

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

DOUGLAS PEREIRA CUSTÓDIO

A FUSÃO OU AQUISIÇÃO DE DUAS EMPRESAS BENEFICIA OS CONCORRENTES?
EVIDÊNCIAS NO BRASIL

SÃO PAULO

2019

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Coordenador do programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Junior
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

DOUGLAS PEREIRA CUSTÓDIO

**A FUSÃO OU AQUISIÇÃO DE DUAS EMPRESAS BENEFICIA OS CONCORRENTES?
EVIDÊNCIAS NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade como requisito da obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Roy Martelanc

Versão Original

SÃO PAULO
2019

Ficha catalográfica
Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA
com os dados inseridos pelo(a) autor(a)

Custódio, Douglas .
A Fusão ou Aquisição de duas empresas beneficia os concorrentes?
Evidências no Brasil / Douglas Custódio. - São Paulo, 2019.
57 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2019.
Orientador: Roy Martelanc.

1. Fusões e Aquisições. 2. Concentração de Mercado. 3. Empresas
Concorrentes. 4. Mercado de Capitais. 5. Retornos Anormais. I.
Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e
Contabilidade. II. Título.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais, Marli Custódio e José Custódio, por todo o esforço que empregaram para que eu conseguisse chegar nesse ponto da minha vida. A Universidade de São Paulo por muito tempo foi algo distante para mim, não imaginava que conseguiria alcançar tal oportunidade tão rapidamente, e com toda certeza, a dedicação empregada pelos meus pais em mim fez toda a diferença.

Gostaria de agradecer também a minha irmã, Rayane Custódio, minha tia, Sueli Souza, minhas primas Isabelle e Danielle e ao meu cunhado Fábio Julião por todo o apoio em todos esses anos de estudo. Vocês foram e são muito importantes nessa fase da minha vida.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Roy Martelanc. Primeiramente pela oportunidade para realizar meus estudos e pesquisa na USP. Também sou muito grato por ter tido a oportunidade de trabalhar com o professor na FIA, que por muito tempo foi a fonte que possibilitou minha permanência em São Paulo. Agradeço a possibilidade ofertada a mim para cursar a pós-graduação, com bolsa integral, na FIA, uma das melhores escolas de negócio do País. Por fim, minha gratidão também vai a todos os ensinamentos do dia a dia que fizeram muita diferença no pesquisador e profissional que sou hoje.

Agradeço aos meus professores das minhas queridas FEA/USP, FACC/UFJF e FIA por todo aprendizado proporcionado. Estarei sempre disponível para retribuí-los quando precisarem. Também agradeço a ESPM pela oportunidade de ter realizado parte dos meus estudos em suas dependências e por ter conhecido pessoas tão inteligentes e solidárias.

Agradeço aos meus amigos de Juiz de Fora pelo apoio, mesmo que distante, em todos os momentos dessa fase. Tenho muitas saudades de tê-los por perto. Aos meus amigos de Vitória por toda a torcida para que este momento chegasse e por todos os momentos felizes que passamos em terras paulistanas. Aos meus amigos de São Paulo, vocês foram e são minha família aqui, as pessoas do meu dia a dia que pude compartilhar meus momentos bons e ruins. Obrigado pela parceria. Agradeço aos meus amigos da FEA, da FIA e da Anbima. Compartilhar meu tempo de trabalho com vocês foi/é extremamente agradável e leve.

Por fim, agradeço ao Everton Barbosa pela parceria e paciência nesse último ano, a minha família da república, Yuri Fernandes, por toda a amizade que conseguimos criar, e ao Renan Oliveira por cada conversa descontraída nos fins de semana.

Muito obrigado a todos!!

RESUMO

Muitos são os impactos que os anúncios de eventos de Fusão e Aquisição podem ter sobre o mercado de capitais. Os aspectos concorrenciais estão entre os necessários na análise deste tipo de evento. Os impactos sobre a estrutura setorial podem ser benéficos ou prejudiciais não só aos concorrentes como também aos fornecedores e consumidores. Internacionalmente, a ocorrência do anúncio de uma F&A acarreta na criação de valor para os acionistas das empresas concorrentes. Entretanto, ainda não é conclusivo as reais causas de tal efeito; isso é agravado ainda mais no Brasil, onde as pesquisas sobre o tema são escassas. Assim, este trabalho teve como objetivo geral o de identificar criação ou destruição de valor às empresas concorrentes listadas em bolsa no período de anúncio de eventos de Fusão e Aquisição. Foram analisados 123 anúncios de Fusão e Aquisição no Brasil em 5 setores: bancário, papel e celulose, construção, educação e telecomunicações. Através da metodologia do estudo de eventos, buscou-se analisar o impacto do anúncio de uma Fusão ou Aquisição sobre o valor de mercado das empresas concorrentes. Os resultados mostraram que um evento de Fusão e Aquisição é benéfico não só aos concorrentes, mas também a todas as outras empresas do mercado de capitais de setores competitivos no período de 2003 a 2017. Entretanto, o comportamento dos retornos anormais acumulados (CAR) varia conforme o padrão de comportamento do PIB setorial e do índice Bovespa e também é relativo ao tamanho do valor do negócio. Na amostra analisada constata-se que quando o mercado enxerga o *target* como uma ameaça, a F&A é vista como positiva para os concorrentes. Por outro lado, quando a F&A é vista de forma negativa para as outras empresas, o fator custo se torna mais relevante, visto que o aumento do poder de mercado para a empresa resultante da F&A faz aumentar seu poder de barganha frente aos fornecedores e consumidores.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Concentração de Mercado; Empresas Concorrentes; Mercado de Capitais; Retornos Anormais.

ABSTRACT

There are many impacts that Merger and Acquisition (M&A) event announcements can have on the capital market. The competitive aspects are among the necessary in the analysis of this type of event. Impacts on the sector structure can be beneficial or harmful not only to the competitors but also to the suppliers and consumers. Internationally, a M&A announcement results in value creation for shareholders of competing companies. The real causes of this effect are not conclusive yet and this situation is highlighted in Brazil, where research on this subject is scarce. Thus, the objective of this research is to identify the creation or destruction of value to the listed competitors companies during the period of announcement of Merger and Acquisition events. A total of 123 M&A announcements in 5 sectors were analyzed in Brazil: banking, pulp and paper, construction, education and telecommunications. Through the event study methodology, one sought to analyze the impact of the M&A announcement on the market value of competing companies. The results showed that a M&A event is beneficial not only to competitors but also to all other capital market companies in the competitive sectors from 2003 to 2017. However, the behavior of accumulated abnormal returns (CAR) varies according to the behavior pattern of the sectoral GDP and the Bovespa index and it is also relative to the size of the deal value. The analyzed sample shows that when the market analyze the target as a threat, the M&A is seen as positive for competitors. On the other hand, when the M&A is negatively viewed by other companies, the cost factor becomes more relevant as the increasement of market power for the company resulting from the M&A increases its bargaining power towards suppliers and consumers.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Market concentration; Competing companies; Capital market; Abnormal Returns.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Número de pesquisas sobre F&A no contexto dos concorrentes: 2000-2018	09
Figura 2 – Distribuição dos eventos de F&A selecionados para a amostra	30
Figura 3 – Relação CAR médio e N° de Eventos	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas selecionadas para a amostra	28
Tabela 2 – Estatísticas descritivas de todas as observações	34
Tabela 3 – Estatísticas descritivas por Intervalo do Valor do Negócio	35
Tabela 4 – CAR médio por setor e faixa de valor do negócio	41
Tabela 5 – Regressão Múltipla - Efeitos sobre o CAAR	43
Tabela 6 – Retornos Anormais Acumulados (CAR) para todas as empresas da amostra	46
.....	
Tabela 7 – Lista dos eventos de F&A analisados	55

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	09
1.1 Problema de Pesquisa	11
1.2 Objetivos de Pesquisa	12
1.3 Hipóteses da Pesquisa	12
1.4 Justificativa	14
2. REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 Estruturas de Mercado	17
2.2 Eficiência de Mercado e Criação de Valor	19
2.3 F&A Horizontais e seus <i>Stakeholders</i>	20
2.4 Concorrentes	22
2.5 F&A e países emergentes	25
3. METODOLOGIA	29
3.1 Fontes de Dados e Definição da Amostra	29
3.2 Definição das Variáveis	32
3.3 Estatísticas Descritivas	36
4. RESULTADOS	37
4.1 Hipótese 1: As F&A afetam positivamente ou negativamente o preço das ações das outras empresas do setor.	37
4.2 Hipótese 2: Há diferenças na significância, ou no sinal ou na magnitude dos retornos anormais acumulados (CAR) para diferentes níveis de valor do negócio.	39
4.3 Hipótese 3: Os retornos anormais acumulados (CARs) estão correlacionados ao comportamento de variáveis macroeconômicas e de desempenho corporativo. ...	43
4.4 Hipótese 4: As F&A impactam o preço das ações das empresas de mercados competitivos da Bolsa de Valores de São Paulo (B3).	44
5. RESULTADOS FINAIS	47
6. REFERÊNCIAS	49
7. ANEXOS	55

1. INTRODUÇÃO

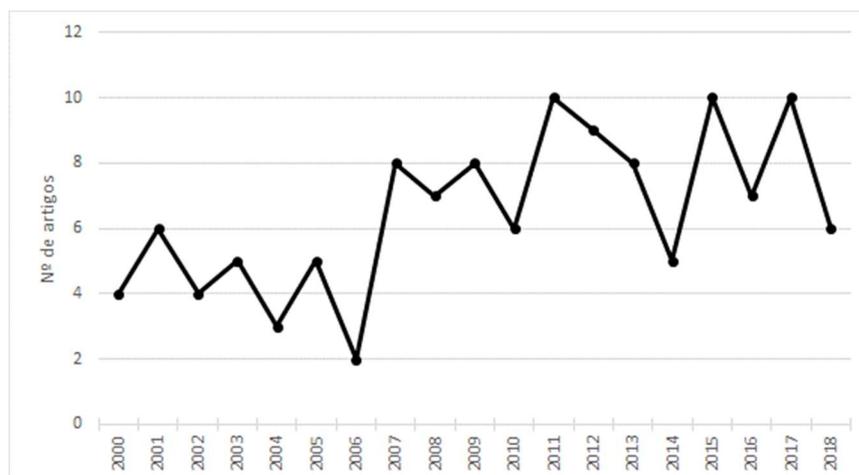
A literatura internacional constantemente trabalha sobre a hipótese de que as fusões e aquisições reduzem os ganhos anormais para as empresas compradoras e aumentam os ganhos para os acionistas da empresa-alvo. Entretanto, esse resultado pode variar entre os países onde já foram efetuados estudos avaliando as aquisições de empresas listadas (Alexandris *et al*, 2010).

Já é algo reconhecido a existência de ondas de fusões e aquisições e suas possíveis causas, porém, a dinâmica econômica internacional promove uma aceleração no processo de mudanças estruturais que influencia nas características de cada nova onda que se inicia. Uma dessas características ganha relevância neste trabalho: o efeito das fusões e aquisições nos concorrentes em diferentes contextos de tempo na economia.

Um das partes interessadas de um evento de fusão e aquisição são os concorrentes das empresas envolvidas. Uma vez que uma nova empresa é criada através de um processo de F&A, as estruturas de mercado podem sofrer positiva ou negativamente, influenciando todo um processo de contaminação dentro do setor.

Evidências do impacto e da relevância que as F&A possuem para as empresas concorrentes advém do fato do crescimento do número de pesquisas sobre o tema. Em uma revisão realizada nas bases da Scopus, *ISI Web of Science* e Scielo representada pela Figura 01 é possível verificar a relevância que o estudo de concorrentes no contexto de F&A vem ganhando nos últimos anos.

Figura 1 – Número de pesquisas sobre F&A no contexto dos concorrentes: 2000-2018



Fonte: Elaborado pelo autor.

Os eventos de F&A e seus efeitos sobre os concorrentes também ganham relevância uma vez que a Federal Trade Commission (FTC)¹ resolveu em 2015 atualizar suas práticas e metodologias na condução dos processos dos pareceres sobre as F&A, incluindo desta vez uma abordagem maior sobre os concorrentes e não só sobre os consumidores. Nessa nova conjuntura, os estudos sobre F&A no contexto dos impactos sobre os concorrentes se revelam necessários uma vez que práticas adotadas nos EUA recorrentemente reverberam nas ações de defesa e nas práticas do CADE no Brasil.

A relevância das políticas das agências reguladoras ganha destaque uma vez que em qualquer economia os impactos da existência de monopólios e oligopólios geram externalidades danosas para os preços aos consumidores e para o nível de inovação por exemplo (Tokárová, 2013). Além disso em economias emergentes muitas empresas adotam como estratégia de crescimento a aquisição de outras empresas, muitas vezes vislumbrando oportunidades promissoras a custos relativamente baixos (Alaaraj, Mohamed & Bustamam, 2018).

A necessidade para estudos no Brasil se origina dado que ainda há poucos estudos sobre o tema em uma economia em desenvolvimento sujeita a criar contínuas oportunidades de fusões e aquisições (Leal, Almeida e Bortolon, 2013) e uma vez que em eventos de fusões e aquisições são modificadas variáveis estruturais de mercado como poder de barganha da empresa com compradores e fornecedores, retornos dos acionistas, competitividade dos concorrentes, grau de facilidade para novos entrantes e preços praticados para os consumidores. No que diz respeito aos estudos na América Latina, que possuem economias parecidas com a brasileira, pesquisas mais recentes avaliaram o impacto das F&A no PIB de cada país, como em Alarco (2018), na identificação das ondas de F&A no Brasil, Argentina, México, Chile, Colômbia e Peru; E em Cortés, Agudelo, & Mongrut (2017) com estudos sobre a associação da performance das ações das empresas e como isso afeta o interesse para participar de eventos de F&A. Por fim, Romero & Fajardo (2017), mostraram como a performance das F&A na América Latina também podem ser parecidos com o da realidade brasileira.

Além disso a literatura sobre as F&A ainda é inconclusiva no que diz respeito à geração de valor (Bergmann *et al*, 2015) e mesmo quando analisadas do ponto de vista da estratégia empresarial, visto que, quando entendida como um movimento de mudança na estrutura de competitividade de determinado mercado, se apresenta como uma ferramenta oportuna uma vez que os concorrentes dificilmente conseguiriam gerar uma reação rápida e eficiente quando se

¹ *Federal Trade Commission (FTC)* é a agência independente dos EUA de defesa da concorrência, equivalente no Brasil ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

deparassem com um evento de F&A ocorrendo em seu setor. Diante disto, em um cenário de poucos estudos do impacto de F&A nos concorrentes, um trabalho desta natureza se mostra oportuno.

1.1 Problema de Pesquisa

Visto o caráter cíclico que as F&A possuem e todo o impacto existente intra-setor, persiste a relevância de abordagens por parte da academia no que tange aos impactos das F&A nas empresas concorrentes. Assim, a questão levantada no respectivo trabalho é:

As fusões e aquisições geram valor para as empresas concorrentes listadas em bolsa?

A partir dessa problemática, o seguinte objetivo geral foi definido juntamente com as seguintes definições operacionais:

Identificar criação ou destruição de valor para as empresas concorrentes listadas em bolsa quando a ocorrência de eventos de fusão e aquisição no Brasil.

Definições operacionais:

Criação ou destruição de valor: definido como sendo os retornos anormais do valor das ações das empresas concorrentes listadas em bolsa. Criação quando o retorno for positivo e destruição quando contrário.

Empresas concorrentes listadas em bolsa: empresas de capital aberto listadas ou que tenham sido listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. São as empresas que estão em setores que se caracterizam pela não existência de monopólios e que possuam mais de uma empresa concorrente listada. Para o efeito desta definição, consideram-se os seguintes setores: Bancário, Telecomunicações, Educação, Papel e Celulose e Construção.

Eventos de fusão e aquisição: combinações entre duas empresas ou a compra de uma empresa por outra do mesmo setor e que atuem no mesmo país.

1.2 Objetivos de Pesquisa

Tendo em vista a contextualização, o problema e objetivo geral elaborados anteriormente além de toda a revisão da literatura e metodologia tratada nos próximos capítulos, aponta-se os seguintes **objetivos específicos de pesquisa**:

- 1) Verificar a existência de retorno anormal nas ações das empresas concorrentes quando a ocorrência de anúncios de eventos de F&A.
- 2) Identificar se há diferenças na magnitude do valor do negócio sobre os resultados dos retornos anormais das empresas.
- 3) Explorar as possíveis variáveis responsáveis pela determinação dos retornos anormais acumulados.
- 4) Verificar se existe retorno anormal nas ações de empresas listadas em bolsa, de setores competitivos, quando a ocorrência de anúncios de eventos de F&A.

1.3 Hipóteses da Pesquisa

Com base em cada um dos objetivos específicos elencados acima, as seguintes hipóteses são estabelecidas:

H1a: As F&A afetam positivamente o preço das ações das outras empresas do mesmo setor.

ou

H1b: As F&A afetam negativamente o preço das ações das outras empresas do mesmo setor.

A construção desta hipótese advém dos achados de Fee & Thomas (2004) e Shahrur (2005) que encontraram evidências internacionais de valoração do preço das ações das empresas concorrentes quando a ocorrência de eventos de F&A. Diversas hipóteses justificam a média dos retornos anormais acumulados serem positivas, dentre elas está a hipótese de que quando ocorre um evento de F&A, pode ocorrer uma sinalização para o mercado do aumento da probabilidade de ocorrência de futuros outros eventos, sucessivos, dentro daquele mercado ou setor. Isso aumentaria as expectativas dos investidores em relação às novas F&A, fazendo o preço das ações dos futuros possíveis alvos (concorrentes) aumentarem. Outro motivo para a

valorização é devido à redução da concorrência visto à retirada de um concorrente do mercado, ou seja, houve a eliminação de uma ameaça no mercado que traz conforto aos investidores, fazendo assim, aumentar o valor de mercado dos concorrentes. A empresa envolvida na F&A pode, também, estar abrindo espaço para o crescimento dos concorrentes devido ao gasto e concentração de esforços para que a F&A seja efetivada, ou seja, ela aumenta seu foco interno em detrimento da atenção para o seu mercado, possibilitando investidas dos concorrentes.

Para a hipótese alternativa, os trabalhos de Clougherty & Duso (2011) e Mentz, Meinshausen & Schiereck (2014) não encontraram evidências fortes de efeito positivo no preço das ações das empresas concorrentes, como observado por Fee (2004) e Shahrur (2005). No primeiro, cerca de metade perderam valor de mercado por causa da aquisição enquanto no segundo, analisando o setor automobilístico nos EUA, encontraram efeito negativo (desvalorização) sobre o preço das ações das empresas concorrentes.

H2: Há diferenças na significância, ou no sinal ou na magnitude dos retornos anormais acumulados (CAR) para diferentes níveis de valor do negócio.

A hipótese foi construída com base em uma literatura discordante a respeito do que seriam valores do negócio não triviais, ou seja, que de fato sejam relevantes para a economia ou para o setor. Nos estudos sobre F&A, diversos autores definiram os valores do negócio para que os eventos sejam classificados como eventos não-triviais, como Li, Chen & Murong (2017) que trabalharam com eventos cujos valores do negócio eram superiores a U\$ 0.5 milhões ou como Gao (2017) que recomendou limites de valores do negócio superiores a U\$ 10 milhões para análise, ou Mentz & Schiereck (2008) que definiram o ponto de corte amostral para os eventos superiores a U\$ 50 milhões e Kim (2018) que analisou eventos de valores do negócio mínimo de U\$ 20 milhões. Visto isto, tal hipótese se mostra pertinente.

H3: Os retornos anormais acumulados (CARs) estão correlacionados ao comportamento de variáveis macroeconômicas e de desempenho corporativo.

Devido a teoria inconclusiva com relação ao efeito dos eventos de F&A sobre as empresas concorrentes, visto que os estudos ainda não conseguiram determinar qual o período ideal de análise para confirmar se o efeito é positivo ou negativo, levanta-se a hipótese de que os sinais dos retornos anormais acumulados (CAR) estariam relacionados a condições macroeconômicas e/ou do desempenho empresarial, assim como mostraram Camargos &

Barbosa (2009); Gugler & Szucs (2016); Okoeguale & Loveland (2017) e Souza & Gartner (2019). Tal hipótese objetiva entender se o valor dos CARs ao longo do tempo acompanhou a volatilidade de alguma variável econômica ou relativa ao desempenho corporativo.

H4a: As F&A impactam positivamente o preço das ações das empresas de mercados competitivos da Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

ou

H4b: As F&A impactam negativamente o preço das ações das empresas de mercados competitivos da Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

A hipótese é construída sobre o pressuposto de que os eventos de F&A não só afetariam as empresas concorrentes do mesmo setor, mas também afetariam de forma cruzada todas as empresas da bolsa que estão em mercados competitivos como definido no item 1.1. Tal hipótese se sustenta uma vez que diversos autores aprofundam a cada dia suas teorias acerca dos efeitos comportamentais do indivíduo sobre o mercado de capitais como em Rhodes-Kropf & Viswanathan (2004) e Péli & Schenk (2015), desconstruindo as teorias estruturadas sob o guarda-chuva da hipótese dos mercados eficientes. Isto abre margem para o questionamento de que os retornos anormais poderiam ser explicados, em sua grande parte, pelos diferentes vieses comportamentais dos indivíduos em detrimento às hipóteses referentes ao desempenho das companhias e do funcionamento do mercado. Assim, surge o questionamento se as F&A não só afetariam as empresas concorrentes, como também várias outras empresas da Bolsa de valores de mercados competitivos.

1.4 Justificativa

No âmbito internacional, foram encontradas evidências de que os eventos de F&A valoram o preço das ações dos concorrentes (FEE, 2004) porém também é possível encontrar resultados que contradizem essa teoria, como em Mentz & Schiereck (2008) e Mentz *et al* (2014).

Entretanto, a dinâmica dos mercados emergentes, como o brasileiro, se difere significativamente dos mercados desenvolvidos, não sendo recomendável, portanto, a replicação das conclusões dos estudos realizados nos mercados desenvolvidos para o caso brasileiro.

Além disso, as inconstâncias dos resultados dos estudos realizados no Brasil semeiam a necessidade da continuação das discussões a respeito dos efeitos que as fusões e aquisições possuem sobre o mercado de capitais local. Leal, Almeida & Bortolon (2013) concluíram que o tema de F&A é pouco estudado devido ao fato das limitações de acesso aos dados e do mercado de capitais brasileiro ser pouco desenvolvido. Essa deficiência no volume de estudos sobre o mercado brasileiro ainda é mais agravante quando analisado sob aspecto estrito do número de estudos sobre o efeito nos concorrentes, que é ainda menor.

Adicionalmente, para as agências antitruste, como o conselho administrativo de defesa econômica (CADE), a informação a respeito da criação e destruição de valor para as empresas listadas em bolsa é de grande valor como forma de entender possíveis efeitos que aprovações de fusões e aquisições no Brasil poderiam causar nas empresas concorrentes, assim como mostraram Filson, Olfati & Radoniqi (2015).

Isto posto, o presente trabalho está estruturado buscando revisar a literatura pertinente ao tema, para posteriormente avaliar os dados de fusões e aquisições que ocorreram no Brasil no período de 2003 a 2017. Conseqüentemente, serão apresentados e discutidos os resultados e ao final será apresentada as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico busca-se apresentar de forma objetiva as ideias que permeiam as hipóteses deste estudo, bem como a formação da teoria e seus impasses acadêmicos.

2.1 Estruturas de Mercado

Diversas teorias buscam analisar o tema de competição nos mercados, aplicando-se ao cenário de fusões e aquisições e seus efeitos para a competição e as estruturas de mercado. Newfarmer (1979) descreveu as F&A como uma forma de comportamento que pode afetar uma estrutura de mercado. Para o autor, as imperfeições de mercado escancaram as deficiências econômicas e tecnológicas das empresas mais fracas, abrindo espaço para as F&A. Dentro deste contexto, os modelos econômicos de competição ou concorrência monopolística e o modelo de oligopólio foram notoriamente testados e aperfeiçoados.

O modelo de competição monopolística foi desenvolvido por Edward Chamberlin em 1933, nele a proposição é a da existência de um monopólio relativo, onde não existem barreiras de entrada, ou seja, as empresas podem participar livremente, endereçando o conceito de competição ao modelo; todavia as empresas participantes possuem produtos ou marca diferenciados entre si, isto é, produtos similares entre si, porém com características próprias, remetendo à ideia de monopólio. Em um modelo de competição monopolística os produtos são altamente substituíveis, o que não significa que são substitutos perfeitos (Chamberlin, 1933).

Dentre os exemplos que podem ser dados de aplicações deste modelo e sua contribuição para a academia está o trabalho de Polemis (2014) que evidenciou um regime de competição monopolística no setor bancário na Europa no pós crise financeira. O autor mostrou como esta estrutura de mercado se revelou robusta frente a dois importantes choques: a união monetária e a crise financeira mundial de 2008. Mais recentemente, Ortiz-Ospina (2017) testou o modelo de competição monopolística no setor de educação. O autor estudou como esse modelo se comporta no mercado de colégios particulares, em que os alunos são selecionados com base em suas habilidades e competências. No estudo, o autor descreve as diferentes configurações que tal mecanismo possui assim como seus efeitos sobre as taxas cobradas pelas empresas participantes.

Outro setor descrito como pertencente ao da estrutura de competição monopolística é o setor bancário. Estudos como os de Bergman *et al* (2015), Vardar, Aydogan & Seven (2014) e Tabak, Fazio & Cajueiro (2012) avaliaram os eventos de fusões e aquisições para o setor bancário definindo a estrutura de competição monopolística como sendo a preponderante em seus respectivos países de análise: Brasil, Turquia e EUA.

Outra estrutura de mercado bastante comum é a do oligopólio. Neste tipo de concorrência imperfeita, um grupo de poucas empresas dividem o mercado, com produtos diferenciados ou não; assim, nessa estrutura, o comportamento de um agente acaba influenciando no comportamento dos demais (Chesnais,1996). Uma das principais externalidades dos oligopólios são as barreiras naturais de entrada, que dificultam a participação de novos *players* em simultaneidade a possíveis grandes lucros no longo prazo.

Umas das teorias pioneiras sobre oligopólio, conhecida como modelo de Cournot diz, em uma de suas formas, que o número de firmas seria inversamente proporcional ao poder de mercado, sendo assim, quanto maior o número de firmas competindo maior o *market share* e menor o poder de mercado de cada firma individual (Church & Ware, 2000). No modelo de Cournot as empresas produzem produtos homogêneos sendo fixo o seu nível de produção e o de sua concorrente (Qin & Stuart, 1997).

O modelo de oligopólio tradicionalmente aparece na literatura de fusões e aquisições como em Mattoo (2001), Li, Chen & Murong (2017), Mesa-Sanchez (2017) e Naya (2017). Em Lommerud & Sørsgard (1997) por exemplo, em estruturas de oligopólio de Cournot onde ocorrem eventos de F&A, o mesmo só será lucrativo caso haja economias de escala com a fusão.

Adicionalmente, no modelo de oligopólio de Bertrand, as empresas definem seus preços para posteriormente os consumidores decidirem a qual preço comprar. Assim, há a possibilidade da existência de conluíus entre os participantes. Em Bertrand, ao contrário do modelo de Cournot, a quantidade produzida pode variar. Os setores de telecomunicações, siderurgia e o de papel e celulose são setores considerados dentro da estrutura de um oligopólio.

2.2 Eficiência de Mercado e Criação de Valor

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) surgiu no trabalho de Fama (1970) e defende que o preço dos ativos negociados refletem as informações disponíveis sobre os mesmos, sem exceções. É sobre esse pressuposto que as principais práticas e teorias de precificação se sustentam.

No lado do indivíduo, a HME pressupõe que os mesmos são racionais e tomam as decisões sobre os ativos de forma racional e com base em todas as informações disponíveis. O contra-argumento, o da existência de irracionalidade, seria mitigado pela aleatoriedade, eliminando qualquer efeito que tal irracionalidade produzisse nos preços. Mesmo que a quantidade de indivíduos irracionais fosse significativamente grande, a hipótese considera que haverá para tal a presença de arbitradores que trariam o equilíbrio.

Brealey, Myers & Allen (2013) descrevem três níveis de eficiência de mercado:

- Os preços são um reflexo da sua própria movimentação histórica; tal correlação temporal é tida como fraca visto que dificilmente ganhos anormais seriam possíveis caso as séries históricas previsse o comportamento futuro dos títulos, pois assim, todos os investidores poderiam se utilizar de tal informação.
- No segundo nível, além das informações passadas, a informação pública é adicionada como parâmetro explicativo do preço dos títulos. Entende-se como informação pública os relatórios emitidos pelas empresas, a captação de recursos e o anúncio de fusões ou aquisições, por exemplo. Esse nível é classificado como sendo semiforte.
- Por fim, a forma completa da HME diz que os preços refletem todas as informações disponíveis referentes ao mercado e à própria empresa. Nessa forma, forte, retornos anormais poderiam ocorrer, porém não de forma consistente e periódica, uma vez que o próprio mercado se ajustaria.

A relevância da discussão a respeito da criação de valor em F&A advém não só do fato dos fatores limitadores da HME como também dos resultados contraditórios encontrados em diversas pesquisas (Devos, Kadapakkam & Krishnamurthy, 2009). A criação de valor em F&A seria resultado de oportunidades geradas devido a existência de assimetria de informação nos

mercados, possibilitando a escolha das melhores alternativas por parte dos compradores, como mostraram Kang & Kim (2008). Com isso, os pressupostos da HME se fragilizam, abrindo margem para discussões alternativas, principalmente no campo das finanças comportamentais.

2.3 F&A Horizontais e seus Stakeholders

Em fusões e aquisições horizontais, aquelas que ocorrem entre empresas com produtos semelhantes no mesmo setor e muitas vezes concorrentes, o efeito da fusão tende a ser positivo para as empresas participantes através da redução de custos uma vez que uma empresa maior é criada elevando seu poder de barganha frente aos seus fornecedores no médio e longo prazo (Snyder, 1996). Nos principais estudos sobre o tema, os stakeholders que tiveram seus impactos avaliados foram os consumidores, como em Fee & Thomas (2004) e os fornecedores como em Fee & Thomas (2004) e Suzuki (2009).

Tombak (2002) analisa que as fusões horizontais entre firmas com estrutura de custos diferentes podem elevar a eficiência do setor uma vez que os gestores das empresas adquirentes podem realizar transferências de tecnologia para a adquirida, isso geraria como resultado, além dos ganhos de eficiência a elevação do poder de mercado. Ainda segundo o autor, as fusões nesse caso levariam a uma consolidação do setor e a uma redução do bem-estar.

Zilber & Piekny (2005) mostram que fusões horizontais podem trazer benefícios para a empresa adquirente. Os autores, avaliando os efeitos sobre a expansão do portfólio de produtos, encontraram evidências que o uso de F&A é uma das estratégias eficazes adotadas pelas empresas quando necessitam ampliar seus mercados.

Efeitos de curto prazo também são visíveis. O anúncio de uma F&A possui efeito positivo na avaliação do mercado para as empresas participantes (Bruner, 2002). Entretanto, essa teoria seria melhor aplicada em países com economia madura com níveis de competitividade mais elevados. Em países com economia pouco madura, as empresas adquirentes teriam perdas de valor no período do anúncio da aquisição, devido ao pagamento de menor prêmio pela aquisição (Alexandris, Petmezas & Travlos, 2010).

No que se refere aos efeitos para os consumidores, o estudo de Fee & Thomas (2004) não revelou evidências de que os consumidores eram impactados negativamente pelo anúncio da F&A. Para os autores, tal resultado se mostra inconsistente com a hipótese de que, no oligopólio, as empresas tendem a realizar um alinhamento no sentido de manter os preços ou as quantidades produzidas de forma sinérgica, como mostrado no item 2.1 anteriormente. As hipóteses de Fee & Thomas (2004) foram construídas com base nos trabalhos pioneiros de Eckbo (1983) que argumenta que o efeito das F&A sobre os consumidores seriam negativos caso o efeito sobre os rivais fossem positivos. Tal teoria advém da ideia de que F&A anticompetitivas seriam externalizadas no aumento do valor de mercado das empresas rivais em detrimento aos preços praticados aos consumidores. O argumento dos autores para tal resultado é o de que possivelmente as agências de defesa econômica seriam eficazes em seu trabalho de barrar as operações de F&A anticompetitivas.

Shahrur (2005) revelou que para os consumidores o efeito negativo viria dos elevados preços que poderiam ser impostos a eles devido à elevação do poder de mercado da nova empresa e que, se em oligopólio, poderia levar as empresas rivais a adotarem as mesmas práticas, prejudicando assim os consumidores.

Adicionalmente, estudos realizados no setor aéreo mostraram a elevação dos preços das passagens para os clientes em rotas que houveram redução do número de operadores devido a uma F&A (Kwoka & Shumilkina, 2010; LE, 2016).

Para os fornecedores destacam-se os trabalhos de Fee & Thomas (2004) e de Shahrur (2005). Para os primeiros, a nível da firma, os efeitos das F&A seriam negativos em -0,30% no período de anúncio da F&A visto a expectativa da elevação do poder de barganha da nova empresa resultante da F&A. Tal resultado advém do fato de que os fornecedores, no período de anúncio da F&A, ajustariam seus fluxos de caixa na expectativa de obterem menores receitas futuras. Entretanto, essa hipótese só é válida para o primeiro ano após o evento, tendo como justificativa que no longo prazo o mercado espera que esse poder de barganha se dilua devido ao menor número de empresas no setor, assim a demanda por fornecedores se reduziria, uma vez que apenas aquele com capacidade para atender em escala a preços baixos conseguiria se manter na nova estrutura formada no setor.

No mesmo sentido, Shahrur (2005) encontrou que os efeitos para os fornecedores são negativos na ocorrência de anúncios de F&A. entretanto, o autor relata que tal resultado é significativo quando a F&A confirma a hipótese de que a elevação da concentração de mercado

e por consequência do aumento de poder de barganha da nova empresa principalmente em setores mais concentrados.

Em F&A horizontais o tamanho do *market share* de cada empresa é bastante relevante uma vez que o resultado advindo da F&A implicará em uma nova distribuição de poder de mercado, sendo, que se duas empresas com elevados *market shares* se unem, isso provocaria uma alta concentração de poder sobre os fornecedores, rivais e clientes (Fee & Thomas, 2004).

Visto a ênfase que o respectivo estudo está pondo nos efeitos das F&A sobre os rivais, entende-se como sendo merecido um capítulo à parte para tratar dos estudos já realizados sob este espectro.

2.4 Concorrentes

Os primeiros estudos relevantes a respeito do impacto que os eventos de F&A têm nas empresas rivais advém do trabalho de Eckbo (1983). O autor tinha por intenção testar se quando ocorre uma aquisição de uma empresa por sua concorrente no setor de manufatura e mineração, haveria o aumento nos retornos anormais das outras rivais visto a confirmação, em teoria, da hipótese de elevação de concentração de mercado, o que poderia, entre outras consequências, aumentar a probabilidade de haver sinergias na determinação dos preços e/ou quantidades produzidas pelas empresas no oligopólio ou até mesmo a possibilidade da formação de conluios. Os achados de Eckbo (1983) confirmam um efeito positivo de 2,45% sobre o valor das ações dos rivais no entorno da data de anúncio da F&A. Entretanto, o autor não confirma que a causa de tal efeito positivo seja devido à hipótese de elevação da concentração de mercado, visto que quando testada a amostra de eventos que foram contestados pelo FTC, o efeito continuou a ser positivo, o que ia em desacordo com a hipótese de que em F&A contestadas o efeito sobre a concorrência seria negativo devido ao receio por parte de que os concorrentes não mais se beneficiariam dos ganhos do oligopólio.

Visto as limitações dos estudos de Eckbo (1983), Song & Walkling (2000) tenta explicar que na verdade o que explicaria o efeito positivo não seria a elevação da concentração de mercado e sim o efeito de sinalização relativo ao aumento da probabilidade de aquisição dos rivais no futuro, ou seja, para os autores o mercado entende que há mais chances de as firmas rivais serem adquiridas e então elas passam a serem mais valorizadas, o que vem refletido na elevação do preço de suas ações independentemente do formato e do resultado da F&A.

Posteriormente, Akhigbe, Borde & Whyte (2000) buscaram testar, assim como Song & Walkling (2000), se a hipótese de probabilidade de aquisição (sinalização) se confirma e se são condicionadas a alguma característica. As hipóteses dos autores são confirmadas e os mesmos também evidenciam uma relação inversa entre os retornos anormais para os rivais e o tamanho dos possíveis novos *targets* (atuais concorrentes), à possibilidade da existência de *bidders* competitivos e aos efeitos da existência de rígidos mecanismos regulatórios e/ou de defesa da concorrência.

Em um estudo posterior, Akhigbe & Madura (2001) avançam na teoria de que a hipótese de sinalização seria a responsável pelos retornos positivos nos rivais. Ao estudarem o setor de seguros os autores além de confirmarem efeitos positivos possivelmente devido à sinalização, também encontram que a magnitude do sinal seria condicionada pela estrutura de mercado do setor, através das variáveis de tipo das firmas, tamanho e localização das mesmas.

Adicionalmente, Fee & Thomas (2004) desenvolvem trabalho na mesma linha dos outros autores e entre outras coisas, revelam a dificuldade de se conseguir obter resultados confiáveis para os rivais quando os mesmos atuam em diferentes linhas de negócio. Isso acarretaria que os eventos de F&A afetariam apenas “parte” da empresa, o que seria de elevada dificuldade de se auferir. Nos trabalhos dos autores foi revelado que as empresas concorrentes possuíam retornos positivos no período do anúncio da F&A, o que seria um reflexo das expectativas de ganhos de eficiência ou vantagem competitiva, em que as rivais se beneficiam devido a aprendizados que a F&A geraram para todo o setor, ou da hipótese de probabilidade de aquisição (sinalização), isto é, as empresas concorrentes se valorizam devido às expectativas do mercado de que elas também sejam adquiridas. As evidências de Fee & Thomas (2004) vão em detrimento à hipótese de concentração de mercado (colusão).

Shahrur (2005) esclarece que a hipótese de ganhos de eficiência pós F&A prevê uma relação positiva entre o nível de concentração do setor e os retornos anormais positivos tanto para as empresas participantes quanto para as rivais. O autor ainda encontrou evidências de que em mercados concentrados, a competição estrangeira intensificaria a competitividade, amenizando os ganhos das empresas adquirentes em favor das empresas concorrentes. Os resultados de Shahrur (2005) vão em encontro aos dos autores anteriores, com a novidade de que para a sua amostra a motivação para a realização da F&A se origina em possíveis ganhos de eficiência e vantagem competitiva esperado pelos concorrentes devido à consolidação do setor.

Em contradição aos achados de Akhigbe, Borde & Whyte (2000), Eckbo (1983), Fee & Thomas (2004), Shahrur (2005) e Song & Walkling (2000), o trabalho mais recente de Gaur, Malhotra & Zhu (2013) testa e refuta todas as hipóteses de que os efeitos positivos para os concorrentes seriam originados devido a sinalização de aquisição futura ou até mesmo pelos ganhos de eficiência no setor. Diferentemente dos outros autores, que utilizam amostra, em sua maioria, de empresas e eventos nos EUA, Gaur, Malhotra & Zhu (2013) utilizam uma amostra de empresas chinesas e postula uma nova hipótese para explicar os efeitos positivos sobre os concorrentes também encontrados: a hipótese de probabilidade de crescimento. Os autores encontram evidências de que o que explicaria os retornos anormais positivos para os rivais seria de que os investidores estariam enxergando que o setor do adquirente estaria ou iniciaria uma fase de franco crescimento e que a F&A evidenciaria isso.

Explicações adicionais também podem ser buscadas por exemplo em Uhlenbruck *et al* (2017) que defendem que a reação dos rivais frente a eventos de F&A no setor possui grande dependência com o grau de correlação existente entre o portfólio de negócios da empresa rival e o da empresa adquirente em complemento com o que é dito em Fee & Thomas (2004). Assim, o nível e a capacidade de resposta das empresas rivais frente a uma F&A seriam fator fundamental na manutenção dos efeitos positivos que uma F&A possa ter trago a ela.

Várias são as formas que tais respostas podem ser externalizadas pelos concorrentes e assim também observadas pelos investidores. Uma das possíveis estratégias é que as firmas rivais aumentariam seus esforços no investimento em inovação, buscando ultrapassar as empresas envolvidas na F&A, que poderiam, devido à concentração da atenção da empresa adquirente à operação de F&A, estar abrindo espaço para que as rivais saiam na frente e conquistem mais espaço no mercado (Filson, Olfati & Radoniqi, 2015; Valentini, 2016).

Os efeitos positivos descritos pelos trabalhos citados demonstram que a teoria do oligopólio somada a uma expectativa de aquecimento de mercado explicam, mesmo que parcialmente, os retornos anormais positivos para os concorrentes. A eliminação de uma possível ameaça (concorrente) por meio de F&A e paralelamente a maior probabilidade da existência de haver uma onda de F&A gera nos investidores o sentimento de otimismo refletido na valorização das ações não só das empresas concorrentes, como também de todo o mercado. Entretanto, o trabalho de Bernyle & Lyandres (2018) revelou a relação negativa entre os ganhos de eficiência que a F&A pode gerar para as empresas envolvidas e o impacto nos seus concorrentes. Para os autores, quando a F&A acarreta em maiores ganhos de eficiência (custo)

para a empresa envolvida na F&A, isso gera menores retornos anormais para os concorrentes, visto o aumento do poder de barganha para a empresa resultante da fusão.

De forma análoga, possíveis retorno negativos às empresas não envolvidas nos eventos de F&A seriam o reflexo da percepção dos investidores de que haverá uma quebra de sinergia no mercado, ou seja, uma maior concentração que aumentará o poder de barganha das empresas envolvidas na F&A frente aos fornecedores, implicando no aumento do custo para as concorrentes, assim como também visto em Mentz *et al* (2014).

Outro fato relevante e na literatura de concorrentes em no contexto de F&A diz respeito ao papel das agências antitrustes. As mesmas são responsáveis por tentar barrar parte das ineficiências e externalidades negativas geradas por F&A e assim prezar pela competição nos mercados. Em teoria, elas deveriam agir em prol de impedir F&A prejudiciais à concorrência, o que explicaria, caso a teoria se confirme em todos os casos, o porquê que os retornos das empresas rivais constantemente são positivos. Uma vez que as agências cumpram o seu dever, não se espera que nenhuma F&A seja prejudicial às rivais, reduzindo as possibilidades para que o efeito seja neutro ou positivo, como já relatado anteriormente. Em pesquisa realizada nos Estados Unidos, Gao, Peng e Strong (2017) mostraram que o efeito das ações antitruste dessas agências é de fato benéficos para as empresas concorrentes, entretanto o mesmo efeito não seria visto para os consumidores.

2.5 F&A e países emergentes

A escassa literatura existente no Brasil e em países emergentes como um todo é pouco conclusiva a respeito dos efeitos das F&A sobre as estruturas de mercado de cada país (Chalencon *et al*, 2017).

Chortareas, Garza-Garcia, & Girardone (2011) estudaram a consolidação bancária ocorrida na América Latina nos anos 90 e seus efeitos para as F&A. Os autores testaram a hipótese de poder de mercado (concentração de mercado) e a de ganhos de eficiência entre 1997 a 2005. Os autores buscavam entender se sob qual hipótese se justificava os elevados lucros auferidos pelo setor no período e sua correlação com a consolidação do setor devido à onda de M&A. Não encontraram evidência para a hipótese de poder de mercado, todavia os resultados mostraram que os ganhos de eficiência (ganhos de escala) poderiam estatisticamente justificar a elevada lucratividade, sendo tal efeito mais robusto no Brasil, Argentina e Chile.

Goddard, Molyneu, & Zhou (2012) também se empenharam em entender os efeitos das F&A nos países emergentes. Trabalhando com um período mais recente (1998-2009) e com foco nos efeitos das F&A nas empresas diretamente envolvidas (adquirente e *target*) os resultados dos autores indicam que para a Ásia e a América Latina, os efeitos das F&A sobre o adquirente seriam nulos no contexto dos retornos anormais acumulados (CAR) no período de anúncio da F&A, diferentemente dos resultados encontrados nos países desenvolvidos como já relatado anteriormente. Para os *targets* haveria criação de valor, o que vai de encontro à literatura já existente que investigou os países desenvolvidos.

Cortés, Agudelo & Mongrut (2017) recentemente descreveram as ondas de F&A que ocorreram na América Latina para dois períodos diferentes. A primeira entre 1995 a 2002 e a segunda entre 2003 e 2010, indo de acordo com o que foi identificando para o resto do mundo.

Em um segundo trabalho, Cortés *et al* (2017) estudaram como a produtividade do setor dentro de determinado país membro da OECD afeta as aquisições de empresas na América Latina por empresas da OECD. Assim, existiria uma relação positiva entre o nível de produtividade dos países da OECD e as ondas de F&A na América Latina.

A literatura sobre F&A, especificamente, no Brasil não é muito extensa, porém abarca diferentes frentes de investigação.

Camargos & Barbosa (2009) por exemplo, investigaram a criação de sinergias operacionais em eventos de F&A no Brasil entre 1996 e 2004 e confirmaram que além da existência de sinergias, também há a criação de riqueza para os acionistas das empresas envolvidas na F&A.

Rosenberg, Fonseca & Ávila (2010) estudando a indústria farmacêutica encontrou resultados diferentes dos que evidenciados a nível mundial a respeito da relevância das F&A para a estrutura de mercado do setor. Diferentemente com o que ocorre em outros países, no Brasil as F&A deste setor pouco contribuem para a elevação da concentração desta indústria, revelando serem pouco importantes os seus efeitos.

Siqueira & Castro Júnior (2010) por outro lado, estudaram os efeitos das F&A na agroindústria, que de acordo com eles seriam um setor pulverizado e com muitas empresas pequenas. Para os autores, neste setor o processo de F&A tende a se intensificar devido a possibilidade de consolidação que tal setor oferece.

Dentre as pesquisas recentemente desenvolvidas estão a de Sales & Zanini (2017) que avaliaram os motivos para os fracassos em F&A no Brasil sob a visão dos negociadores e mostraram que dentre os possíveis motivos estão: (i) falta de informação ou preparação; (ii) falhas no processo de *due diligence*; (iii) práticas de governança questionáveis e (iv) excesso de autoconfiança.

No país, o setor financeiro foi o responsável por grande parte das primeiras F&A e possui um papel importante nesse mercado. Entretanto, os eventos de F&A ocorridos nesse setor não teve influência no retorno aos acionistas entre 1997 e 2003 (Brito *et al*, 2005). A mesma teoria foi confirmada por Camargos & Barbosa (2006) ao avaliarem o efeito dos F&A das empresas de capital aberto no Brasil.

Especificamente, Bergmann *et al* (2015) avaliaram a criação ou não de valor ao acionista de empresas do setor bancário brasileiro e não conseguiram encontrar respostas contundentes a respeito do porquê a alta alternância de retornos positivos e negativos no setor. Para os autores, tais resultados indicam uma consolidação deste mercado reduzindo a competitividade.

Souza e Gartner (2019) analisaram a relação entre os eventos de F&A no setor bancário e o aquecimento do mercado. Os autores buscaram entender o comportamento dos retornos anormais quando a ocorrência de ondas de F&A decorridas do aquecimento do mercado. Os autores encontraram efeito positivo para os concorrentes no Brasil decorrentes do efeito da hipótese de probabilidade de aquisição, pois, visto um mercado aquecido, a probabilidade de o concorrente ser adquirido aumenta, sendo refletido nos preços de mercado as ações do concorrente.

No que se refere à avaliação do impacto das F&A nos concorrentes, Romano & Almeida (2015) avaliaram o impacto da fusão de duas empresas do setor alimentício sobre uma terceira, concorrente, através de um estudo de eventos e constatou que houve retornos positivos para a rival.

Visto isso, a metodologia proposta abaixo visa possibilitar a responder as hipóteses do presente trabalho e assim contribuir para a construção e discussão das teorias de F&A e seus efeitos concorrenciais na América Latina.

3. METODOLOGIA

3.1 Fontes de Dados e Definição da Amostra

A proposta metodológica deste estudo é o de abranger todos os eventos de fusões e aquisições ocorridos nos setores com dados disponíveis no Brasil no período de 2003 a 2017. Assim a metodologia do estudo de eventos se mostra pertinente visto que a intenção é avaliar a existência de retornos inesperados dentro da janela do evento de anúncio da F&A assim como em Mackinlay (1997); Song & Walkling (2000); Mueller & Schiereck (2011); Ghani, Martelanc & Crescitelli (2011); Filson, Olfati & Radoniqi (2015); Romano & Almeida (2015); Bergmann *et al* (2015); Okoeguale & Loveland (2017) e Souza e Gartner (2019). Os dados dos eventos foram coletados através da base do *Securities Data Corporation (SDC)* para o Brasil, os dados das empresas listadas na bolsa são da base de dados Economatica e os dados macroeconômicos foram coletados no Ipeadata.

O critério para a escolha das empresas foram:

- i. Pertencerem aos setores bancário, educação, papel e celulose, telecomunicações e construção;

A escolha dos respectivos setores se deu devido à existência de compartilhamento de mercado entre as empresas dentro de cada setor, ou seja, foram excluídos os setores caracterizados como monopólios e/ou monopólios naturais.

- ii. Os setores deveriam possuir empresas em número suficiente e listadas em períodos suficientes (pelo menos 2 anos seguidos) para entrarem na amostra.

O critério acima foi estabelecido para que se conseguisse viabilizar o cálculo dos retornos anormais visto que há a necessidade de dois anos com a empresa listada na bolsa para obter os betas (coeficientes angulares) e assim construir a carteira proposta por Fama (1996), como será detalhado no tópico 3.2.

- iii. Para empresas com mais de um tipo de papel listado, foi escolhido o papel com maior volume de negociação.

Tabela 1 – Empresas selecionadas para a amostra

Bancos	Construção	Educação	Papel e Celulose	Telecomunicações	
ITUB4 - Itau	CYRE3 - Cyrela	VIVR3 - Viver Incorporadora	ESTC3 - Estacio	RPSA4 - Ripasa	VIVO4 - Vivo
BBDC4 - Bradesco	RSID3 - Rossi Residencial	EZTC3 - Ez Tech Empreendimentos	KROT3 - Kroton	VCPA4 - Votorantin	TIMP3 - TIM
BBAS3 - Banco do Brasil	GFSA3 - Gafisa	EVEN3 - Even 3	SEER3 - Ser Educacional	ARCZ6 - Aracruz	TMCP4 - Telemig
SANB4 - Santander	CPNY3 - Company	AGIN3 - Agra Incorp	ANIM3 - Anima Holding	SUZB5 - Suzano	TNLP3 - Telemar
PINE4 - Banco Pine	KSSA3 - Klabin Segall	MRVE3 - MRV Eng		FIBR3 - Fibria	VIVT4 - Telefonica
BAZA3 - Banco da Amazônia	BISA3 - Brookfield	JHSF3 - JHSF Part		KLBN11 - Klabin	TNCP4 - Tele Norte
BRSR6 - Banrisul	ABYA3 - Abyara	HBOR3 - Helbor			TLCP4 - Tele Leste
SULA11 - Banco SulAmerica	TCSA3 - Tecnisa	CRDE3 - CR2			TCOC4 - Tele CTR
BPAN4 - Banco Pan	RDNI3 - Rodobens Imob	TRIS3 - Trisul			OIBR4 - OI
ABCB4 - ABC Brasil	PDGR3 - PDG	DIRR3 - Direcional Eng			BRTP4 - Brasil Telecom
SANB11 - Santander	CCIM3 - Camargo Correa				CRTP5 - Celular CRT part
					GVTT3 - GVT Holding
					ATOM3 - Atom Part

A tabela acima lista as empresas escolhidas para a amostra. No setor de bancos foram 10 instituições que atendiam aos critérios estabelecidos. O Santander aparece listado duas vezes pois no período considerado (2003-2017) houve variação no papel mais negociado, sendo assim, em parte do período foi considerado o *ticker* das ações ordinárias e a partir de 2012 as *units* listadas possuíam maior volume de negociação. O setor de construção possui 21 empresas listadas, tendo como característica o papel das ações ordinárias como o de maior volume de negociação em todas elas. O setor de educação é representado por 4 empresas enquanto o setor de Papel e Celulose possui 6 empresas na amostra. O setor de telecomunicações possui 13 empresas na amostra.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da Economatica.

Paralelamente, o critério para a escolha dos eventos a serem analisados foram os seguintes:

- i. Foram escolhidos apenas eventos ocorridos no Brasil entre 2003 e 2017 e dentro de um mesmo setor;

Os eventos *cross-border* (F&A entre empresas de diferentes países) e *cross-sector* (F&A entre empresas de diferentes setores) foram eliminados pois não atenderiam ao objetivo-geral deste trabalho suas respectivas hipóteses.
- ii. Apenas fusões e aquisições que estavam classificadas como finalizadas na base da *SDC* foram incluídas na amostra;
- iii. Os eventos foram escolhidos com base em sua data de anúncio oficial;
- iv. Apenas os eventos de aquisição de controle foram considerados (aquisições de mais de 50% da companhia adquirida).

Foram incluídos na amostra, a princípio todos os eventos independentemente do seu valor de negócio. A tabela disponível nos anexos detalha os eventos analisados.

Para cada cálculo dos retornos anormais, foi analisado e retirada a empresa envolvida com a F&A, seja na posição de *acquirer* ou de *target*, para que seus retornos não fossem contabilizados e influenciassem na amostra final.

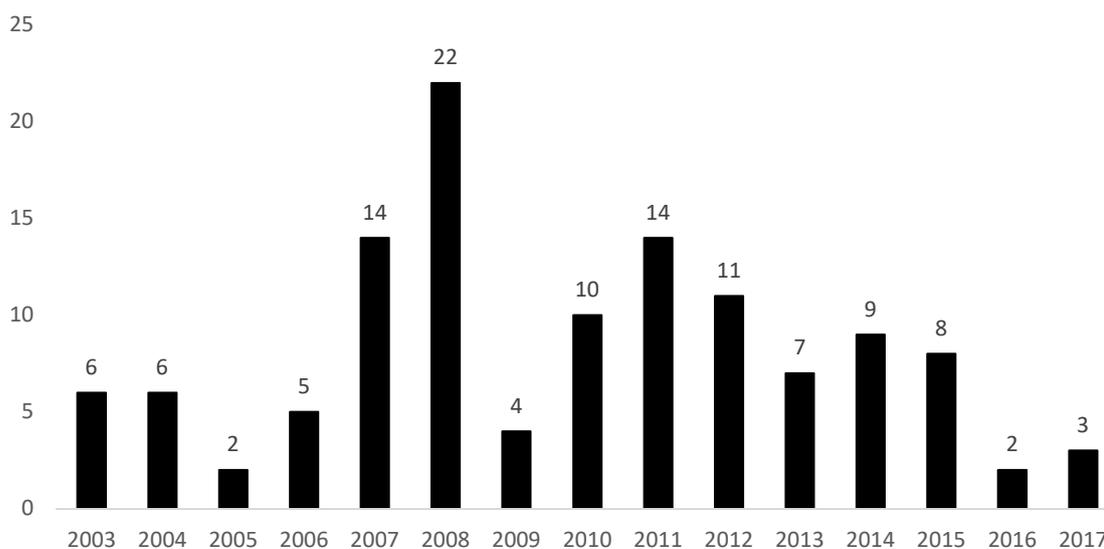
Já na análise concorrencial, para ser classificada como concorrente a empresa deveria aparecer na classificação do *North American Industry Classification System (NAICS)* como sendo do mesmo setor. Esse foi o primeiro filtro aplicado para identificar os concorrentes. Após esta etapa, foi realizada uma análise para cada caso, para certificar que de fato as empresas concorriam por um mesmo mercado, mesmo que fosse apenas em parte do mercado. O cálculo dos retornos foi realizado através do preço de fechamento ajustado das ações de todas as empresas disponíveis e as que possuíam mais do que um papel listado teve o de maior liquidez escolhido.

Os retornos anormais acumulados de cada uma das empresas foram calculados para as janelas [-1 +1], [-2 +2], [-5 +5], [-10 +10] e [-15 +15], além da própria data de anúncio (D0), relativas à data de anúncio da aquisição como feito em Filson, Olfati & Radoniqi (2015) e Souza e Gartner (2019). Essas janelas foram escolhidas com o objetivo de minimizar o efeito de curto e/ou médio prazo em relação à data de anúncio da F&A. Para as janelas mais curtas espera-se

encontrar o padrão de comportamento mais próximo do preço das ações das empresas visando eliminar quaisquer outras interferências de eventos paralelos ao do anúncio. Entretanto, visto a possibilidade da antecipação das expectativas do acontecimento de um anúncio de F&A por parte dos investidores devido a rumores, a janela anterior (10 dias e 15 dias antes do anúncio) se faz necessária. A janela longa (10 e 15 dias posteriores ao anúncio) também é relevante para capturar os efeitos da repercussão no mercado do anúncio da F&A e ver se houve algum tipo de ajustamento no preço das ações causado pelo amadurecimento pelos investidores dos efeitos futuros que a F&A causará no mercado.

A amostra inicial contava com 211 eventos de F&A e, após a aplicação dos critérios estabelecidos acima, a amostra final foi de 123 eventos de F&A como detalhado na figura abaixo.

Figura 2 – Distribuição dos eventos de F&A selecionados para a composição da amostra



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da Thomson Reuters

3.2 Definição das Variáveis

A metodologia do estudo de eventos visa analisar como se comportam os retornos de um portfólio de ativos (empresas) quando a ocorrência de um evento em comum. Assim, avalia-se o comportamento dos retornos de uma carteira de mercado durante 2 anos úteis (504 dias aproximadamente) e busca-se analisar se o evento focal (anúncio da F&A) alterou o comportamento do retorno da amostra das firmas de interesse. A partir das janelas definidas no

item 3.1 objetivou-se analisar a existência de retornos anormais para as firmas da amostra. A comprovação da existência de retornos anormais indicaria que o evento (anúncio de F&A) gerou efeito sobre os retornos das empresas da amostra (Mackinlay, 1997).

O modelo de fatores foi utilizado para estimar o comportamento dos retornos de mercado para assim ser feito o cálculo dos retornos anormais. Os dados dos fatores de risco foram extraídos da base de retornos diários do *Brazilian Center for Research in Financial Economics* (NEFIN). Os retornos anormais foram calculados com base em uma carteira de mercado como a proposta por Fama (1996), Fama & French (1993; 2015) e Filson, Olfati & Radoniqi (2015). A estimação dos retornos foi feita a partir do modelo de 3 fatores de Fama & French (1993) adicionado o fator momento de Carhart (1997) e o fator de iliquidez de Amihud (2014). Assim, um modelo de 5 fatores é apresentado para a estimação dos retornos de mercado.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \gamma_{i1}(SMB_t) + \gamma_{i2}(HML_t) + \gamma_{i3}(WML_t) + \gamma_{i4}(IML_{it}) + \varepsilon_{it}$$

R_{it} é o retorno do ativo calculado com base no preço de fechamento das ações das empresas; α_i , β_i , γ_{i1} , γ_{i2} , γ_{i3} e γ_{i4}

R_{ft} é o retorno do ativo livre de risco no dia t;

R_{mt} é o fator mercado, retorno de um portfólio de mercado no período t;

SMB_t , é o fator tamanho, é a diferenças das médias dos retornos mensais das empresas de menor (*Small*) e maior (*Big*) valor de mercado;

HML_t , é o fator valor, calculado pela diferença das médias de duas carteiras, uma com alto (*High*) *book to market ratio* e outra com baixa (*Small*) *B/M ratio*;

WML_t é o fator momento, mede a performance das ações no mercado através dos retornos diários das empresas vencedoras (*Winners*) menos o das empresas perdedoras (*Losers*).

IML_{it} é o fator de iliquidez, calculado pela diferenças das médias dos retornos de uma carteira ilíquida pela de uma carteira líquida.

A estimação da equação acima foi feita através da regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO). A partir da mensuração dos coeficientes da equação, foi possível calcular a esperança do retorno ($E(R_{it})$) do ativo para o período de cada evento. Assim, o retorno anormal (AR_{it}) foi calculado a partir da diferença do retorno observado (calculado com base no preço de fechamento do ativo menos o ativo livre de risco) menos o retorno esperado (estimado pela equação de risco descrita acima) partir de:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Assim, o retorno anormal acumulado (CAR) pôde ser calculado para as janelas [-1 +1], [-2 +2], [-5 +5], [-10 +10] e [-15 +15] além do retorno anormal calculado para a própria data do evento (D0). O CAR é o somatório dos retornos anormais para cada janela de evento escolhida.

O teste estatístico *t de Student* foi utilizado para verificar a significância dos retornos anormais acumulados (CAR) calculados. A hipótese estabelecida foi a seguinte:

$$H_0: CAR = 0;$$

e

$$H_1: CAR \neq 0$$

Para que os eventos tivessem efeito sobre os retornos dos concorrentes, a hipótese nula elencada deveria não ser aceita em favor da hipótese alternativa.

Visando atender a hipótese 3 deste estudo, foi necessário, após a estimação dos retornos anormais acumulados, a extrapolação das análises para verificar as variáveis que explicariam o comportamento dos retornos anormais acumulados em diferentes momentos dentro do período de análise.

Baseado nos trabalhos de Camargos & Barbosa (2009), Gugler & Szucs (2016), Okoeguale & Loveland (2017) e Souza & Gartner (2019) buscou-se explorar a existência de variáveis de desempenho e variáveis macroeconômicas que poderiam estar correlacionadas aos CARs das empresas da amostra em diferentes períodos de tempo. Aqui, o questionamento é se tais CARs não acompanhariam o mesmo comportamento de outras variáveis, sendo também o reflexo das mesmas, ou seja, o comportamento dos investidores em relação aos eventos de F&A poderiam ter influência no momento de mercado e/ou no desempenho da companhia em determinado período.

$$CAAR_{i,t} = \alpha_i + \beta_1(IBOV_{i,t-1}) + \beta_2(PIB_{i,t-1}) + \beta_3(ROA_{i,t-1}) + \beta_4(ROE_{i,t-1}) \\ + \beta_5(LnAT_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

Sendo que,

$CAAR_{i,t}$ é a média dos retornos anormais acumulados de todos os CARs calculados para cada evento em determinado trimestre (Mackinlay, 1997);

$IBOV_{i,t-1}$ é a volatilidade do índice Bovespa defasado em um trimestre;

$PIB_{i,t-1}$ é o produto interno bruto setorial calculado pelo IBGE. Para o setor de bancos considerou-se o PIB calculado para as atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; para o setor de papel e celulose considerou-se o PIB calculado para a indústria extrativa; para o setor de construção considerou-se o PIB da área de construção; para o setor de telecomunicações o PIB foi o da área de informação e comunicação e para o setor de educação considerou-se o PIB da área de outras atividades e serviços visto não haver um PIB calculado especificamente para o setor dentro das classes do IBGE.

$ROA_{i,t-1}$ é o retorno sobre os ativos do conjunto de empresas listadas em bolsa que compõem a amostra no trimestre anterior ao conjunto de eventos que tiveram seu CAR calculado.

$ROE_{i,t-1}$ é o retorno sobre o patrimônio líquido do conjunto de empresas listadas em bolsa que compõem a amostra no trimestre anterior ao conjunto de eventos que tiveram seu CAR calculado.

$LnAT_{i,t-1}$ é o logaritmo natural do ativo total do conjunto de empresas listadas em bolsa que compõem a amostra no trimestre anterior ao conjunto de eventos que tiveram seu CAR calculado.

Todas as variáveis são trimestrais para o cálculo do CAAR, ou seja, todos os eventos foram agrupados em trimestres dentro de cada ano, para assim, ser calculado a média dos CARs de cada evento e de cada empresa, originando o CAAR. As variáveis foram defasadas em um trimestre visto que a intenção é a de explorar uma possível relação entre os indicadores macroeconômicos e de desempenho corporativo com os retornos anormais gerados pelo anúncio de F&A.

3.3 Estatísticas Descritivas

Para orientar a etapa de análise de resultados, são apresentadas as estatísticas descritivas deste estudo. Após a aplicação dos critérios estabelecidos nos itens 3.1 e 3.2, a base de dados pôde ser refinada e com isso os retornos anormais puderam ser calculados. A Tabela 2 abaixo apresenta as estatísticas para o conjunto de CAR's calculado para as 5 janelas de eventos estipuladas e para todos os eventos de todos os setores. São 2687 observações, sendo que a janela [-1 +1] apresenta média de 0,133% de retorno anormal acumulado (CAR) e na janela [-2 +2] com CAR de 0,111% para as empresas da amostra. A partir deste ponto, a média dos CAR começa a crescer paralelamente à sua variabilidade (indicada pelo desvio-padrão). Na janela [-5 +5] o retorno anormal acumulado médio é de 0,956%. Na janela [-10 +10] a média cresce em relação a janela anterior, apresentando retorno anormal acumulado médio de 1,167% para os acionistas das empresas não envolvidas na F&A. Por fim, a janela [-15 +15] confirma a média positiva dos retornos anormais acumulados em 1,699% com um maior desvio-padrão em relação às outras janelas. Visto às características das médias e desvios-padrão, os intervalos de máximo e mínimo aumentam à medida que se amplia a janela de evento.

A métrica da média foi escolhida como medida de avaliação dos retornos visto sua unicidade em comparação às outras medidas de tendência central (Stevenson, 2001). O desvio-padrão, que representa a variação da média calculada, apresenta valores crescentes à medida que a janela de evento cresce.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas de todas as observações

Variável	Obs.	Média	Desv. Pad.	Min.	Máx.
[-1 +1]	2687	0.00133	0.06565	-0.35907	0.51625
[-2 +2]	2687	0.00111	0.08990	-0.39660	2.14337
[-5 +5]	2687	0.00956	0.10518	-0.82195	2.06993
[-10 +10]	2687	0.01167	0.12606	-0.83823	2.15175
[-15 +15]	2687	0.01699	0.14414	-0.90327	2.33030

Fonte: Elaborado pelo autor

Concomitantemente ao que foi feito na Tabela 2 acima, a amostra também foi quebrada pelos intervalos de valor de negócio conforme definido no item 3.1. A Tabela 3 abaixo revela a concentração de eventos que foram valor menores que 50 milhões de dólares. Para esses eventos a média é positiva, próxima de zero e com baixo desvio-padrão. O mesmo ocorre com

os eventos de valor entre 50 e 100 milhões de dólares. Para os eventos de maior relevância econômico-financeira, observa-se que a média é negativa para as janelas menores, porém também próxima a zero. Nas janelas maiores a média tende a ser positiva. Com base nas estatísticas calculadas para a amostra foi possível testar as diferentes hipóteses deste respectivo estudo e que têm seus resultado mostraram no próximo capítulo.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas por Intervalo do Valor do Negócio

	Intervalo	Eventos	Obs.	Média	Desv. Pad.	Min.	Máx.
[-1 +1]	<=50	75	1664	0.00216	0.06611	-0.35907	0.42735
	>50 & <=100	10	224	0.00724	0.04242	-0.10426	0.16510
	>100 & <=300	16	369	-0.00923	0.05440	-0.22047	0.16179
	>300 & <=500	6	115	-0.02458	0.07570	-0.21236	0.51625
	>500 & <=1000	6	115	0.05380	0.09243	-0.22785	0.37919
	>1000	10	200	-0.00799	0.06055	-0.24692	0.15986
[-2 +2]	<=50	75	1664	0.00050	0.08029	-0.39660	0.42769
	>50 & <=100	10	224	-0.00732	0.05129	-0.14207	0.13112
	>100 & <=300	16	369	0.00052	0.08209	-0.26016	0.66280
	>300 & <=500	6	115	-0.02843	0.10013	-0.29879	0.53718
	>500 & <=1000	6	115	0.05650	0.21731	-0.25266	2.14337
	>1000	10	200	0.00187	0.06832	-0.31086	0.18319
[-5 +5]	<=50	75	1664	0.01064	0.09873	-0.82195	0.46762
	>50 & <=100	10	224	-0.01144	0.05993	-0.19945	0.14884
	>100 & <=300	16	369	0.00889	0.09604	-0.30975	0.59120
	>300 & <=500	6	115	-0.00454	0.09880	-0.22096	0.51469
	>500 & <=1000	6	115	0.08392	0.23507	-0.30584	2.06993
	>1000	10	200	-0.00928	0.07319	-0.30103	0.22634
[-10 +10]	<=50	75	1664	0.01025	0.12230	-0.83823	0.86857
	>50 & <=100	10	224	-0.01056	0.07247	-0.24101	0.24111
	>100 & <=300	16	369	0.00472	0.09167	-0.32403	0.43054
	>300 & <=500	6	115	0.00809	0.11514	-0.23583	0.52025
	>500 & <=1000	6	115	0.10581	0.28207	-0.30566	2.15175
	>1000	10	200	0.00905	0.09548	-0.29385	0.37360
[-15 +15]	<=50	75	1664	0.01853	0.13997	-0.90327	1.22635
	>50 & <=100	10	224	-0.02611	0.08378	-0.40592	0.17573
	>100 & <=300	16	369	0.01521	0.11089	-0.34981	0.39343
	>300 & <=500	6	115	0.02717	0.13436	-0.25135	0.50315
	>500 & <=1000	6	115	0.11421	0.30010	-0.28526	2.33030
	>1000	10	200	-0.00607	0.12643	-0.64160	0.55417

Fonte: Elaborado pelo autor

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Hipótese 1: As F&A afetam positivamente ou negativamente o preço das ações das outras empresas do setor.

A primeira hipótese deste trabalho buscou verificar se no Brasil o efeito concorrencial dos eventos de F&A são positivos ou negativos em relação aos concorrentes listados em bolsa, ou seja, se haveria impacto no valor das ações das empresas que compartilham o mesmo mercado e qual seria este impacto em termos de valorização ou desvalorização do valor de mercado das mesmas.

Para tanto, foram escolhidos os setores que possuem características concorrenciais e empresas disponíveis na Bolsa de Valores de São Paulo. O Painel A representa os testes t de *Student* dos retornos anormais acumulados (CAR) para o setor de telecomunicações. Analisando o painel, é possível concluir que as F&A ocorridas no Brasil impactam positivamente as concorrentes. Para a janela [-1+1] o impacto foi de 0,207% e na janela [-2+2] foi de 0.132%, porém não se pode afirmar que ambos os efeitos foram significativamente diferentes de zero. No entanto, na janela [-5+5] o efeito das F&A sobre as empresas do setor de telecomunicações foi de 1.086% e significativo. Na janela [-10+10] a média foi de 0.867% e na janela [-15+15] foi de 1.010%, com significância.

Isso possibilita afirmar que no Brasil houve retorno anormal positivo sobre as empresas do setor de telecomunicações, o que vai de acordo com o efeito geral para o mercado de capitais brasileiro. Tal comportamento revela que as hipóteses de probabilidade de aquisição, sinergia, vantagem competitiva e ganhos de eficiência podem ser possíveis variáveis explicativas da reação dos investidores devido aos eventos de F&A.

Para o caso do setor de telecomunicações, os eventos de F&A podem ter contribuído para elevação da concentração de mercado por meio da eliminação de concorrentes relevantes. Por ser um setor que depende de elevados investimentos em Capex, o menor nível de concorrentes os beneficia no lado da formação dos preços, que podem ser determinados a partir das sinergias criadas entre as poucas empresas participantes deste setor.

O Painel B mostra os efeitos das F&A sobre o setor de Papel e Celulose. A partir das médias dos retornos anormais acumulados, é possível observar que o efeito é negativo nas duas janelas mais curtas. Entretanto só é possível afirmar que há destruição de valor na janela de dois dias antes e depois do anúncio da F&A, assim, o valor das ações das empresas do setor de papel

e celulose tiveram perda anormal de -0.746%. O setor no Brasil é considerado desconcentrado em número de empresas e concentrado em termos do poder de mercado de algumas poucas e grandes do setor. Também possui como característica uma grande dependência de exportações e de necessidade de reservas de caixa elevadas para suprir os ciclos da produção no campo (Hora, 2017).

Visto tais características, uma justificativa que poderia ser explorada para o efeito negativo das F&A sobre as empresas desse setor seria a de que tais empresas por possuírem alta sensibilidade de custos necessitariam elevar o seu poder de barganha sobre os seus fornecedores. Ao entrarem no campo das F&A, elas ganhariam vantagem competitiva de custo acarretando perdas para as concorrentes.

Paralelamente, o Painel C mostra o teste t de *Student* referente ao setor de bancário. É possível perceber que os retornos anormais acumulados são claramente positivos para o setor. Na janela [-1+1] o retorno é de 0.517%, se elevando gradualmente a medida que se aumenta a janela de evento. Na janela [-5+5] o impacto sobre as empresas do setor é de 1.517% o que é próximo ao encontrado em Eckbo (1983) que foi de 1.71%. Na janela longa [-10+10] e [-15+15] o efeito é maior (1.851% e 2.540%). Isso deixa claro o foco dado à ameaça, ou seja, o mercado enxerga que as F&A no setor de bancos é positiva uma vez que ela está eliminando um concorrente relevante elevando o poder de mercado frente aos consumidores.

O Painel D reflete as estatísticas para o setor de construção civil. Nele é possível notar, assim como no setor bancário, que eventos de F&A geram impacto positivo nas outras empresas do setor. Tais impactos são significativamente diferentes de zero a partir da janela [-5+5], que apresenta retorno anormal acumulado médio de 0.696%. Na janela [-10+10] esse retorno aumenta para 1.311% enquanto que na janela mais longa de [-15+15] o valor é de 2.191%.

O setor de construção apresenta como característica um grande número de empresas listadas na bolsa no pós crise de 2007/2008 devido à elevação da atividade na economia e aos diversos programas de investimentos em infraestrutura e de financiamento habitacional. No caso desse setor, é coerente que os efeitos positivos sejam advindos do aumento da probabilidade de aquisição das empresas participantes do mesmo, elevando o seu valor de mercado. Visto a alta atividade econômica no setor e à abundância de recursos financeiros em circulação, as expectativas dos investidores se elevam em prol de aquisições em um movimento de consolidação de mercado.

O Painel E mostra os resultados do setor de educação que passou por uma onda recente de F&A. Neste setor, houve um grande número de eventos de F&A enquanto teve poucas empresas listadas. Isso fez com que o número amostral para o mesmo fosse pequeno, impactando nos testes de significância. Entretanto, é notório o efeito negativo médio que as F&A geraram nas empresas listadas desse setor. A concentração de mercado nas empresas educacionais gerou pressão nos modelos de custos do setor, assim como em Clougherty & Duso (2011) e Mentz *et al* (2014).

4.2 Hipótese 2: Há diferenças na significância, ou no sinal ou na magnitude dos retornos anormais acumulados (CAR) para diferentes níveis de valor do negócio.

A hipótese acima propõe a segmentação da amostra nas faixas de valor do negócio com o intuito de verificar se o mesmo influencia o efeito do anúncio de F&A sobre as empresas brasileiras. As faixas foram definidas para a amostra total e para as amostras setoriais em todas as janelas de evento.

No que tange ao sinal dos CARs, para a amostra total, representado no Painel F, as faixas (ii), (iv) e (vi) apresentaram retornos anormais médios predominantemente negativos, em contraposição aos sinal dos valores médios quando analisamos a amostra não-segmentada. Em contraposição, os modelos (i), (iii) e (v) apresentaram retornos anormais médios predominantemente positivos. Assim, para a amostra total não é possível afirmar a existência de algum padrão que se refere ao valor do negócio e ao efeito da F&A sobre as empresas, visto que, há valores positivos e negativos tanto nas faixas de menor quanto nas faixas de maior valor do negócio.

Quando se analisa o sinal por setor, percebe-se que no setor de telecomunicações há uma leve diferença no comportamento dos sinais em razão das faixas do negócio. Nos extremos o comportamento é predominantemente positivo enquanto nas faixas intermediárias é negativo. Tal comportamento não é visto quando analisado o setor de Papel e Celulose. Há claramente um grande impacto positivo nas empresas deste setor quando os anúncios de F&A representam grandes valores do negócio. Para este setor, eventos de F&A com *players* relevantes possuem impacto positivo.

Para o setor bancário, o sinal positivo é predominante em cinco das seis faixas do valor do negócio. Assim como no setor de papel e celulose, os eventos de grande valor foram avaliados positivamente pelos investidores, sendo refletidos na elevação do valor de mercado das outras empresas do setor.

No setor de construção chama a atenção a não existência de um padrão ao comportamento do investidor ao avaliar os eventos de F&A sobre os concorrentes. Destaca-se que no modelo (v) o efeito é positivo como nos outros modelos analisados enquanto no modelo (vi) o efeito é negativo. O inverso ocorre no setor de educação, que teve seus eventos avaliados negativamente por parte dos investidores em relação às outras empresas do mesmo setor. Nesse setor as duas faixas extremas tiveram retorno anormal médio negativo.

No que se refere à significância e magnitude desses CARs, é notório que a o modelo (v) que representa os eventos entre 500 milhões e 1 bilhão de dólares possuem em todos os setores o sinal negativo, valores de retorno altos em relação aos outros modelos e significância estatística na maioria dos testes. O resultado dessa faixa gera a comparação natural de o porquê a faixa superior de eventos acima de 1 bilhão de dólares não apresentou resultado semelhante.

Com base nos resultados encontrados é possível confirmar a hipótese de que o valor do negócio influencia no sinal, na magnitude e na significância dos retornos anormais acumulados. A discrepância existente no modelo (v) é o grande destaque dessa confirmação. Entretanto, tais resultado não indicam o porquê o mercado é mais sensível aos eventos de F&A de valor do negócio entre 500 milhões e 1 bilhão e não possui a mesma sensibilidade na faixa superior a 1 bilhão.

Hipóteses alternativas poderiam ser desenvolvidas para investigar tal fato. Pode-se explorar que os eventos de valores superiores a 1 bilhão são tão notórios, que cria-se antes mesmo do anúncio oficial um clima de especulação e até mesmo vazamento de informações, que causaria uma antecipação da precificação de tal anúncio pelo mercado. Assim, quando tais eventos eram anunciados, já estariam precificados pelos investidores e diluídos ao longo do tempo. A metodologia de estudo de casos para esse caso seria inócua.

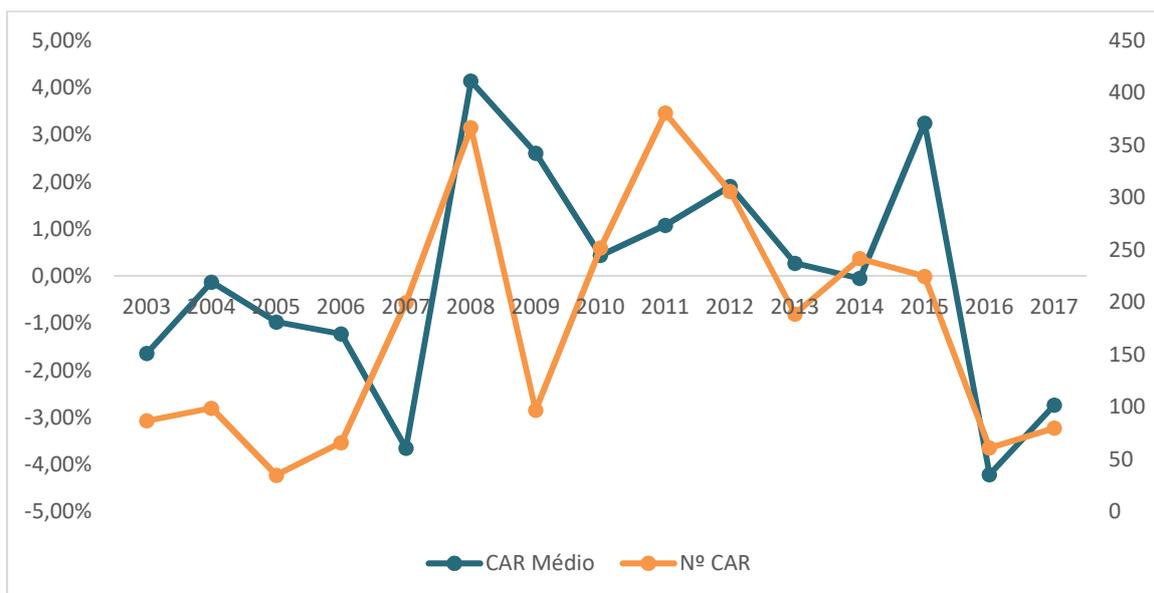
Em contrapartida, os eventos do modelo (v) são economicamente relevantes uma vez que representam altos valores, indicando a F&A de *players* relevantes para o mercado, porém não tão relevantes quantos aos eventos do modelo (vi). Assim, o evento de anúncio da F&A reflete o real comportamento dos investidores frente às outras empresas do mercado.

Quando os retornos anormais acumulados são avaliados através dos anos, fica mais fácil observar a existência de algum padrão no comportamento. A Figura 3 abaixo mostra a evolução dos retornos anormais acumulados médios comparativamente ao número de eventos para o período de 2003 a 2017 da amostra total. O objetivo do gráfico é o de mostrar a existência de pelo menos três padrões de comportamento dos retornos anormais para o período selecionado.

Os eventos ocorridos no período de 2003 a 2007 apresentaram CARs médios negativos enquanto o número de eventos de F&A se mostrou baixo em relação aos outros anos. Consecutivamente, para o período compreendido entre 2008 e 2014, o CAR médio foi predominantemente positivo com elevado número de eventos ocorridos, voltando a apresentar retornos negativos a partir dos anos de 2016 e 2017, voltando a apresentar baixa atividade de anúncios de F&A.

A Figura 3 busca explorar se há ou não algum padrão nos retornos anormais para os eventos ocorridos no Brasil em relação ao número de eventos. Não é objetivo da Figura 3 revelar nenhuma relação de causalidade dos CARs médios. A Figura 3 é diretamente relacionado à hipótese 3, que busca explorar a correlação dos CARs com algumas variáveis macroeconômicas e de desempenho empresarial.

Figura 3 – Relação CAR médio e N° de Eventos



Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 4 – CAR médio por setor e faixa de valor do negócio

Painel A: Telecomunicações [2003-2017]		Valor do negócio <= 50 (MUSD)	Valor do negócio >50 &<=100 (MUSD)	Valor do negócio >100 &<=300 (MUSD)	Valor do negócio >300 &<=500 (MUSD)	Valor do negócio >500 &<=1000 (MUSD)	Valor do negócio >1000 (MUSD)
	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média
[-1, +1]	0.207%	-0.020%	1.848% ***	-1.217% **	-1.723%	3.595% **	0.329%
[-2, +2]	0.132%	-0.123%	0.591%	-0.683%	-1.291%	2.033%	2.685% ***
[-5, +5]	1.086% ***	1.278% **	-0.163%	-0.287%	-1.158%	6.810% **	0.397%
[-10, +10]	0.867%	0.377%	0.258%	-0.572%	-0.017%	9.169% **	1.913%
[-15, +15]	1.010% *	0.444%	0.490%	0.507%	0.418%	8.859% **	1.206%

Painel B: Papel e Celulose [2003-2017]		Valor do negócio <= 50 (MUSD)	Valor do negócio >50 &<=100 (MUSD)	Valor do negócio >100 &<=300 (MUSD)	Valor do negócio >300 &<=500 (MUSD)	Valor do negócio >500 &<=1000 (MUSD)	Valor do negócio >1000 (MUSD)
	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média
[-1, +1]	-0.315%	-0.481%	2.334% ***	-1.959% **	-2.550%	4.335% **	0.115%
[-2, +2]	-0.746% *	-1.230% *	1.176% *	-2.329% **	-1.618%	3.321%	1.972%
[-5, +5]	0.440%	0.312%	0.614%	-1.772%	0.729%	8.000% *	0.436%
[-10, +10]	0.085%	-0.659%	0.319%	-2.596% *	0.761%	11.595% *	3.008%
[-15, +15]	0.119%	-0.705%	1.400%	-1.550%	2.547%	11.187% *	0.035%

Painel C: Bancos [2003-2017]		Valor do negócio <= 50 (MUSD)	Valor do negócio >50 &<=100 (MUSD)	Valor do negócio >100 &<=300 (MUSD)	Valor do negócio >300 &<=500 (MUSD)	Valor do negócio >500 &<=1000 (MUSD)	Valor do negócio >1000 (MUSD)
	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média
[-1, +1]	0.518% **	0.575% **	-0.045%	-0.461%	-1.191%	7.171% ***	0.078%
[-2, +2]	0.559%	0.232%	-1.160% **	0.630%	-1.456%	12.782%	0.077%
[-5, +5]	1.517% ***	1.428% ***	-1.721% **	1.363% *	1.667%	14.124% *	-0.046%
[-10, +10]	1.851% ***	1.720% ***	-1.549% **	1.167%	2.466%	15.640% *	1.115%
[-15, +15]	2.540% ***	2.725% ***	-3.380% ***	2.019% **	5.197% **	17.959% *	-0.096%

Painel D: Construção Civil [2003-2017]	Valor do negócio <= 50 (MUSD)		Valor do negócio >50 &<=100 (MUSD)	Valor do negócio >100 &<=300 (MUSD)	Valor do negócio >300 &<=500 (MUSD)	Valor do negócio >500 &<=1000 (MUSD)	Valor do negócio >1000 (MUSD)
	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média
[-1, +1]	0.034%	0.290%	0.536%	-0.912% *	-5.229% ***	6.566% ***	-2.380% ***
[-2, +2]	0.015%	0.396%	-1.688% ***	0.544%	-8.217% ***	5.253% ***	-1.938% **
[-5, +5]	0.696% **	1.000% **	-1.695% **	1.733% *	-2.664%	6.264% ***	2.666% ***
[-10, +10]	1.311% ***	1.592% ***	-1.742% **	1.136%	-0.008%	8.410% ***	-0.239%
[-15, +15]	2.191% ***	3.081% ***	-4.509% ***	2.333% **	3.681%	9.892% ***	-2.198% *

Painel E: Educação [2003-2017]	Valor do negócio <= 50 (MUSD)		Valor do negócio >50 &<=100 (MUSD)	Valor do negócio >100 &<=300 (MUSD)	Valor do negócio >300 &<=500 (MUSD)	Valor do negócio >500 &<=1000 (MUSD)	Valor do negócio >1000 (MUSD)
	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média
[-1, +1]	-0.125%	0.596%	-0.755%	0.137%	-0.279%	-0.615%	-5.121%
[-2, +2]	0.042%	0.150%	0.182%	1.840%	1.081%	-0.410%	-7.062%
[-5, +5]	-0.615%	-1.374%	-0.781%	3.639%	3.950%	-4.019%	-7.912%
[-10, +10]	-0.715%	-1.683%	-0.686%	3.558%	7.203%	-5.780%	-8.085%
[-15, +15]	-0.744%	-1.210%	-3.522%	4.470%	9.193%	-6.362%	-8.357%

*NC de 90%; ** NC de 95%; *** NC de 99%

A tabela 4 representa os testes t de *Student* dos retornos anormais acumulados para as 5 janelas de eventos deste estudo no período de 2003 a 2017. Na primeira coluna de testes é apresentado os CARs para todas as faixas do valor do negócio. Os modelos posteriores representam a magnitude do evento em termos do valor do negócio. Estão especificados os valores do negócio para cinco faixas amostrais.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3 Hipótese 3: Os retornos anormais acumulados (CARs) estão correlacionados ao comportamento de variáveis macroeconômicas e de desempenho corporativo.

A relação que a Figura 3 revela se mostra oportuna para a investigação do que se refere a uma possível correlação entre os retornos anormais acumulados (CAR) e variáveis relativas ao desempenho corporativo das empresas e de variáveis macroeconômicas. A intenção aqui, é a de explorar se o retorno anormal causado pelo evento de F&A está correlacionado com algum comportamento padrão de mercado, popularmente conhecido como “sentimento de mercado” ou se ele acompanha os indicadores corporativos.

Tabela 5 – Regressão Múltipla - Efeitos sobre o CAAR

		[-1,+1]	[-2,+2]	[-5,+5]	[-10,+10]	[-15,+15]
Δ IBOV	2003-2007	-0.0380 ** (0.016)	0.0487 ** (0.0197)	0.0747 *** (0.0243)	0.0733 *** (0.0269)	0.0825 *** (0.0252)
	2008-2014	0.0148 (0.0127)	-0.0087 (0.0166)	0.0391 ** (0.0183)	0.0287 (0.0206)	-0.0219 (0.0242)
	2015-2017	-0.3795 *** (0.0454)	-0.5270 *** (0.0538)	-0.0050 (0.204)	0.3857 *** (0.1515)	0.1020 (0.1599)
PIB Setorial	2003-2007	0.2428 ** (0.073)	0.6365 *** (0.0921)	0.7845 *** (0.1184)	0.7528 *** (0.1188)	0.8642 *** (0.1252)
	2008-2014	-0.0312 (0.0558)	-0.1062 (0.0703)	0.0576 (0.0764)	0.1355 (0.0825)	0.0575 (0.1121)
	2015-2017	0.5581 *** (0.0335)	0.3487 *** (0.0336)	0.8062 *** (0.0913)	1.0415 *** (0.0706)	1.3881 *** (0.0793)
ROA	2003-2007	0.0002 (0.0002)	-0.0003 (0.0009)	-0.0005 (0.0011)	-0.0010 (0.0012)	-0.0010 (0.0012)
	2008-2014	0.0000 (0.0001)	-0.0002 (0.0002)	0.0000 (0.0002)	-0.0001 (0.0002)	-0.0003 (0.0003)
	2015-2017	0.0001 (0.0002)	0.0000 (0.0002)	0.0002 (0.0006)	0.0001 (0.0005)	0.0003 (0.0006)
ROE	2003-2007	0.0000 (0.0002)	0.0001 (0.0003)	0.0002 (0.0004)	0.0003 (0.0004)	0.0002 (0.0004)
	2008-2014	0.0000 (6E-05)	0.0000 (8E-05)	0.0001 (7E-05)	0.0000 (9E-05)	0.0000 (0.0001)
	2015-2017	0.0000 (5E-05)	0.0000 (6E-05)	0.0000 (0.0002)	0.0000 (0.0001)	0.0000 (0.0002)
Ln(AT)	2004-2007	0.0006 (0.002)	-0.0003 (0.0023)	0.0002 (0.0029)	-0.0009 (0.0033)	-0.0007 (0.0031)
	2008-2014	0.0000 (0.0007)	-0.0004 (0.0009)	0.0005 (0.001)	0.0007 (0.0013)	0.0003 (0.0015)
	2015-2017	0.0003 (0.0007)	0.0000 (0.0008)	0.0000 (0.0022)	-0.0001 (0.0017)	0.0002 (0.002)
2004-2007	R ²	0.0475	0.1326	0.1477	0.1221	0.1525
	N	357	357	357	357	357
	Intercepto	-0.0271	-0.0350	-0.0496	-0.0298	-0.0373
2008-2014	R ²	0.0018	0.0018	0.0039	0.0013	0.0014
	N	1740	1740	1740	1740	1740
	Intercepto	0.0040	0.0198	0.0003	-0.0012	0.0240
2015-2017	R ²	0.3779	0.2514	0.1459	0.3939	0.4045
	N	348	348	348	348	348
	Intercepto	-0.0057	0.0114	-0.0167	-0.0267	-0.0394

Fonte: Elaborado pelo autor

Para tal, o modelo de regressão considerou a volatilidade do Ibovespa e o produto interno bruto classificado para cada empresa de acordo com o seu setor como indicadores de mercado e macroeconômicos. Como variáveis de desempenho empresarial, foram considerados o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o retorno sobre o ativo (ROA) e uma variável de tamanho da empresa (Ativo Total) no formato de logaritmo natural.

As regressões foram feitas para três períodos diferentes, escolhidos com base no padrão de comportamento evidenciado pela Figura 3. Para o período de 2003 a 2007 observa-se que os retornos são majoritariamente negativos. Entre 2008 e 2014 são positivos e 2015 a 2017 volta a ser negativo.

Através da regressão múltipla é possível verificar se há correlação entre essas variáveis e o padrão de comportamento dos retornos anormais acumulados. A tabela 5 acima apresenta tais resultados. Para o período de 2003 a 2007 percebe-se que a correlação é positiva, ou seja, quando há aumento no índice Ibovespa, também ocorre aumento nos retornos anormais acumulados (CAR) em quatro das cinco janelas de evento. O mesmo ocorre para o PIB setorial, o aumento de 1 ponto percentual no PIB faz com que os CAARs aumentem consideravelmente. Tanto para o Ibovespa quanto para o PIB o indicador é significativo. Os indicadores de desempenho corporativo não possuem influência nos retornos anormais acumulados médios para o período de 2003 a 2007.

Para o período de 2008 a 2014, a variação do Ibovespa, o PIB setorial nem as variáveis de desempenho não possuem poder explicativo sobre os retornos anormais acumulados médios. Já para o período entre 2015 e 2017, tanto o Ibovespa quanto o PIB possuem grau de explicação sobre sinal dos CAARs. Quando há uma variação positiva no Ibovespa há uma relação majoritariamente negativa nos retornos anormais acumulados médios. A justificativa para tal explicação pode ser encontrada no campo político-econômico, uma vez que no Brasil grande parte da variação do Ibovespa poderia ser explicada pela crise político-econômica ocorrida no Brasil. Assim, os retornos anormais acumulados estariam negativamente relacionados ao índice da bolsa.

O PIB setorial está correlacionado positivamente com os retornos anormais acumulados médios. A forte associação entre os CAARs e o PIB revela um mesmo “sentimento de mercado” em relação às F&A e à economia como um todo. Pela Tabela 5 acima, percebe-se que há forte relação entre os retornos anormais acumulados médios e os indicadores de mercado. Por outro lado, os indicadores corporativos nada influenciam nos efeitos que o anúncio de eventos de F&A possuem sobre as outras empresas listadas na Bolsa.

4.4 Hipótese 4: As F&A impactam o preço das ações das empresas de mercados competitivos da Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

A última análise foi verificar se os eventos de F&A ocorridos no Brasil impactaram todas as empresas listadas em setores com características concorrenciais na Bolsa de Valores de São Paulo, conforme as definições operacionais deste trabalho. Inspirado em Rhodes-Kropf & Viswanathan (2004), essa hipótese buscou testar como o mercado como um todo se comporta frente a eventos de F&A, independentemente das características setoriais.

O Painel F mostra o teste de significância t de *Student* da média dos retornos anormais acumulados (CAR) para todas as empresas de todos os setores agrupados. O teste visa determinar se os valores das médias dos CARs encontrados são estatisticamente diferentes de zero ou não assim como explicado no item 3.2.

Pelo resultado, o efeito dos eventos de F&A é positivo sobre a bolsa de valores no Brasil. Ele é significativo nas janelas superiores a 5 dias e gera entre 1% a 2% de aumento de valor para as empresas da bolsa de valores do Brasil. Para tais cálculos, foram gerados 2687 retornos anormais acumulados (CAR).

O entendimento do investidor brasileiro com relação a eventos de F&A é relacionado ao entendimento internacional. As oportunidades de F&A criam valor para o mercado como mostraram Rhodes-Kropf & Viswanathan (2004) e como é confirmado pelo respectivo estudo. A confirmação de tal hipótese se mostra relevante uma vez que tipifica um comportamento de mercado.

Tabela 6 – Retornos Anormais Acumulados (CAR) para todas as empresas da amostra

Painel F: Amostra Total [2003-2017]	(i) Valor do Negócio <= 50 (MUSD)		(ii) Valor do Negócio >50 & <=100 (MUSD)		(iii) Valor do Negócio >100 & <=300 (MUSD)		(iv) Valor do Negócio >300 & <=500 (MUSD)		(v) Valor do Negócio >500 & <=1000 (MUSD)		(vi) Valor do Negócio >1000 (MUSD)	
	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média	Média
[-1, +1]	0.133%	0.216%	0.724%	**	-0.922%	***	-2.457%	***	5.380%	***	-0.799%	*
[-2, +2]	0.111%	0.050%	-0.732%	**	0.051%		-2.842%	***	5.650%	***	0.483%	
[-5, +5]	0.956% ***	1.064% ***	-1.144%	***	0.888%	*	-0.454%		8.391%	***	-0.928%	*
[-10, +10]	1.167% ***	1.025% ***	-1.056%	**	0.471%		0.808%		10.581%	***	0.904%	
[-15, +15]	1.698% ***	1.852% ***	-2.610%	***	1.521%	***	2.717%	**	11.420%	***	-0.607%	
n	2687	1664	224		369		115		115		200	

*NC de 90%; ** NC de 95%; *** NC de 99%

O Painel F revela os CARs para todos os eventos e para todas as empresas da amostra no período de 2003 a 2007. A coluna (i) representa a quebra da amostra para os eventos com valor de negócio menor do que USD 50 milhões. A coluna (ii) mostra o teste t de *student* feito sobre as médias para os eventos com valor do negócio entre USD 50 milhões e USD 100 milhões. O modelo (iii) mostra a segmentação para a faixa de USD 100 milhões e USD 300 milhões. Com o mesmo número de eventos, os modelos (iv) e (v) representam as faixas entre USD 300 milhões e USD 500 milhões e as faixa de USD de 500 milhões até 1 bilhão de dólares. A faixa acima de 1 bilhão de dólares está representada no modelo (vi).

Fonte: Elaborado pelo autor.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste estudo foi o de verificar se houve criação ou destruição de valor para as empresas concorrentes quando a ocorrência de eventos de F&A. De acordo com os resultados, no Brasil, o efeito foi positivo para o período de 2003 a 2017, revelando que houve criação de valor para os acionistas das empresas selecionadas para a amostra.

Além de encontrar impacto positivo para as empresas listadas em setores competitivos da B3, o trabalho também revelou que para o efeito dos anúncios das F&A são positivos, em média, para os setores de bancos, construção, telecomunicações e papel e celulose. Para o setor de educação a média dos retornos anormais acumulados foi negativa, porém não é possível afirmar, estatisticamente, que tal resultado é reflexo do anúncio de uma F&A.

Também fica claro a partir deste trabalho, que as F&A com valores de negócio acima de 1 bilhão de dólares não geram criação nem destruição de valor para os acionistas das empresas concorrentes. Paralelamente, os anúncios de eventos com valores superiores a 1 bilhão de dólares não tiveram retorno anormal acumulado para os acionistas. Tal comportamento dos retornos geram a suposição de que os mesmos tivessem sido diluídos ao longo de um período maior visto que, nas grandes F&A, geralmente o mercado já cria um clima de especulação e expectativa de ocorrência de F&A visto que as grandes empresas do mercado são monitoradas constantemente. Assim, a metodologia do estudo de eventos que trabalha com intervalos curtos de análise não conseguiria capturar uma possível antecipação e por consequência diluição dos retornos dos preços das ações das outras empresas listadas em bolsa. Assim, fica evidenciado que há diferenças dos retornos anormais acumulados entre diferentes faixas de valor de negócio e que tais faixas precisam ser tratadas de forma específica nos próximos estudos sobre o tema.

Adicionalmente, fica evidenciado que no Brasil, os retornos anormais acumulados acompanharam o comportamento do PIB setorial e do Ibovespa. Também é revelado que houve um padrão de comportamento em três momentos no período analisado. Primeiro, os CARs apresentaram retornos anormais negativos para as outras empresas analisadas no período de 2003 a 2007. No período de 2008 a 2014, os retornos ficaram positivos e após 2015 voltaram a ser negativos. Este trabalho não esclarece a causa de tal comportamento, propõe-se que futuros trabalhos contribuam para tal discussão.

Em suma, no Brasil, os efeitos das F&A são positivos para as empresas listadas em bolsa e também para suas concorrentes diretas. As magnitudes dos retornos são menores dos que foram encontrados em outros países e os sinais estão relacionados a variáveis de mercado (PIB e Ibovespa), apresentando três padrões de comportamento. O efeito da ameaça está mais presente no caso brasileiro para o caso dos concorrentes, a eliminação de um concorrente relevante é vista de forma benéfica pelos investidores.

6. REFERÊNCIAS

- Alaaraj, S., Mohamed, Z. A., & Ahmad Bustamam, U. S. (2018). External growth strategies and organizational performance in emerging markets: The mediating role of inter-organizational trust. *Review of International Business and Strategy*. doi: 10.1108/RIBS-09-2017-0079.
- Alarco, G. (2018). Mergers and acquisitions in Latin America 1990-2014: Factorial distribution and contractionary impacts. *Metroeconomica*. doi: 10.1111/meca.12208.
- Akhigbe, A.; Borde, S. F.; Whyte, A. M. (2000). The Source of Gains to Targets and Their Industry Rivals: Evidence Based on Terminated Merger Proposals. *Financial Management*, 29(4), 101-118.
- Akhigbe, A.; Madura, J. (2001). Intra-industry signals resulting from insurance company mergers. *Journal of Risk and Insurance*, 68(3), 489-505. doi: 10.2307/2678121.
- Alexandridis, G., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2010). Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management*, 39(4), 1671-1695. doi: 10.1111/j.1755-053X.2010.01126.x
- Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., Zhang, H., (2015). The illiquidity premium: International evidence. *Journal of Financial Economics*. 117, Ed. 2, 350-368. doi: 10.1016 / j.jfineco. 2015. 04.005.
- Bergmann, D. R.; Savoia, J. R. F.; Souza, B. de M.; Mariz, F. de. (2015). Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos. [Evaluation of merger and acquisition processes in the Brazilian banking sector by means of an event study]. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 17(56), 1105-1115. doi: 10.7819/rbgn.v17i56.2074.
- Bernyle, G; Lyandres, E., (2018). The Effects of Horizontal Merger Operating Efficiencies on Rivals, Customers, and Suppliers. *Review of Finance*. 23 (1), 117-160. doi: 10.1093/rof/rfy017.
- Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Allen, F. (2013). **Princípios de Finanças Corporativas**. 10ª ed. Bookman.
- Brito, G. A. S.; Batistella, F. D.; FamaMA, R. Fusões e Aquisições no Setor Bancário: Avaliação. Empírica do Efeito Sobre o Valor das Ações. *RAUSP – Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v.40, n.4, p.353-360, out./nov./dez. 2005.
- Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2006). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração*, 41(1), 43-58.

Camargos, Marcos Antônio de; Barbosa, Francisco Vidal. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. [Mergers and acquisitions in Brazilian companies: value creation and operating synergies]. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220. doi: 10.1590/S0034-75902009000200007.

Carhart M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, vol. 52 (pg. 57-82).

Chalençon, L., Colovic, A., Lamotte, O., & Mayrhofer, U. (2017). Reputation, e-reputation and value creation of mergers-acquisitions. *International Studies of Management and Organization*, 47(1), 4–22.

Chamberlin, E. *The Theory of Monopolistic Competition*. Cambridge: Harvard Univ. Press, 1933 (1948. 6th ed.).

Chesnais, F. (1996). *Mundialização do Capital*. São Paulo: Xamã.

Chortareas, G. E., Garza-Garcia, J. G., & Girardone, C. (2011). Banking Sector Performance in Latin America: Market Power versus Efficiency. *Review of Development Economics*, 15(2), 307-325. doi: 10.1111/j.1467-9361.2011.00610.x.

Church, J. and Ware, R. 2000. *Industrial Organization: A Strategic Approach*, New York: Irwin McGraw Hill.

Clougherty, J. A.; Duso, T. (2011). Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies. *Strategic Organization*, 9(4), 310-335. doi: 10.1177/1476127011421536.

Cortés, L. M., Agudelo, D. A., & Mongrut, S. (2017). Waves and Determinants in Mergers and Acquisitions: The Case of Latin America. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1667-1690. doi: 10.1080/1540496X.2016.1262254.

Cortés, L. M., Durán, I. A., Gaitán, S., & Vasco, M. (2017). Mergers and Acquisitions in Latin America: Industrial Productivity and Corporate Governance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(10), 2179-2198. doi: 10.1080/1540496X.2016.1258358.

Devos, E; Kadapakkam, P.R.; S. Krishnamurthy (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies *Rev Financ Stud*, 22, pp. 1179-1211.

Eckbo, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 241-273. doi: 10.1016/0304-405X(83)90013-2.

E.F. Fama (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2), pp. 383-417.

Fama, E. F. (1996). Multifactor portfolio efficiency and multifactor asset pricing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(4), 441-465. doi: 10.2307/2331355.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. doi: 10.1016/0304-405X(93)90023-5.

- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. doi: 10.1016/j.jfineco.2014.10.010.
- Fee, C. E.; Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: Evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, 74(3), 423-460. doi: 10.1016/j.jfineco.2003.10.002.
- Filson, D.; Olfati, S.; Radoniqi, F. (2015). Evaluating Mergers in the Presence of Dynamic Competition Using Impacts on Rivals. *Journal of Law & Economics*, 58(4), 915-934. doi: 10.1086/684299.
- Gao, N.; Peng, N.; Strong, N. (2017). What determines horizontal merger antitrust case selection? *Journal of Corporate Finance*, 46, 51-76. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2017.06.007.
- Gaur, A. S.; Malhotra, S.; Zhu, P. C. (2013). Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms' rivals: A test of the growth probability hypothesis in China. *Strategic Management Journal*, 34(2), 215-232. doi: 10.1002/smj.2009.
- Ghani, A. N. A. ; Martelanc, R. ; Crescitelli, E. . Avaliação Financeira de Marcas: Há Evidência Empírica Entre Valor de Mercado (BMF&Bovespa) e Valor de Marca (Brand Finance)?. *Contabilidade Vista & Revista* , v. 23, p. 61-82, 2012.
- Goddard, J., Molyneu, P., & Zhou, T. (2012). Bank mergers and acquisitions in emerging markets: Evidence from Asia and Latin America. *European Journal of Finance*, 18(5), 419-438. doi: 10.1080/1351847X.2011.601668.
- Gugler, K.; Szücs F. (2016). Merger externalities in oligopolistic markets. *Int. J. Ind. Organ.*, 47, pp. 230-254.
- Hora, A. B. da; (2017). Panoramas setoriais 2030: Papel e Celulose. *Revista do BNDES*.
- Kang, J., & Kim, J. (2008). The geography of block acquisitions. *The Journal of Finance*, 63, 2817-2858.
- Kim, J. H. (2018). Asset specificity and firm value: Evidence from mergers. *Journal of Corporate Finance*, 48, 375-412. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2017.11.010.
- Kwoka, J., & Shumilkina, E. (2010). The price effect of eliminating potential competition: Evidence from an airline merger. *Journal of Industrial Economics*, 58(4), 767-793. doi: 10.1111/j.1467-6451.2010.00433.x.
- Leal, R. P. C., Almeida, V. de S. e, & Bortolon, P. M. (2013). Produção científica brasileira em finanças no período 2000-2010. *Revista de Administração de Empresas*, 53(1), 046-055.
- Le, H. B. (2016). An empirical analysis of the price and output effects of the southwest/airtran merger. *Competition and Regulation in Network Industries*, 17(3-4), 226-240. doi: 10.1177/178359171601700302.

Li, D.; Chen, Z.; An, Z.; Murong, M. (2017). Do financial analysts play a role in shaping the rival response of target firms? *International evidence*. *Journal of Corporate Finance*, 45, 84-103. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2017.04.011.

Li, J., Lu, J., & Jiang, M. B. (2017). Political Economy Model of Cross-Border Mergers Under Mixed Oligopoly. *Pacific Economic Review*, 22(1), 83-100. doi: 10.1111/1468-0106.12205.

Lommerud K. E., Straume O. R., Sørgaard L.. Downstream Merger with Upstream Market Power, *European Economic Review* , 2005, vol. 49 3(pg. 717-743).

Mackinlay, A.C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville, TN, v. 35, Issue 1, p. 13-39.

Mattoo, A. (2001). Can no competition policy be better than some competition policy? *International Journal of Industrial Organization*, 19(1-2), 55-77. doi: 10.1016/s0167-7187(99)00048-x.

Mentz, M; & Schiereck, D. (2008). Cross-border Mergers and the Cross-border Effect: The case of the Automotive Supply Industry. *Review of Managerial Science*, 2, 199-2018..

Mentz, M.; Meinshausen, S.; Babl, C.; Schiereck, D. (2014). The sources of gains to M&A in the automotive supply industry: Testing collusion versus efficiency theory. *International Journal of Automotive Technology and Management*, 14(1), 46-64. doi: 10.1504/IJATM.2014.058365.

Mesa-Sanchez, B. (2017). Preemptive Mergers in a Vertically Differentiated Unionized Oligopoly. *Manchester School*, 85(5), 511-540. doi: 10.1111/manc.12149.

Naya, J. M. (2017). Firms horizontal mergers and product differentiation strategies. *Estudios De Economía*, 44(2), 47-58.

Newfarmer, R. (1979) Táticas oligopolísticas para controlar mercados e o crescimento das CTNs na indústria de material elétrico do Brasil. *Rev. adm. empres.* [online]. vol.19, n.2, pp.7-25. ISSN 0034-7590.

Okoeguale, K; Loveland, R; (2018). Competition and Merger Activity in the U.S. Telecommunications Industry. *Journal of Financial Research*, 41 (1): 33-65.

Ortiz-Ospina, E. (2017). Monopolistic Competition and Exclusive Quality. *B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, 17(2). doi: 10.1515/bejeap-2016-0036.

Péli, G., & Schenk, H. (2015). Organizational decision-maker bias supports merger wave formation: Demonstration with logical formalization. *Quality and Quantity*. Advance online publication. doi: 10.1007/s11135-014-0122-8.

Polemis, M. L. (2014). Did financial crisis alter the level of competition in the EMU banks? *Applied Economics Letters*, 21(15), 1065-1069. doi: 10.1080/13504851.2014.909564.

Qin, C. Z., & Stuart, C. (1997). Bertrand versus Cournot revisited. *Economic Theory*, 10(3), 497-507. doi: 10.1007/s001990050169.

Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., Viswanathan, S., 2004. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

Romano, Patrícia Ribeiro; Almeida, Vinicio de Souza e. (2015). Análise dos Efeitos em Mercado de Capitais Decorrentes de Fusões: O Caso BRF S.A. [Analysis of Effects in Capital Markets Resulting from Mergers: The BRF Case]. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(5), 606-625. doi: 10.1590/1982-7849rac20151890.

Romero, H., & Fajardo, E. J. (2017). Stock performance and mergers and acquisitions during the financial crisis: Evidence from Latin America. *Espacios*, 38(43).

Rosenberg, Gerson; Fonseca, Maria da Graça Derengowski; Avila, Luiz Antonio. (2010). Análise comparativa da concentração industrial e de turnover da indústria farmacêutica no Brasil para os segmentos de medicamentos de marca e genéricos. *Economia e Sociedade*, 19(1), 107-134. doi: 10.1590/S0104-06182010000100005.

Sales, Augusto Cesar Silva; Zanini, Marco Tulio Fundão. (2017). Investigating the deal making failure in M&A: deal makers' perspective in Brazil. *Revista de Administração (São Paulo)*, 52(4), 467-478. doi: 10.1016/j.rausp.2016.11.002.

Shahrur, H. (2005). Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 61-98. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.01.001.

Siqueira, Paulo Henrique de Lima; Castro Junior, Luiz Gonzaga de. (2010). Fusões e aquisições das unidades produtivas e da agroindústria de cana-de-açúcar no Brasil e nas distribuidoras de álcool hidratado etílico. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 48(4), 709-735. doi: 10.1590/S0103-20032010000400009.

Snyder, C. M. (1996). A dynamic theory of countervailing power. *Rand Journal of Economics*, 27(4), 747-769. doi: 10.2307/2555880.

Song, M. H.; Walkling, R. A. (2000). Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the 'acquisition probability hypothesis'. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 143-171. doi: 10.1016/S0304-405X(99)00048-3.

Souza, J.G. de M.; Gartner, I. R.; (2019). Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil. Análise dos efeitos de aquecimento de mercado. *Revista Contabilidade e Finanças*, v.30, n. 80.

Stevenson, W.J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harbra, 2001.

Suzuki, A. (2009). Market foreclosure and vertical merger: A case study of the vertical merger between Turner Broadcasting and Time Warner. *International Journal of Industrial Organization*, 27(4), 532-543. doi: 10.1016/j.ijindorg.2008.12.003.

Tabak, B. M., Fazio, D. M., & Cajueiro, D. O. (2012). The relationship between banking market competition and risk-taking: Do size and capitalization matter? *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3366-3381.

Tokárová, M. (2003). The impact of insufficiently competitive market structures on economy performance. *Ekonomicky casopis*, 51(8), 913-930.

Tombak, M. M. (2002). Mergers to monopoly. *Journal of Economics and Management Strategy*, 11(3), 513-546. doi: 10.1162/105864002320272594.

Uhlenbruck, K.; Hughes-Morgan, M.; Hitt, M. A.; Ferrier, W. J.; Brymer, R. (2017). Rivals' reactions to mergers and acquisitions. *Strategic Organization*, 15(1), 40-66. doi: 10.1177/1476127016630526.

Valentini, G. (2016). The Impact of M&A on Rivals' Innovation Strategy. *Long Range Planning*, 49(2), 241-249. doi: 10.1016/j.lrp.2015.02.007.

Vardar, G., Aydogan, B. and Seven, U. (2014). The Competitive Conditions of the Banking Industry in the Post-Crisis Period: An Analysis of Turkish Banks. *Iktisat Isletme Ve Finans*. Vol. 29, Iss. 339, pp. 49-68. ISSN 1300- 610X. doi:10.3848/iif.2014.339.4013.

Zilber, Moisés Ari; Piekny, Eugen Erich. (2005). Estratégia de fusões e aquisições: eficácia na expansão das plataformas de produtos em empresas de autopeças. *Revista de Administração Contemporânea*, 9(3), 169-191. doi: 10.1590/S1415-6552005000300009.

7. ANEXOS

Tabela 7 – Lista dos eventos de F&A analisados

Evento	Target Name	Acquirer Name
16/04/2003	Banco Sudameris Brasil SA	Banco Real SA
21/05/2003	Banco Sul America	Banco Rural SA
28/05/2003	Tele Norte Leste Participacoes SA-OI Mobile Phone Unit	Telemar Norte Leste SA
30/05/2003	Riocell SA	Aracruz Celulose SA
04/11/2003	Vicom Ltda	Comsat Brasil Ltda
07/11/2003	Banco Zogbi SA	Banco Finasa SA
10/02/2004	Banco do Estado do Maranhao	Banco Bradesco SA
02/03/2004	CT Torres	Embratel Participacoes SA
14/05/2004	Vant Communications	Brasil Telecom Participacoes SA
19/08/2004	Indusval Multistock Group-Consumer Finance Operations	HSBC Bank Brasil SA Banco Multiplo
10/12/2004	Banco Intercep SA-Sales Promotion Business	Banco Itau Holding Financeira SA
24/12/2004	Atrium Telecomunicacoes Ltda	Telesp Celular Participacoes SA
04/12/2005	Celular CRT Participacoes AS / Telesudeste Celular Participacoes /	Telesp Celular Participacoes SA
21/12/2005	Banco Bec S.A.	Banco Bradesco SA
20/03/2006	American Express Co-Brazilian Credit Card Operations	Banco Bradesco SA
24/04/2006	BankBoston Brazil	Banco Itau Holding Financeira SA
02/08/2006	Way Belo Horizonte SA	Tele Norte Leste Participacoes SA
29/09/2006	MMDSC Comunicacoes SA	CW Telecomunicacoes Ltda
23/10/2006	Bancred SA Credito Financiamento e Investimento	Unibanco Uniao de Bancos Brasileiros SA
24/01/2007	Banco BMC SA{BMC}	Banco Bradesco SA
08/02/2007	YANCHEP Participacoes SA	Anhanguera Educacional Participacoes SA
15/02/2007	Ripasa SA Celulose e Papel- Manufacturing Plant, Embu	Suzano Papel e Celulose SA
09/04/2007	Oeste Organizacao de Ensino Superior e Tecnologia S/C Ltda	Anhanguera Educacional Ltda
20/08/2007	Centro Universitario Radial	Estacio Participacoes SA
31/08/2007	Sergio Miranda Negocios Imobiliarios Ltda	LPS Brasil-Consultoria De Imoveis SA
06/09/2007	Prime Incorporacoes e Construcoes Ltda	MRV Engenharia e Participacoes SA
18/09/2007	Centro de Ensino Superior de Campo Grande S/S Ltda	Anhanguera Educacional Participacoes SA
20/09/2007	Banco do Estado de Santa Catarina SA{BESC}	Banco do Brasil SA
10/10/2007	Centro Educacional Sorocabano Uirapuru Ltda	Veris Educacional SA
07/11/2007	Rede Matriz	Banco Sofisa SA
26/11/2007	Sociedade Brasileira de Programacao Educacional	Sistema Educacional Brasileiro SA
12/12/2007	Uniao Metropolitana de Ensino Paranaense Ltda	Kroton Educacional AS
14/12/2007	Geodex Communications do Brasil SA	Global Village Telecom Ltda {GVT}
15/02/2008	Sociedade Educacional Garra Ltda	Anhanguera Educacional Participacoes SA
19/02/2008	Sociedade de Educacao de Ensino Superior do Lago Ltda	Anhanguera Educacional Ltda
28/02/2008	Instituto Tecnologico de Educacao Superior e Pesquisa de Santa	Anhanguera Educacional Ltda
25/04/2008	Invitel SA	Telemar Norte Leste SA
07/05/2008	Sociedade de Ensino Superior Itapecerica da Serra SS Ltda	Anhanguera Educacional Ltda
15/05/2008	Rede Morar SA	Brasil Brokers Participacoes SA
22/05/2008	Banco Nossa Caixa SA	Banco do Brasil SA
29/05/2008	Balfour Beatty Rail Power Systems (Brazil) Ltda	Facon Electromecanica Industria Comercio e Servicos Ltda
30/05/2008	Colegio Asa Sul / Sociedade Educacional Sul Sacaetanense {Faenac}	Sistema COC de Educacao e Comunicacao Ltda

Evento	Target Name	Acquirer Name
05/06/2008	Abyara Planejamento Imobiliario SA	Brasil Brokers Participacoes SA
13/06/2008	Centro de Esino E Pesquisa Odontologica Ltda	Kroton Educacional SA
31/07/2008	Editora Microlins Brasil SA	Anhanguera Educacional Participacoes SA
11/08/2008	Banco do Estado do Rio de Janeiro SA{BERJ}	Banco Bradesco SA
02/09/2008	Colegio Ponta Verde	Sistema COC de Educacao e Comunicacao Ltda
17/09/2008	Centro de Ensino Unificado de Taguatinga Ltda	Anhanguera Educacional Participacoes SA
22/09/2008	Pioneira Educacional Ltda	Anhanguera Educacional Participacoes SA
06/10/2008	LFG Business e Participacoes Ltda	Anhanguera Educacional Participacoes SA
08/10/2008	Undisclosed Loan Portfolio	Caixa Economica Federal
24/10/2008	Praetorium Instituto de Ensino Pesquisa e Atividades de Extensao em	Sistema Educacional Brasileiro SA
07/11/2008	Banco Votorantim SA	Banco do Brasil SA
11/11/2008	Banco do Estado do Piau SA	Banco do Brasil SA
14/11/2008	Sociedade Educacional Caxias do Sul Ltda	Anhanguera Educacional Participacoes SA
20/01/2009	Aracruz Celulose SA	Votorantim Celulose e Papel SA
02/02/2009	Grupo Educacional Efigenia Vidigal	Sistema Educacional Brasileiro SA
08/07/2009	Pueri Domus Escolas Associadas Ltda	Editora COC Empreendimentos Culturais Ltda
22/09/2009	Teleserv SA	Acom Comunicacoes SA
20/01/2010	Iuni Educacional Ltda	Kroton Educacional SA
20/04/2010	Eloureira do Brasil Projetos Imobiliarios Ltda	BR Properties SA (OLD, NOW 05572A)
14/06/2010	Escola de Profissoes SA	Multi Brasil Franqueadora e Participacoes Ltda
29/07/2010	Conpacel Plant	Suzano Papel e Celulose SA
17/08/2010	Plus Imoveis Ltda	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA
08/09/2010	Maber Empreendimentos Imobiliarios SA	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA IREP Sociedade de Ensino Superior Medio e Fundamental Ltda
18/10/2010	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda	Multi Brasil Franqueadora e Participacoes Ltda
23/11/2010	Yazigi	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA
10/12/2010	Local Negocios Imobiliarios Ltda	Anhanguera Educacional Ltda
16/12/2010	Sociedade Educacional Plinio Leite S/S Ltda	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA IREP Sociedade de Ensino Superior Medio e Fundamental Ltda
01/02/2011	Tha Pronto Consultoria de Imoveis SA	Anhanguera Educacional Ltda
22/02/2011	ANEC-Sociedade Natelense de Educacao e Cultura Ltda	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA IREP Sociedade de Ensino Superior Medio e Fundamental Ltda
03/03/2011	Instituto Manchester Paulista de Ensino Superior{Imapes} Instituto Grande ABC de Educacao e Ensino S/S Ltda, Novatec	Anhanguera Educacional Ltda
31/03/2011	Servico	Anhanguera Educacional Ltda
12/04/2011	Sociedade Universitaria De Excelencia Educacional do Rio Grande do Norte	IREP Sociedade de Ensino Superior Medio e Fundamental Ltda
28/04/2011	Associado de Ensino Superior Elite Ltda / Banco Schahin AS	Anhanguera Educacional Ltda / Banco BMG AS
17/05/2011	Sociedade Educacional de Belo Horizonte Ltda	Anhanguera Educacional Ltda
26/05/2011	Tele Norte Leste Participacoes SA	Brasil Telecom SA
14/07/2011	Uniao de Ensino de Vila Velha Ltda	Editora e Distribuidora Educacional SA
27/07/2011	Instituicao Educacional Professor Luiz Rosa Ltda	Anhanguera Educacional Ltda
16/09/2011	Academia Paulista Anchieta, Uniao Pan-Americana de Ensino, Uniao Bandeiran	Anhanguera Educacional Ltda
21/09/2011	Uniao Sorrisense de Educacao Ltda	Editora e Distribuidora Educacional SA
27/10/2011	Imoveis no Morumbi	Brasil Brokers Participacoes SA
15/12/2011	Uniao Norte do Parana de Ensino Ltda	Editora e Distribuidora Educacional SA
02/03/2012	LPS Foco Consultoria de Imoveis SA	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA
18/04/2012	Movi Equipamentos	Baram Empreendimentos e Participacoes Ltda
27/04/2012	Uniao Educacional Candido Rondon {Unirondon}	Editora e Distribuidora Educacional SA

Evento	Target Name	Acquirer Name
25/05/2012	Itala Participacoes Ltda	Editora e Distribuidora Educacional SA
18/06/2012	Buckeye Americana Ltda	Vicunha Participacoes SA
25/06/2012	iDez Empreendimentos Educacionais Sociedade Simples Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
05/07/2012	LPS Raul Fulgencio Consultoria de Imoveis SA	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA
31/07/2012	Sociedade Educacional do Rio Grande do Sul SS Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
10/09/2012	Fibria Celulose SA-Losango Project Assets	CMPC Celulose Riograndense SA
20/10/2012	Jari Celulose Papel e Embalagens SA-Industrial Packaging Asset	International Paper do Brasil Ltda
31/12/2012	Undisclosed Telecommunications Company	Grupo TorreSur
14/01/2013	Instituto Excelencia Ltda	Anhanguera Educacional Ltda
05/04/2013	Instituto de Ensino Superior Social e Tecnológico{IESST}	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
22/04/2013	Anhanguera Educacional Participacoes SA	Kroton Educacional SA
17/06/2013	Associacao de Ensino de Santa Catarina{ASSESC}	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
26/06/2013	Banco InterCap SA	Banco Indusval SA
12/09/2013	TCA Investimentos e Participacoes Ltda	Estacio Participacoes SA
20/12/2013	Uniao de Ensino Superior do Para-Unespa	ICES Instituto Campinense de Ensino Superior Ltda
20/01/2014	Associacao de Ensino Superior Anglo Lider	Ser Educacional SA
10/04/2014	Universidade Sao Judas Tadeu	Minas Gerais Educacao SA
04/06/2014	Vale Florestar Fundo de Investimento em Participacoes	Suzano Papel e Celulose SA
01/07/2014	Organizacao Paraense Educacional e de Empreendimentos Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
31/07/2014	GVT Participacoes SA	Telefonica Brasil SA
07/08/2014	Centro de Assistencia ao Desenvolvimento de Formacao Profissional Unicel Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
19/09/2014	Centro de Ensino Candanguinho Ltda	SEB Sistema Educacional Brasileiro Ltda
18/11/2014	CEUT Centro de Ensino Unificado de Teresina Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
15/12/2014	Associacao Paulista de Educacao e Cultura	CENESUP Centro Nacional de Ensino Superior Ltda
30/06/2015	Sociedade Universitaria Mileto Ltda	CENESUP Centro Nacional de Ensino Superior Ltda
07/07/2015	Centro Educacional Nossa Cidade Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
03/08/2015	HSBC Bank Brasil SA Banco Multiplo,HSBC Servicos e Participacoes Ltda	Banco Bradesco SA
05/11/2015	Associacao Educacional Esfera	SEB Sistema Educacional Brasileiro Ltda
06/11/2015	Kol Solucoes em Gestao do Conhecimento Ltda	DTCOM Direct To Company SA
17/11/2015	Faculdades Integradas de Castanhal Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
15/12/2015	Grupo Imbec Educacional SA	Devry Educacional Do Brasil SA
18/12/2015	Sociedade Educacional de Santa Catarina	PGP Educacao SA
10/03/2016	Sociedade Empresarial de Estudos Superiores e Tecnologicos Sant'ana Ltda	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltda
31/03/2016	Telefonica Brasil SA-Telecom Towers(1655)	Towerco Latam Brasil Ltda
03/07/2017	Terra Networks Brasil SA	Telefonica Data SA
28/08/2017	Massima Revestimentos Ceramicos Ltda	Duratex SA
11/09/2017	SJT Cursos Preparatorios em Medicina Ltda	Adtalem Educacional do Brasil SA