANÇADO, V.. Relacionando o motivo da aquisição com diferentes processos de integração cultural. **E & G Economia e Gestão**, Belo Horizonte, v. 4, n. 8, p. 25-48, dez 2004.

TANURE, B.; CANÇADO, V. L. Fusões e Aquisições: Aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas (RAE)**, v. 45, n. 2, Abr./Jun. 2005.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WESTON, J. F.; SIU, J. A.; JOHNSON, B. **Takeovers, restructuring & corporate governance**. 3rd. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.

ZILBER, M. A.; FISCHMANN, A. A.; PIKIENY, E. E. Alternativas de crescimento: A alternativa de fusões e Aquisições. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 3, n. 2, p. 137-154, 2002.