

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO -

FECAP

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

PETERSON CARLOS PIROLA

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO: UM

ESTUDO EMPÍRICO DE EVENTO PÓS-CRISE DE 2008

São Paulo

2014

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO -
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

PETERSON CARLOS PIROLA

**FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO: UM ESTUDO
EMPÍRICO DE EVENTO PÓS-CRISE DE 2008**

Trabalho de dissertação apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi

São Paulo

2014

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Taiguara de Freitas Langrafe

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

P671f

Pirola, Peterson Carlos

Fusões e aquisições no mercado brasileiro: um estudo empírico de evento pós-crise de 2008. / Peterson Carlos Pirola. - - São Paulo, 2014. 99 f.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Empresas – Fusão e incorporação – Brasil. 2. Crise financeira global, 2008-2009. 3. BM&FBOVESPA.

CDD 658.16

PETERSON CARLOS PIROLA

**FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO: UM ESTUDO EMPÍRICO
DE EVENTO PÓS-CRISE DE 2008**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Rubens Famá
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC

Prof^a. Dr^a. Claudia Emiko Yoshinaga
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 19 de maio de 2014.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos os professores do curso de mestrado na FECAP que de alguma maneira contribuíram para o meu aprendizado e crescimento profissional.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Eduardo Pozzi, meu agradecimento pelo aprendizado nas disciplinas cursadas, pelos direcionamentos efetuados e pela orientação dedicada a este trabalho.

A minha esposa, Maria Fernanda, por estar ao meu lado neste período, pela compreensão nos momentos que estive ausente, pela ajuda e incentivo nos momentos de estudos, sem os quais não seria possível a conclusão deste projeto.

Aos meus pais, sogros, irmã e tio por todo o incentivo e pela educação que me permitiram chegar até aqui.

Aos colegas do mestrado pela ajuda mútua e troca de experiências ao longo do curso.

A ANBIMA por disponibilizar os dados que contribuíram para a aplicação desta pesquisa.

“Feliz aquele que transfere o que sabe e aprende o que ensina”

Cora Coralina

RESUMO

Este trabalho procurou estudar a reação do mercado de capitais Brasileiro diante do anúncio de um processo de Fusões e Aquisições (F&A), investigando seu impacto no preço das ações negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Com relação à metodologia aplicada neste trabalho, podem-se observar pesquisas de natureza descritiva e quantitativa, realizadas com coleta de dados secundários e análise estatística. O problema estudado foi verificar se os anúncios de operações de F&A produziram impacto nos preços das ações negociadas publicamente na BM&FBOVESPA após a crise financeira global de 2008. Tendo como pressuposto a ligação existente entre o mercado de capitais e a decisão das empresas em ingressar num processo de F&A, foi realizado um estudo de evento com o intuito de verificar a existência de retornos anormais estatisticamente significantes em torno e na data do anúncio de um processo de F&A. Os resultados obtidos com a segmentação da amostra entre empresas adquirentes e adquiridas indicam que os anúncios de operações de F&A não produziram impacto nos preços das ações negociadas publicamente na BM&FBOVESPA, durante o período pesquisado, demonstrando indícios da eficiência informacional do mercado de capitais Brasileiro na forma semiforte. Ao efetuar-se a segmentação entre empresas que tiveram mudança de controle, tanto as empresas adquiridas quanto as empresas adquirentes obtiveram retornos anormais positivos. Fato que se repetiu na segmentação efetuada com relação à forma de pagamento.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Criação de valor. Estudo de evento.

ABSTRACT

This work sought to study the reaction of the Brazilian capital market towards announcements of Mergers & Acquisitions (M&A) processes, investigating its impact in the price of stocks negotiated on São Paulo Stock Exchange, Commodities and Futures Exchange (BM&FBOVESPA). With regard to the methodology applied in this work, both descriptive and quantitative researches can be observed. These were carried out by using secondary data collection and statistical analysis. The aim of the survey was to check if the announcements of M&A operations produced impact on the prices of stocks publicly negotiated on BM&FBOVESPA after the global financial crisis in 2008. An event study was carried out in order to verify the existence of statistically significant abnormal returns around the dates of the announcements of the M&A processes, based on the assumption that a link between the stock market and companies' decision to join an M&A process exists. The results obtained with the segmentation of the sample between acquiring and acquired companies indicate that announcements of M&A operations did not impact on the prices of publicly traded shares on the BM&FBOVESPA, during the research period, showing evidence of the informational efficiency of the Brazilian capital market as being semi-strong. When making up the segmentation between companies that had a change in control, both the acquired companies as the acquiring firms had positive abnormal returns, a fact that repeated itself in the segmentation carried out with regard to the payment method.

Keywords: Mergers and Acquisitions. Value creation. Event study.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Classificação dos tipos de F&A.....	25
FIGURA 2 – Reação de preços de ações a novas informações em mercados eficientes e ineficientes	38
FIGURA 3 – Relação entre os três conjuntos distintos de informações	39
FIGURA 4 – Etapas de um estudo de evento	51
FIGURA 5 – Linha de tempo de um estudo de evento.....	55
FIGURA 6 – Linha de tempo do estudo de evento realizado	59

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Evolução do número de F&A entre 1998 e 2012	32
GRÁFICO 2 – Formas de pagamentos em quantidades dos processos de F&A.....	69
GRÁFICO 3 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes	71
GRÁFICO 4 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas.....	72
GRÁFICO 5 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes que tomaram o controle	75
GRÁFICO 6 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas que cederam o controle.....	76
GRÁFICO 7 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes que tomaram o controle e pagaram em dinheiro.....	78
GRÁFICO 8 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em dinheiro	79
GRÁFICO 9 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes que tomaram o controle e pagaram em ações.....	81
GRÁFICO 10 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em ações	82

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Classificação dos tipos de F&A	27
QUADRO 2 – Os maiores negócios feitos por estrangeiras no Brasil em 2012.....	33
QUADRO 3 – As maiores compras feitas pelas brasileiras em 2012.....	33
QUADRO 4 – Bancos que mais assessoraram negócios em 2012.....	34
QUADRO 5 – Trabalhos desenvolvidos envolvendo HME.....	40
QUADRO 6 – Trabalhos desenvolvidos envolvendo criação de valor em F&A.....	47
QUADRO 7 – Amostra dos processos de F&A analisados	65
QUADRO 8 – Resultados dos diagnósticos dos modelos de regressão	92
QUADRO 9 – Formas de pagamentos dos processos de F&A.....	96

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Número total de F&A por setor entre 1998 e 2012	34
TABELA 2 – Retorno anormal em ofertas bem-sucedidas de <i>takeover</i>	43
TABELA 3 – Retorno anormal em ofertas malsucedidas de <i>takeover</i>	44
TABELA 4 – Distribuição dos processos de F&A ao longo dos anos.....	67
TABELA 5 – Distribuição de frequência dos 117 eventos por ramos de atividade.....	67
TABELA 6 – Retornos anormais das empresas adquirentes	64
TABELA 7 – Retornos anormais das empresas adquiridas	71
TABELA 8 – Retornos anormais das empresas adquirentes que tomaram o controle.....	74
TABELA 9 – Retornos anormais das empresas adquiridas que cederam o controle.....	75
TABELA 10 – Retornos anormais das empresas adquirentes que tomaram o controle com pagamento em dinheiro	77
TABELA 11 – Retornos anormais das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em dinheiro	78
TABELA 12 – Retornos anormais das empresas adquirentes que tomaram o controle com pagamento em ações	79
TABELA 13 – Retornos anormais das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em ações.....	81

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	13
1.2 SITUAÇÃO-PROBLEMA	16
1.3 OBJETIVOS	17
1.4 JUSTIFICATIVA	17
1.5 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	19
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO	19
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES	21
2.1.1 Classificação E Tipos De Fusões E Aquisições	24
2.1.2 Sinergias Nos Processos De Fusões E Aquisições	28
2.1.3 Fusões E Aquisições No Brasil	30
2.2 HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE (HME)	35
2.3 CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA	41
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	49
3.1 TIPO E MÉTODO DE PESQUISA	49
3.1.1 OPERACIONALIZAÇÃO DO MÉTODO	50
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DOS DADOS	58
3.3 ANÁLISE DOS DADOS E PROCEDIMENTOS	58
3.4 CÁLCULO DOS RETORNOS ESPERADOS	59
3.5 DIAGNÓSTICO DOS MODELOS DE REGRESSÃO	60
3.6 CÁLCULO E AGREGAÇÃO DOS RETORNOS ANORMAIS	62
4 RESULTADOS DA PESQUISA	65
4.1 PERFIL DA AMOSTRA ANALISADA	65

4.2 EMPRESAS ADQUIRENTES E ADQUIRIDAS	69
4.3 MUDANÇA DE CONTROLE	74
4.4 FORMA DE PAGAMENTO	77
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	84
REFERÊNCIAS.....	87
APÊNDICE A – DIAGNÓSTICOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO.....	92
APÊNDICE B – PROCESSOS DE F&A COM MUDANÇA DE CONTROLE	96

1 INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições (F&A) estão se consolidando como uma das melhores formas de crescimento empresarial no Brasil. Este fenômeno vem redefinindo e alterando o ambiente empresarial e gerencial, podendo ser visto com uma resposta das organizações ao fraco crescimento da economia mundial nos últimos anos e ao ambiente cada vez mais competitivo. Em processos de F&A, esperam-se melhorias de desempenho, crescimento das receitas e como consequência criação de valor para as partes envolvidas, gerando assim uma sinergia, termo que Damodaran (2007) define como o aumento de valor gerado pela combinação de empresas, criando uma entidade nova e mais valiosa.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

As F&A vêm se tornando um dos principais meios de consolidação da indústria, principalmente em países emergentes. Seus processos são cada vez mais frequentes nos noticiários das economias ao redor do mundo. Tais processos são inerentes à concorrência capitalista e guardam estreita relação com as condições do mercado de capitais, mas principalmente com as grandes corporações. Lubatkin (1983) salienta que a estratégia de crescimento via F&A no mundo dos negócios tem sido e continuará sendo uma alternativa em muitos aspectos mais vantajosa do que o crescimento interno. De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 114):

A maioria dos altos executivos se envolverá em pelo menos uma – e possivelmente mais de uma – grande transação estratégica durante sua carreira. Mesmo que nunca chegue a concluir uma transação dessas, pode esperar, no mínimo, receber propostas de outras empresas, dar lances em uma empresa oferecida por um banco de investimentos persuasivo ou discutir com colegas de trabalho os méritos de uma negociação.

Porém, em alguns casos específicos, os processos de F&A são consequências de conflitos subjacentes entre os interesses dos administradores existentes e dos acionistas, sendo utilizados como instrumentos pelos quais os acionistas conseguem afastar os administradores com os quais estão insatisfeitos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2011).

Já Copeland, Koller e Murrin (2002) citam que uma F&A pode ser boa para os acionistas de ambas as empresas, mas ruim para a economia se criar uma

posição de monopólio que possa prejudicar os consumidores. Ao contrário, se existir ganhos reais de eficiência, pode levar a produtos de qualidade mais elevada e preços mais baixos. Entretanto, “qualquer pessoa que esteja considerando uma aquisição precisa compreender o fato fundamental de que muitas aquisições corporativas não elevam o valor para o acionista” (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002, p. 115). Zook e Allen (2010) argumentam ainda que é possível aumentar o valor de mercado total de uma empresa por meio de fusões que nem aumentam os lucros e nem criam uma trajetória sustentável de crescimento.

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76) (BRASIL, 1976), em seu artigo 227, conceitua incorporação (aquisição) como sendo: "a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações". Já em se tratando de fusão, a Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76) em seu artigo 228, cita que: "A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações". Em se tratando de cisão, temos a seguinte definição:

é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão. (BRASIL, 1976).

Nos processos de F&A, a empresa que tenta adquirir o controle da outra é chamada de empresa adquirente. A empresa que a adquirente busca controlar é chamada de empresa-alvo ou empresa visada. Ao término do processo, a empresa visada é chamada de empresa adquirida.

Evidencia-se ao longo dos últimos anos, diversos trabalhos onde F&A são analisadas de diversas formas: pode-se efetuar a avaliação do ponto de vista da empresa comprada, do ponto de vista do comprador ou por avaliação de ambos. A análise do efeito riqueza para os acionistas envolvendo o impacto destes processos no valor de mercado das empresas é geralmente desenvolvida por meio do método do estudo de evento que consiste em uma metodologia que permite mensurar o impacto de eventos específicos sobre o valor das empresas. De um modo geral, os resultados sugerem que nos processos de F&A, as empresas adquiridas possuem retornos anormais positivos e elevados, enquanto as empresas adquirentes possuem retornos anormais próximos de zero (CAMARGOS; BARBOSA, 2007).

O retorno anormal para uma determinada ação em um período específico é definido como a diferença entre o retorno observado (*ex post*) e o retorno normal gerado por um modelo de estimação (*ex ante*), que seria o retorno esperado caso o evento não tivesse ocorrido (LUCCHESI, 2005).

A economia brasileira apresentou nos últimos anos um volume considerável de F&A, necessitando de um melhor entendimento dos desdobramentos teóricos e práticos desta atividade. Segundo dados da consultoria KPMG (2013), entre 1998 e 2012 ocorreram 7.120 processos de F&A, sendo que 3.226 foram realizados envolvendo somente empresas brasileiras (domésticas) e 3.894 envolvendo empresas brasileiras e estrangeiras (*cross border*).

A decisão gerencial de submeter-se a um processo de F&A gira em torno da expectativa de criação de riqueza para os acionistas, por meio de valorização das ações no mercado. De acordo Brigham e Ehrhardt (2006) a principal motivação para tal processo é aumentar o valor da empresa combinada. Brealey, Myers e Allen (2008) corroboram com esta afirmação, quando citam que um processo de F&A só aumenta o valor quando as duas empresas juntas valem mais do que as empresas separadas. Portanto, espera-se que um processo de F&A reflita positivamente no valor das ações das empresas envolvidas, através da incorporação das expectativas dos investidores em relação aos potenciais ganhos e sinergias nos preços das ações.

Em um mercado de capitais eficiente, com relação às informações, Fama (1970) identifica que os preços são ajustados imediatamente, refletindo completamente a nova informação não havendo tendências para aumentos e diminuições posteriores. Um anúncio de F&A deve incorporar aos preços dos títulos a expectativa dos investidores quanto aos resultados futuros deste processo. Quanto mais rápida for esta incorporação, mais eficiente é o mercado. O presente trabalho busca identificar se as operações envolvendo F&A anunciadas após a crise financeira global de 2008 criaram valor para os investidores das empresas envolvidas.

1.2 SITUAÇÃO-PROBLEMA

Considerando que um processo de F&A deve ser benéfico tanto para os acionistas da empresa adquirente quanto para os acionistas da empresa adquirida, a atualidade do tema e sua importância na economia brasileira, devido ao crescente número nos processos de F&A, este trabalho buscará responder a seguinte questão de pesquisa:

Os anúncios de operações de F&A produziram impacto nos preços das ações negociadas publicamente na BM&FBOVESPA após a crise financeira global de 2008?

Conforme comentado anteriormente, os resultados sugerem que as empresas adquiridas possuem retornos anormais positivos e muitas vezes elevados, enquanto as empresas adquirentes possuem retornos anormais próximos de zero.

O raciocínio anterior repousa na ideia que paga-se caro pela empresa visada, devido a erros de avaliação provocados pelo excesso de confiança, denominado *hubris* por Roll (1986), custos de transação muito elevados e prêmios pelo controle, entre outros.

Conforme o problema de pesquisa mencionado no item anterior e com base nas premissas que envolvem um processo de F&A, as principais hipóteses que serão discutidas e abordadas durante o trabalho são:

H₀₁: Para as empresas adquirentes, o anúncio de um processo de F&A não produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

H_{a1}: Para as empresas adquirentes, o anúncio de um processo de F&A produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

H₀₂: Para as empresas adquiridas, o anúncio de um processo de F&A não produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

H_{a2}: Para as empresas adquiridas, o anúncio de um processo de F&A produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

1.3 OBJETIVOS

Neste contexto, a pesquisa tem como objetivo geral verificar se as operações de F&A anunciadas após a crise financeira global de 2008 criaram valor para os investidores das empresas envolvidas, listadas na BM&FBOVESPA.

Como objetivos específicos, pretende-se:

- a) identificar os fundamentos que sustentam a expectativa de criação de valor e ganho de sinergia em um processo de F&A;
- b) identificar se os processos de F&A analisados criaram valor tanto para os acionistas das empresas adquirentes quanto para os acionistas das empresas adquiridas;
- c) verificar a eficiência informacional semiforte do mercado de capitais brasileiro diante de um anúncio de F&A;
- d) produzir evidências que possam demonstrar os retornos anormais no preço das ações no período pós-crise 2008, influenciadas pelo anúncio de F&A.

1.4 JUSTIFICATIVA

Os processos de F&A têm transformado as relações empresariais ao longo dos anos, constituindo assim uma das atividades de destaque no mercado econômico-financeiro, resultando em empresas que ganharam dimensões verdadeiramente globais.

Baseada principalmente no mercado norte-americano, a literatura econômico-financeira internacional cita quatro ondas de F&A, que desempenharam um papel fundamental na consolidação de setores econômicos e na concentração de capitais. Foram elas: *The Great Merger Wave* (1887-1904) apresentou como principais características grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologia de manufatura, consolidando indústrias de petróleo, tabaco entre outras, além da formação de grandes monopólios; *The Merger Movement* (1916-1929) representou a consolidação de firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública, comunicações e automobilístico, caracterizado por fusões que visavam ao poder de oligopólio; *The 1960s Conglomerate Merger Wave* apresentou fusões que visavam à diversificação como uma resposta as maiores restrições às

fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis *antitruste* em 1950 e *The Wave of the 1980s* caracterizada pela expansão empresarial através de aquisições de outras empresas, em razão do baixo valor das ações no mercado de capitais (SCHERER; ROSS, 1990).

Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 653) expõem que: “não existe atividade mais dramática ou controvertida no mundo em finanças das empresas do que a aquisição de uma empresa por outra, ou a fusão de duas organizações”.

Brealey, Myers e Allen (2008) citam que quando se compra uma nova empresa, faz-se um investimento e todos os princípios básicos de decisão de investimento se aplicam neste processo.

Com o aumento dos processos de F&A no mercado brasileiro, observa-se uma reorientação do enfoque estratégico das empresas brasileiras, que passam cada vez mais a privilegiar a competitividade, mediante ao acesso de tecnologias mais avançadas, implantação de programas de qualidade e produtividade e busca por novos mercados (CAMARGOS, 2008).

Ainda segundo Camargos (2008), a criação de valor pra os acionistas em processos de F&A é um tema discutido amplamente na literatura internacional, mas que ainda não foi amplamente discutido pelos acadêmicos brasileiros, devido ao baixo número de transações comparado com os mercados mais desenvolvidos e também pelas dificuldades de obtenção de dados e informações sobre a grande maioria dos processos de F&A (estão disponíveis somente dados parciais sobre S.A.).

Nesse sentido, verificar o impacto que um processo de F&A exerce nos preços das ações das empresas envolvidas consiste em tema de grande relevância, haja vista o incremento no volume de negócios realizados nos últimos anos no Brasil. Segundo informações da KPMG (2013), somente no ano de 2012 ocorreram 816 operações no mercado brasileiro.

O mercado de F&A discorre entre os mais variados setores da economia brasileira, sendo que em 2012, a liderança dos processos de F&A ficou com o setor de Tecnologia da Informação, seguida pelo setor de Serviços para Empresas e Empresas de Internet (KPMG, 2013). Além disto, tais processos envolvem bancos e escritórios que prestam assessoria para o bom andamento dos negócios.

Diante do exposto acima, o tema abordado neste trabalho é importante pelo fato de contribuir para um melhor entendimento de como os processos de F&A influenciam na criação de valor para os acionistas, visto que tais processos são investimentos efetuados em condições de incertezas, onde o princípio básico é a criação de sinergia.

1.5 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

Devido ao grande número de processos de fusões e aquisições realizadas no Brasil nos últimos anos, o crescente aumento de valores envolvidos nas transações e toda a cadeia de valor envolvida no processo, como as empresas, instituições financeiras, consultorias e áreas afins, esta pesquisa pretende colaborar com estudiosos do assunto e executivos que atuam aconselhando ou realizando a intermediação dessas operações.

O presente trabalho busca contribuir para um aumento na compreensão de um tema relevante e controverso tanto para a área acadêmica quanto para a área empresarial com a discussão sobre F&A no Brasil e até que ponto este processo gera retornos anormais positivos nos preços das ações e possível criação de valor para os acionistas das empresas envolvidas.

Através desta pesquisa, busca-se ampliar o conhecimento existente sobre o processo de F&A no Brasil e a criação de valor no período pós-crise de 2008, ao identificar e analisar se os anúncios sobre os processos de F&A resultaram na criação de valor para os acionistas.

1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho está organizado em cinco seções.

Inicialmente, apresenta-se uma abordagem geral do tema em estudo, onde é contextualizada a problemática da necessidade de pesquisa, os seus objetivos, a hipótese a ser testada, suas justificativas e as prováveis contribuições do estudo.

Na seção seguinte é apresentada uma revisão do referencial teórico, onde são transcritos os principais conceitos e estudos relacionados ao problema de pesquisa. A revisão percorreu a literatura relacionada ao processo de F&A,

descrevendo seus tipos e características, as principais sinergias encontradas em tais processos e como ele discorre no Brasil. Também foram abordados os assuntos relacionados à teoria da Hipótese de Mercado Eficiente (HME) e da criação de valor para o acionista.

Já na terceira parte, discutem-se os aspectos metodológicos do trabalho, indicando o tipo de pesquisa, critérios para seleção, tratamento dos dados, a operacionalização do método e os modelos estatísticos que foram utilizados nos testes, bem como quais os diagnósticos do modelo de regressão foram executados para a validação da amostra.

Na seção seguinte, são transcritos os resultados obtidos com a utilização da metodologia proposta em função dos objetivos descritos inicialmente no trabalho.

Por fim, são apresentadas as considerações inferidas a partir das observações, análises e deduções obtidas com o desenvolvimento da pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O arcabouço teórico deste trabalho se baseia em três tópicos principais: fusões e aquisições, Hipótese de Mercado Eficiente (HME) e a criação de valor para o acionista, discutidos e apresentados a seguir.

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

De acordo com a teoria de finanças, a participação em um processo de F&A faz parte das decisões de investimento das empresas, seja por uma possibilidade de expansão, diversificação ou crescimento dos negócios. Segundo Gitman (2010, p. 646),

Em alguns casos, as empresas recorrem às fusões e aquisições em busca de expansão por meio da tomada de controle de outras. Embora o principal motivo para uma fusão ou aquisição deva ser aumentar o valor da ação da empresa, existem diversos outros motivos mais imediatos, como diversificação, questões fiscais e aumento da liquidez dos proprietários. Em outros casos, as fusões e aquisições são realizadas para obter determinados ativos, e não uma empresa inteira.

Um processo de F&A participa assim, de uma multidisciplinaridade que envolve as mais diversas áreas das ciências, como a administração, finanças, economia, direito, dentre outras. Uma avaliação completa de um processo de F&A permeia todas estas áreas, cada uma com sua importância, pois de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2011), além da sinergia, existem efeitos contábeis, fiscais e jurídicos envolvidos em uma F&A.

As empresas utilizam como estratégias corporativas de expansão as F&A. Castro (2010) cita que um processo de F&A tanto pode ser uma decisão estratégica, quanto pode derivar de outros fatores, tais como busca de glória e poder por parte dos acionistas e administradores, sendo que estes buscam aumentar seus benefícios, como satisfação no trabalho, maiores salários ou bônus e a redução do risco de perder seus empregos, visto que as F&A são potencialmente formas mais rápida para se atingir tais objetivos.

Esses argumentos resultam em um problema de agência que Silveira (2010) cita que ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal (agem por interesse próprio) e não maximizar a riqueza dos

acionistas, motivo pelo qual são contratados. Também nesses casos, podem ocorrer *hubris* (hipótese do orgulho exagerado ou excesso de confiança) devido a erros na avaliação da empresa visada, cometidos por executivos que se engajam em tais processos de F&A, mesmo sabendo que não gerarão sinergia alguma.

Além destes fatores, a anomalia chamada *winner's curse* pode estar presente nos processos de F&A. Thaler (1988) cita que em muitos casos, quando existem mais de um adquirente interessado no negócio e que as estimativas com relação aos ganhos são altas por parte de alguns deles, os adquirentes tendem a fazer ofertas de maior valor para conseguir concretizar o processo. Isso pode acarretar dois problemas de *winner's curse*: a proposta vencedora excede o valor do negócio, de modo que a empresa adquirente perde dinheiro; o valor dos ganhos é menor do que previsto nas estimativas, sendo que o adquirente fica desapontado com os resultados, ou seja, mesmo obtendo lucros com o negócio, eles são menores do que os estimados no momento da oferta. Com relação ao segundo problema de *winner's curse* Thaler (1988) cita ainda que ele pode ocorrer quando um adquirente subestima a magnitude do ajustamento no preço, necessário para compensar a presença de outros adquirentes interessados no negócio.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2011), um dos métodos que uma empresa pode adquirir outra é através de uma fusão ou consolidação. A aquisição também pode ser feita através da compra de ativos ou ações e o seu pagamento pode se efetuado em ações ou em dinheiro. Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 653) explicam os termos fusão e consolidação com sendo:

Fusão é a absorção de uma empresa por outra. A empresa que procede à absorção conserva seu nome e sua identidade, e adquire todos os ativos e passivos da empresa absorvida. Após a fusão, a empresa absorvida deixa de existir como entidade separada.

Consolidação é igual a uma fusão, exceto pelo fato de que se cria uma empresa inteiramente nova. Numa consolidação, as duas empresas deixam de existir, em termos jurídicos, e tornam-se parte da nova empresa. [...] As aquisições por meio de fusão e consolidação resultam na combinação dos ativos das empresas envolvidas.

Ainda segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011), uma das vantagens da fusão é ser juridicamente simples e ter custos menores que outras formas de aquisição, pois evita a necessidade de transferir a propriedade de cada ativo da empresa adquirida para a empresa adquirente. Como desvantagem é visto como

dificuldade do processo, a fusão ter que ser aprovada em assembleia de acionistas das duas empresas.

A decisão de financiar uma aquisição com dinheiro ou ações é muito importante, visto que depende de diversos fatores, dentre eles os impostos, uma vez que as aquisições mediante pagamento em dinheiro podem resultar em uma transação tributada. Já a compra com pagamento em ações, é uma transação isenta de impostos. Rappaport e Sirower (1999) argumentam que quando o pagamento é feito em dinheiro, os papéis de ambas as partes envolvidas no processo (adquirentes e adquiridas) são claros e a troca de dinheiro por ações resulta em uma simples transferência de propriedade. Já quando o pagamento é feito em ações, torna-se menos claro quem é o adquirente e quem é a adquirida, pois em alguns casos, os acionistas da empresa adquirida podem acabar possuindo a maior parte das ações da empresa adquirente. Efetuando o pagamento em dinheiro, os acionistas da empresa adquirente assumem todo o risco de que o valor esperado da sinergia incorporado no prêmio pela aquisição pode não ser concretizado. Porém, quando o pagamento é feito em ações, esse risco é compartilhado na proporção percentual que os acionistas irão possuir da empresa, tanto os acionistas da empresa adquirente quando os acionistas da empresa adquirida (RAPPAPORT; SIROWER, 1999).

As empresas buscam um processo de F&A a fim de atingir determinados objetivos. Um dos principais é maximizar a riqueza dos proprietários, refletida no preço das ações da empresa adquirente. Desta forma, as F&A buscam ganhos, iguais ou superiores a outros investimentos, com riscos semelhantes. De encontro a essa referência, Bruner (2004) definiu três resultados possíveis:

- a) conservação de valor: neste caso, o retorno esperado pelo acionista é igual ao retorno obtido, sua riqueza vai crescer de acordo com a taxa exigida, ou seja, o acionista ganha retornos normais e está satisfeito;
- b) criação de valor: o retorno obtido pelo acionista é maior que o retorno esperado, sua riqueza cresce mais do que a taxa exigida, ou seja, o acionista ganha retornos anormais e fica satisfeito, pois obter tais resultados em um mercado competitivo não é fácil;

- c) destruição de valor: nesta situação, o retorno do investimento é menor que o exigido pelo acionista, ele poderia investir em outras oportunidades com riscos similares. Fica insatisfeito com o resultado obtido.

Outros motivos citados por Gitman (2010) que são condizentes com a maximização da riqueza e devem ser perseguidos são: crescimento ou diversificação, sinergia, captação de fundos, aquisição de capacidade gerencial ou tecnológica, considerações fiscais, aumento da liquidez para os proprietários e defesa contra aquisições hostis.

Alguns autores questionam se a diversificação é realmente um benefício capaz de produzir aumentos de valor para a empresa adquirente ou se é provavelmente um problema de agência, uma vez que para promover a redução do risco, o acionista pode simplesmente adquirir ações de empresas diferentes.

Damodaran (2007) argumenta que uma F&A motivada apenas por diversificação, não deve, por si só, exercer efeito sobre o valor combinado das duas empresas envolvidas na transação, quando ambas são publicamente negociadas e quando seus investidores podem diversificar por conta própria. Brealey, Myers e Allen (2008) corroboram quando citam que a diversificação não aumenta o valor das empresas em mercados perfeitos, desde que as oportunidades para os investidores diversificarem não sofram alterações. Já Brigham e Ehrhardt (2006) citam que alguns administradores sustentam que a diversificação ajuda a estabilizar os lucros de uma empresa, beneficiando seus proprietários. Porém, esta estabilidade é benéfica para os empregados, fornecedores e clientes, mas seu valor para os acionistas, com certeza, é menor. Ainda sobre a diversificação em processos de F&A, Stewart III (2005, p. 308) afirma que:

Fazer uso de uma aquisição para diversificar o risco não cria valor em si, pois os investidores podem obter os mesmo benefícios de graça. Podem diversificar o risco em suas carteiras comprando ações de empresas contracíclicas. Portanto, qualquer prêmio que uma companhia pague sobre o valor de mercado que os investidores teriam de pagar pela diversificação é equivalente a fazer contribuições de caridade aleatoriamente a transeuntes.

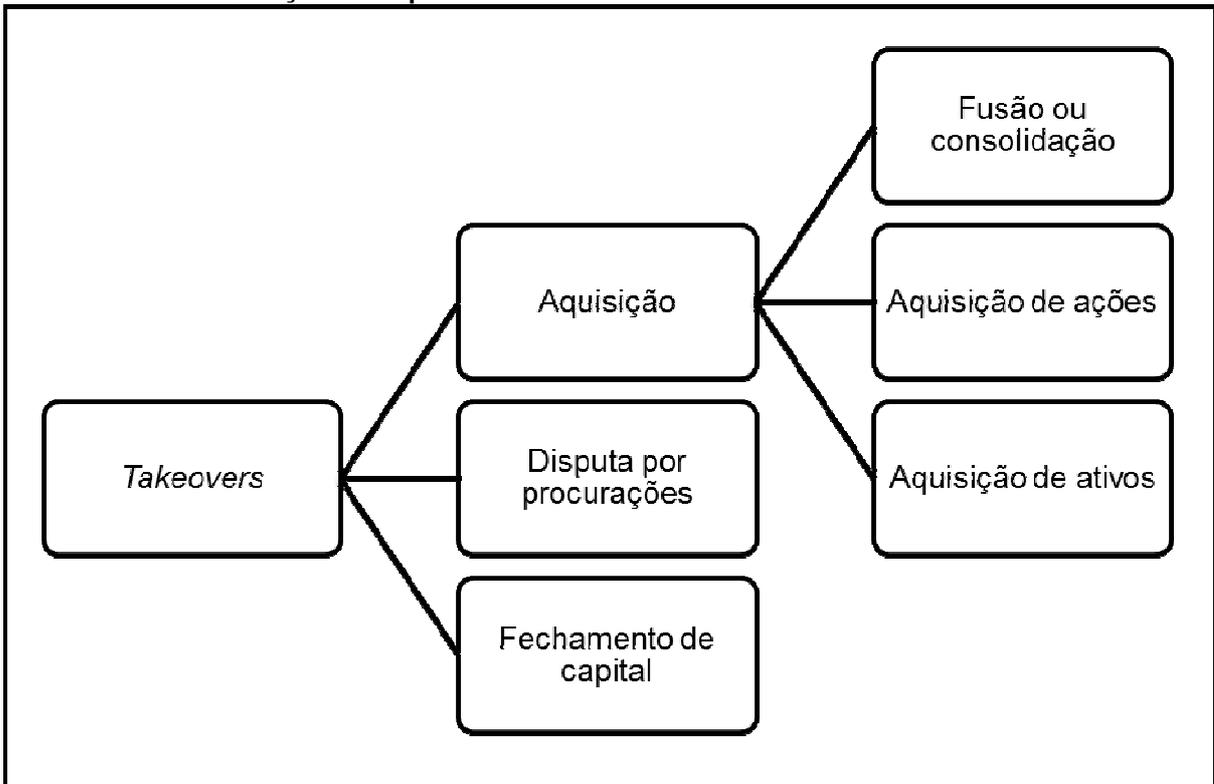
2.1.1 CLASSIFICAÇÃO E TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

De acordo com Gitman (2010), o processo de F&A pode ser classificado pela forma em que ocorre sua negociação, podendo ser uma aquisição amigável ou

hostil. Em um processo amigável, a aquisição está de acordo com a administração da empresa adquirida, aprovada por seus acionistas. Já em um processo hostil, a administração da empresa adquirida não apoia o processo, forçando a empresa adquirente a buscar o controle através de compra de ações no mercado. Neste momento, no entanto, os administradores da empresa-alvo incitam os acionistas a não entregarem suas ações, possivelmente indicando que o preço ofertado (dinheiro, títulos de dívida ou ações da empresa adquirente) é muito baixo (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

Ross, Westerfield e Jaffe (2011) citam também os *takeovers*, que se refere à transferência de controle de uma empresa de um grupo de acionistas a outro. Esses processos podem ocorrer por meio de aquisições, disputas por procurações e operações de fechamento de capital. Se o processo for feito através de aquisição, ele será por meio de uma fusão ou consolidação, ou compra de ações, ou pela compra de ativos, como mostra a figura 1.

FIGURA 1 – Classificação dos tipos de F&A



Fonte: Adaptado de Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 655)

Ross, Westerfield e Jaffe (2011) afirmam que uma F&A ainda pode ser classificada como horizontal, vertical e conglomerado. Brigham e Ehrhardt (2006) e Gitman (2010) citam ainda mais um tipo, o de congênere.

Uma F&A horizontal ocorre entre empresas pertencentes ao mesmo ramo de atividade, seus produtos competem no mesmo mercado. Constituem atualmente o tipo dominante nos processos de F&A. Tem como principal desafio a necessidade de integração estratégica e operacional, evitando duplicação de atividades. Este processo resulta na expansão das operações da empresa, redução de custo, aumento da eficiência operacional e eliminação de concorrência. Normalmente, este processo é regulado por órgãos governamentais porque dele surgem empresas mais poderosas, dada a sua participação no mercado e domínio de tecnologias mais amplas, reduzindo a competição em um determinado ramo da indústria, podendo levar à criação de um monopólio ou cartel.

Já uma F&A vertical, envolve empresas situadas em diferentes estágios do mesmo processo produtivo, dentro da mesma cadeia de valor, ou seja, entre cliente e fornecedor. Busca-se com este tipo de processo realizar economias por meio de operações integradas, simplificação de controles, maior facilidade de coordenação, estruturação de cadeias eficientes de logística, seja sobre a aquisição de matérias-primas ou sobre a distribuição de produtos acabados.

O tipo congênere acontece entre empresas situadas no mesmo setor, porém em ramos específicos diferentes. Além da diversificação do risco, esta modalidade busca uma diminuição nos custos com distribuição e utilização dos mesmos canais de vendas dos produtos, atingindo os clientes das duas empresas.

Por fim, o tipo conglomerado ocorre quando as empresas envolvidas não estão relacionadas de forma alguma, atuam em setores diferentes. Gitman (2010, p. 650) cita que: “o principal benefício da formação de conglomerado consiste na possibilidade de redução do risco por meio da combinação de empresas com diferentes padrões sazonais ou cíclicos de vendas e lucros”.

Ainda segundo Gitman (2010), as fusões horizontais buscam obter o benefício da sinergia. A diversificação pode levar a uma fusão vertical ou do tipo conglomerado.

O quadro a seguir demonstra as classificações de F&A e os objetivos que podem ser alcançados com cada uma delas.

QUADRO 1 – Classificação dos tipos de F&A

Tipo de F&A	Definição	Objetivos
Horizontal	F&A dentro de um mesmo segmento	Obtenção de economias de escala e escopo Eficiência operacional Redução de custos Aumento da fatia de mercado Ampliação de fronteiras Eliminação de concorrência Penetração rápida em novas regiões
Vertical	F&A de empresas que estão à frente ou atrás da cadeia produtiva	Maior controle sobre as atividades Proteção do investimento principal Maior facilidade na distribuição dos produtos Integração de operações Redução de custos de transação externa Planejamentos de produção
Congênere	F&A de empresas situadas no mesmo setor, mas não no mesmo ramo específico	Diminuição dos custos de distribuição Diversificação do risco Ganho de <i>know-how</i> no setor Ampliação da linha de produtos Entrada em novos mercados
Conglomerado	F&A sem qualquer tipo de sinergia	Diversificação do risco Aproveitamento das oportunidades de investimento Partilha de recursos complementares

Fonte: Adaptado de Rotela Junior (2012, p. 13)

Além da classificação quanto ao ramo de negócio desenvolvido pelas empresas envolvidas no processo de F&A, os processos também são classificados em domésticos quando ocorre entre empresas de capital brasileiro, e *cross border* (CB) quando a transação se realiza entre empresas de diferentes nacionalidades.

Uma das principais formas de investimento estrangeiro na economia mundial são as F&A *cross border* que, de acordo com o relatório de F&A da KPMG (2013), ainda podem ser classificadas em:

- a) CB1: empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de brasileiros, empresa de capital brasileiro estabelecida no País;
- b) CB2: empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo, de estrangeiros, empresa de capital estrangeiro estabelecida no exterior;
- c) CB3: empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo, de estrangeiros, empresa de capital estrangeiro estabelecida no Brasil;

- d) CB4: empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de estrangeiros, empresa de capital estrangeiro estabelecida no Brasil;
- e) CB5: empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo, de brasileiros, empresa de capital brasileiro estabelecida no exterior.

O desinvestimento e a venda também fazem parte dos processos de F&A. Muitas vezes a empresa adquirente se desfaz de parte da empresa adquirida por não achar lucrativa aquela operação, para reduzir ou minimizar custos com certos produtos que não geram lucratividade suficiente para o negócio ou até mesmo por acordos firmados com órgãos governamentais no momento da compra, a fim de evitar possíveis criações de monopólio no mercado.

2.1.2 SINERGIAS NOS PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2011), os benefícios decorrentes de aquisições são chamados de sinergia. Já Damodaran (2007) conclui que sinergia é o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades às quais essas empresas não teriam acesso se atuassem separadamente. Lubatkin (1983) cita que a sinergia, talvez a forma mais evidente de criação de valor, ocorre quando duas empresas podem produzir mais efetivamente (otimização de recursos) ou mais eficientemente (menor custo) juntas do que separadas. De acordo com Berkovitch e Narayanan (1993), a sinergia parte do princípio que tanto os administradores das empresas adquirentes quanto os das empresas adquiridas maximizem as riquezas dos acionistas e, sendo assim, só participem de operações de aquisição se os resultados gerarem ganhos para os acionistas de ambas as empresas.

Como exemplo, conforme citam Ross, Westerfield e Jaffe (2011), suponha que a empresa *A* esteja estudando a possibilidade de adquirir a empresa *B*, sendo que V_A é o valor da empresa *A* e V_B , é o valor da empresa *B*. A diferença entre o valor da empresa combinada (V_{AB}) e a soma dos valores das duas empresas separadas é a sinergia produzida pela aquisição, ou seja:

$$\text{Sinergia} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Diante do exposto, percebe-se que as sinergias possuem relação estreita com os motivos que permeiam os processos de F&A, visto que representam os

ganhos e benefícios decorrentes de tais processos que buscam: maior eficiência operacional; redução de custos sejam eles produtivos, de *marketing* ou logísticos e eliminação de departamentos com atividades e funções similares.

De acordo com Brigham e Ehrhardt (2006), Damodaran (2007), Brealey, Myers e Allen (2008) e Ross, Westerfield e Jaffe (2011), as principais fontes de sinergias nos processos de F&A são:

- a) economias de escala – resultante da redução ou eliminação de custos de produção e de despesas com atividades corporativas, compartilhando o uso de recursos centrais, tais como o escritório central da empresa, alta administração e centrais integradas de TI;
- b) economias de integração vertical – advindas de aumento no controle do processo produtivo, seja pela expansão para trás, em direção a obtenção e produção da matéria-prima, ou para frente em direção ao consumidor final. Transferências de tecnologia também constituem outra explicação para integração vertical;
- c) capacidade de endividamento – decorrente de uma melhor estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem com menores custos de endividamento;
- d) eliminação de administração ineficiente – advindas das mudanças de gestão, geralmente na empresa-alvo, a fim de melhorar seu desempenho econômico e financeiro;
- e) maior poder de mercado – decorrente da redução da concorrência e da maior participação de mercado, aumentando seu poder de negociação junto aos fornecedores, clientes e governo;
- f) recursos complementares – advindos do uso conjunto de insumos exclusivos, transferência de tecnologia e conhecimento específicos de determinados produtos ou serviços;
- g) benefícios fiscais – decorrentes da utilização de leis fiscais para aumentar o valor dos ativos da empresa adquirida e também do uso de prejuízos operacionais líquidos acumulados em exercícios anteriores, que podem ser compensados em exercícios futuros.

Além das fontes citadas acima, Patrocínio, Kayo e Kimura (2007, p. 206) acrescentam a intangibilidade quando citam:

Quando se fala em aumento de competitividade, é muito comum falar-se também dos ativos intangíveis. Afinal, esses ativos proporcionam a seus proprietários fontes importantes de diferenciação e, portanto, de vantagem competitiva sustentável. Devido a isso, há indicações de que a incorporação de intangíveis seja, atualmente, uma das principais motivações para a realização de operações de fusões e aquisições.

As sinergias e os motivos que levam as empresas a participarem dos processos de F&A, muitas vezes, se sobrepõem, conforme visto anteriormente. Isto torna ainda mais difícil identificar qual foi a real motivação pela qual as empresas ingressaram em tais processos.

No cenário brasileiro, Camargos e Barbosa (2005) citam que as F&A visam obter maior porte e, como consequência, maior poder de barganha e de mercado através das seguintes sinergias: aumento de eficiência das empresas envolvidas; redução de custos e despesas; redução de impostos e redução do custo de capital.

2.1.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

O processo de liberalização econômica nos países emergentes fez com que os números de F&A aumentassem ao longo dos anos. Este fato contribuiu para a desregulamentação dos mercados locais, permitindo que empresas estrangeiras e brasileiras compartilhassem negócios, seguindo tendências da globalização.

Além disto, os processos de F&A também foram influenciados pelos programas de privatizações que abriram caminhos para grandes operações entre empresas brasileiras e estrangeiras nos setores bancário, de energia e telecomunicações e pela competição internacional que agrupada com as grandes e rápidas mudanças tecnológicas, obrigaram empresas nacionais a proclamar uma F&A.

De acordo com Cano (2002), os processos de F&A na economia brasileira ocorridos nos anos 90 foram fortemente influenciados:

- a) pelo seu caráter institucional, que fez com que boa parte das transações ocorridas aqui fossem apenas reflexos das F&A internacionais;
- b) pelo forte processo de reestruturação produtiva, retomada da entrada de fluxos de investimentos estrangeiros e expectativas favoráveis quanto à

sustentabilidade do crescimento econômico, desencadeando a entrada de novos concorrentes externos, muitos via F&A;

- c) pela reação das empresas já estabelecidas no País, sejam nacionais ou estrangeiras, que também buscaram a estratégia de F&A e a especialização em suas atividades principais.

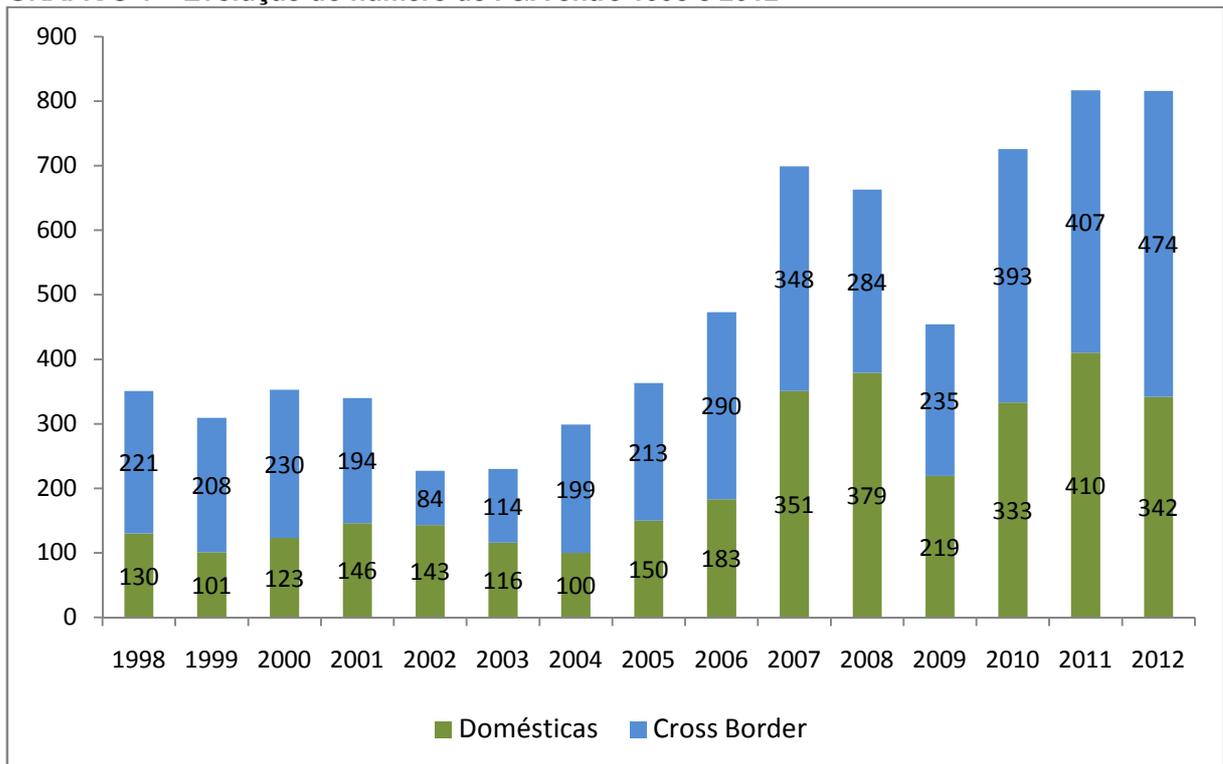
Apesar do baixo crescimento do PIB brasileiro em 2012, que apresentou uma alta de apenas 0,9%, os negócios entre F&A se mantiveram acelerados. As empresas esperavam um crescimento do mercado e quando perceberam que isto não iria acontecer, a estratégia para aumentar a receita passou a ser os negócios de F&A.

De acordo com os dados da consultoria TTR (2013), o ano de 2012 movimentou cerca de R\$ 186 bilhões com os negócios de F&A ante R\$ 124,4 bilhões do ano anterior, uma alta expressiva de 49,5%.

O Brasil estabeleceu um novo patamar em números de operações envolvendo F&A nos últimos anos. Segundo dados da KPMG (2013), 695 foi a média anual das transações anunciadas entre os anos de 2008 a 2012 contra 413 transações ao ano entre os anos de 2003 a 2007 e 316 transações ao ano entre os anos de 1998 e 2002.

Leite (2012) argumenta que com a crise mundial de 2008 que atingiu principalmente os Estados Unidos e a Europa e com o crescimento econômico contínuo do Brasil baseado no mercado interno e na exportação de *commodities*, ocorreu uma onda de F&A no País, incluindo as do tipo *cross border*.

O gráfico a seguir mostra as quantidades de operações realizadas entre os anos de 1998 a 2012.

GRÁFICO 1 – Evolução do número de F&A entre 1998 e 2012

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da KPMG (2013)

Conforme assinalado no gráfico 1, percebe-se o importante desempenho do capital estrangeiro no mercado de F&A, foram 3.894 processos envolvendo empresas de diferentes nacionalidades. De acordo com Camargos (2008), os principais motivos que explicam esse movimento nos últimos anos seriam:

- a) razões estratégicas: as empresas estariam interessadas em agregar mais produtos e obter sinergia nos canais de distribuição e na estrutura administrativa;
- b) Mercosul: as mudanças decorrentes das formações de blocos econômicos estimulam as empresas na busca por novas oportunidades;
- c) tecnologia: devido ao déficit tecnológico das empresas brasileiras com a queda da reserva de mercado da informática;
- d) rearranjo mundial: resultante da evolução dos processos de F&A, a partir da metade dos anos 80, com a concentração dos grandes conglomerados econômicos em suas atividades principais.

Deve-se ressaltar, conforme concluiu Cano (2002), que a ausência de um mercado de capitais desenvolvido fez com que os processos de F&A no Brasil não

fossem utilizados como forma de resolução de conflitos entre os acionistas e os administradores, não possibilitou a ocorrência de *takeovers*, diminuiu significativamente o caráter financeiro e especulativo presentes nas transações internacionais e limitou a um número insignificante os casos de F&A por meio de troca de ações.

Segundo dados da TTR (2013), as operações com empresas internacionais no ano de 2012 dentro do Brasil cresceram mais que 50% em comparação a 2011, registrando valores de R\$ 78 bilhões ante R\$ 37 bilhões em 2011.

QUADRO 2 – Os maiores negócios feitos por estrangeiras no Brasil em 2012

Comprador	País de origem	Empresa-alvo	Setor
Acsa	África do Sul	Aeroporto de Guarulhos	Aeroportos
Sinopec	China	Petrogal Brasil	Óleo e gás
LAN	Chile	TAM	Transportes
UnitedHealth Group	Estados Unidos	AMIL	Saúde
Techint	Luxemburgo	Usiminas	Metalurgia e siderurgia

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da TTR (2013)

Ainda segundo a TTR (2013), as empresas nacionais também aumentaram em quase 50% as compras feitas no exterior no ano de 2012, que chegaram a R\$ 9 bilhões, tendo como os principais motivos o câmbio favorável (devido principalmente à baixa do dólar) e uma busca por canais logísticos para distribuição de produtos nacionais para fora do País.

QUADRO 3 – As maiores compras feitas pelas brasileiras em 2012

Comprador	País	Empresa-alvo	Setor
Banco Safra	Suíça	Bank Sarasin	Instituições financeiras
AMBEV	Rep. Dominicana	Tenedora CND	Alimentos e bebidas
Cielo	Estados Unidos	Merchant E-Solutions	Instituições financeiras
BTG Pactual	Chile	Celfin Capital	Instituições financeiras
Tupy	México	Technocast	Mineração e siderurgia

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da TTR (2013)

As instituições financeiras possuem departamentos específicos para tratar dos processos de F&A. Elas também desempenham papéis importantes ao longo dos processos, assessorando as empresas nas transações, emitindo laudos de *valuation* e acompanhando as empresas após a consolidação dos processos.

Brigham e Ehrhardt (2006) citam que os bancos de investimento estão envolvidos com estes processos de diversas formas e em diferentes etapas: eles ajudam as empresas a organizar os processos, colaboram com as empresas-alvo a

desenvolver e implementar táticas defensivas, participam na avaliação das empresas-alvo, ajudam a financiar os processos e investem nas ações das potenciais candidatas ao processo de F&A. O quadro a seguir mostra os bancos que mais assessoraram negócios em 2012.

QUADRO 4 – Bancos que mais assessoraram negócios em 2012

Banco	Nº de operações
BTG Pactual	84
Itaú BBA	55
Credit Suisse	48
Bradesco BBI	31
Merrill Lynch	13
Banco do Brasil	10
Goldman Sachs	09
Deutsche Bank	08
Rothschild	07
J. P. Morgan	05

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da TTR (2013)

Com base nos valores da tabela 1, que apresenta apenas os vinte setores com maior número de F&A entre os anos de 1998 e 2012, os seis primeiros setores de maior volume concentram 51,29% dos processos ocorridos entre os anos de 1998 e 2012, com destaque para os três primeiros setores que, apresentaram volume superior a 410 processos cada, e concentram 32,42% do total de processos entre os vinte setores. São eles: tecnologia da informação (753), alimentos, bebidas e fumo (586) e telecomunicações e mídia (413).

TABELA 1 – Número total de F&A por setor entre 1998 e 2012

Nº	Setor	Total de F&A 1998 a 2012
1	Tecnologia da informação	753
2	Alimentos, bebidas e fumo	586
3	Telecomunicações e mídia	413
4	Companhias energéticas	375
5	Instituições financeiras	325
6	Publicidade e editoras	319
7	Serviços para empresas	289
8	Petrolífero	261
9	Metalurgia e siderurgia	257
10	Imobiliário	235
11	Produtos químicos e petroquímicos	223
12	Seguros	202
13	Shopping centers	165
14	Produtos químicos e farmacêuticos	163
15	Transportes	154
16	Mineração	146
17	Partes e peças automotivas	143
18	Eletroeletrônico	140
19	Educação	131

continua

		conclusão
Nº	Setor	Total de F&A 1998 a 2012
20	Lojas de varejo	123
	Total	5403

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da KPMG (2013)

2.2 HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE (HME)

A hipótese do mercado eficiente desenvolvida por Fama (1970) pressupõe que as informações relevantes são incorporadas imediatamente aos preços das ações, evitando assim oportunidades de arbitragem e assimetria informacional. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2011), em um mercado eficiente, um investidor espera obter um retorno exigido de equilíbrio em qualquer investimento, já uma empresa espera pagar um custo de capital justo.

É importante destacar que existem diferenças entre mercado eficiente e mercado competitivo, por vezes chamado de mercado perfeitamente competitivo. Para o mercado competitivo, Mankiw (2005, pg. 64) define duas características fundamentais: “os bens oferecidos para venda são todos iguais e os compradores e vendedores são tão numerosos que nenhum deles é capaz de, individualmente, influenciar o preço do mercado”. Devido a estas condições, as ações de um único comprador ou vendedor no mercado têm impacto insignificante sobre o preço de mercado de um determinado produto (MANKIW, 2005). Sendo assim, após esta abordagem sobre as diferenças entre mercado eficiente e mercado perfeito, vamos percorrer ao longo deste trabalho sobre a HME.

A HME apresenta implicações tanto para os investidores como para as empresas. Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 279) citam que:

Como a informação se reflete imediatamente nos preços, os investidores só devem esperar obter uma taxa normal de retorno. O conhecimento da informação, ao ser divulgada, não traz vantagem alguma a um investidor. O preço ajusta-se antes de que possa negociar a ação com o uso da informação.

As empresas devem esperar receber o valor justo dos títulos que vendem. A palavra justo significa que o preço que recebe pelos títulos emitidos é igual a seu valor presente. Portanto, em mercados eficientes de capitais não existem oportunidades valiosas de financiamento decorrentes de enganar os investidores.

Silva e Famá (2011) citam a questão do preço justo de um ativo como um fator de reflexão, pois é improvável que todos os participantes do mercado tenham a mesma expectativa com relação aos ganhos, taxas de retorno e riscos similares para

todos os ativos do mercado. Caso isso ocorra, a figura do especulador, que é necessária para gerar liquidez aos mercados, seria extinta diante da ausência de oportunidades de ganhos extraordinários.

Fama (1970) ao formular a HME estabeleceu algumas limitações: não existem custos de transação nas negociações de títulos; informações disponíveis sem custos para todos os participantes do mercado e concordância de todos com relação aos efeitos das informações sobre os preços atuais das ações, bem como sobre as distribuições futuras de cada título. Além disto, Fama (1970) distribuiu a eficiência informacional do mercado nas seguintes categorias: forma fraca, forma semiforte e forma forte.

Um mercado de capitais que incorpora toda a informação contida em preços passados é dito eficiente em termos fracos, ou seja, ele obedece à eficiência fraca (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2011). Neste mercado, não é possível obter retornos anormais por meio do estudo dos retornos históricos. Posteriormente, Fama (1991) incorporou aos testes de previsão de retornos, o uso de outras variáveis como a taxa de retorno em dividendos, o índice lucro/preço e variáveis de estrutura a termo, além dos retornos históricos.

Basear-se em dados históricos com o objetivo de identificar ações que possam ter desempenho superior à média sempre norteou tanto as ações dos administradores financeiros quanto os trabalhos dos pesquisadores e acadêmicos (LUCCHESI, 2005). De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 279-280), existem diversas informações históricas disponíveis sobre as empresas:

Para uma dada ação, podemos descobrir não só o que ocorreu no passado com seu preço e seus dividendos, mas também quais têm sido os lucros da empresa, quanto deve a terceiros, quanto paga de impostos, em que ramo atua, que participação de mercado tem cada um de seus produtos, qual é seu desempenho em cada ramo, que novos investimentos planeja, qual é sua sensibilidade ao comportamento da economia, e assim por diante.

Ainda segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011), o questionamento acerca de que os movimentos futuros do mercado possam ser previstos com base em movimentos passados, coloca-se em dúvida a validade de uma série de ferramentas classificadas sob a rubrica de análise técnica que se refere às tentativas de predizer o futuro baseando-se em padrões de variação passada de preços.

A forma semiforte de eficiência de mercado pressupõe que os preços, além de conter as informações baseadas nos históricos, devem refletir imediatamente toda informação disponível publicamente. Em outras palavras, admite-se que não é possível obter retornos anormais, pois os preços se ajustarão com base em informações tornadas públicas.

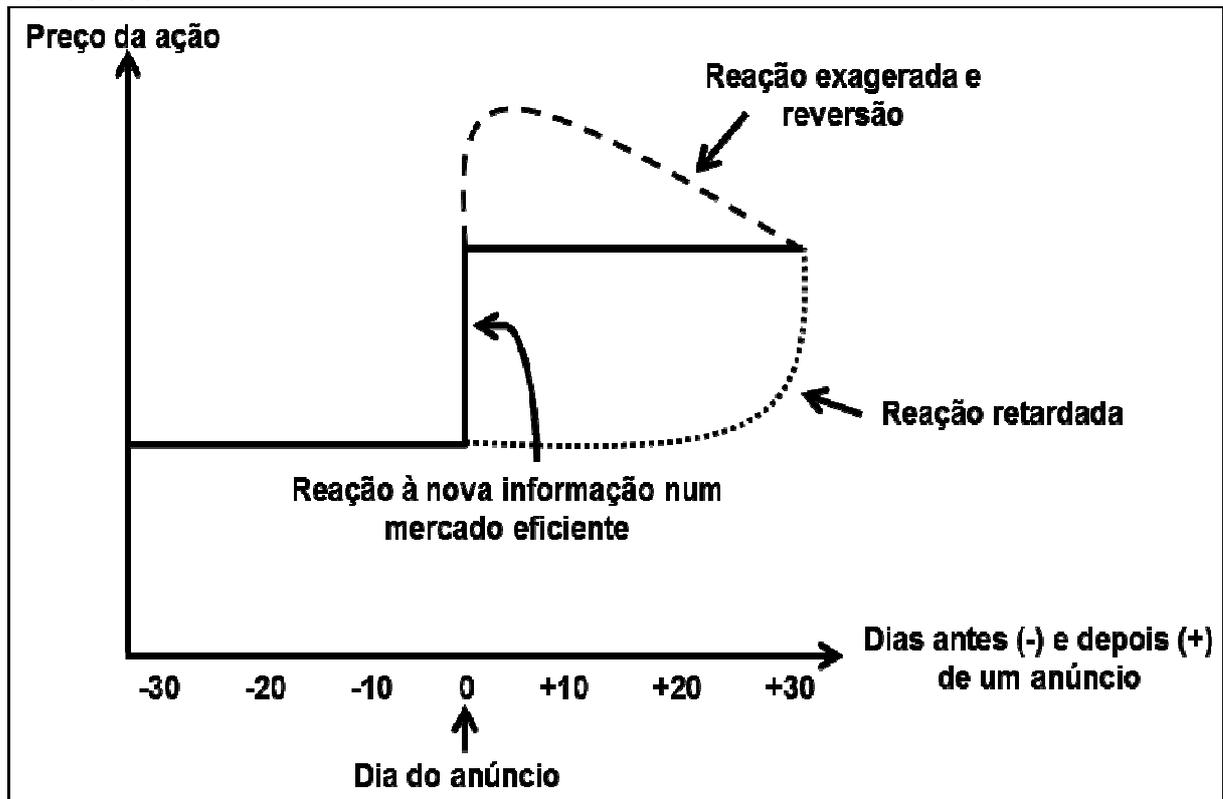
Ross, Westerfield e Jaffe (2011) descrevem que um mercado é eficiente no sentido semiforte quando os preços incorporam toda informação publicamente disponível, inclusive demonstrações contábeis e séries históricas de preços, impossibilitando a obtenção de retornos extraordinários ou anormais mediante o uso de tais informações.

Com relação à forma de eficiência semiforte, Damodaran (2001) cita que o mercado pode se comportar de três maneiras diferentes quando da divulgação de uma informação relevante:

- a) reagir imediatamente a divulgação, de forma adequada, confirmando a hipótese de eficiência semiforte;
- b) reagir gradualmente, quando a divulgação é seguida de um aumento gradual nos preços, situação que permite aos investidores a realizar operações de arbitragem até o ajuste completo;
- c) os preços no mercado reagem instantaneamente a divulgação, mas de maneira inadequada, com correção sendo feita nos dias que se seguem.

A figura 2 mostra como uma nova informação afeta o mercado, quando ele é eficiente e quando mostra sinais de ineficiência.

FIGURA 2 – Reação de preços de ações a novas informações em mercados eficientes e ineficientes.



Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 281)

De acordo com Camargos e Barbosa (2006), a metodologia mais utilizada para aferir a eficiência de mercado na forma semiforte são os estudos de evento, cujos testes procuram mensurar a velocidade de ajustamento dos preços das ações ao redor de uma data específica, normalmente a data do anúncio, quando da divulgação de informações relevantes, dentre elas os processos de F&A.

Um mercado é eficiente no sentido forte quando os preços refletem toda informação, publicamente disponível ou não. Ross, Westerfield e Jaffe (2011) citam que qualquer coisa que seja pertinente ao valor da ação, mesmo que seja conhecida somente por um investidor, estará refletida integralmente no preço da ação. Brealey, Myers e Allen (2008) citam que em um mercado deste tipo, encontraríamos investidores com sorte e sem sorte, mas nunca gestores de investimentos que conseguissem vencer consistentemente o mercado.

O conjunto de informações formado por dados históricos está contido no conjunto de informações publicamente disponíveis que, por sua vez, é um subconjunto de todas as informações disponíveis, publicadas ou não. Assim,

eficiência forte pressupõe eficiência semiforte e eficiência semiforte pressupõe eficiência fraca (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2011). A figura a seguir mostra a relação entre os conjuntos de informações.

FIGURA 3 – Relação entre os três conjuntos distintos de informações



Fonte: Adaptado de Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 284)

A fragilidade da hipótese acerca da eficiência do mercado no sentido forte é reconhecida por Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 284) quando afirmam:

É difícil acreditar que o mercado seja tão eficiente a ponto que alguém que possua informação privilegiada verdadeira e valiosa não possa sair ganhando com sua utilização. Também é difícil encontrar evidências diretas a respeito da eficiência forte. O que possuímos tende a ser desfavorável à hipótese de mercado eficiente.

Segundo Grossman e Stiglitz (1980) uma pré-condição para a eficiência de mercado na forma forte seria a de que custos de transação e custos para a obtenção de informações fossem sempre nulos. Porém, custos de transação e de obtenção de informações existem, o que implica em afirmar que a eficiência do mercado em sua forma forte é um conceito inviável.

Fama (1991) afirma que a ambiguidade sobre os custos de transação e informação não é o principal obstáculo para inferências sobre a eficiência de mercado, uma vez que a eficiência não é, por si só, testável. Ela deve ser testada conjuntamente com algum modelo de equilíbrio, um modelo de precificação de ativos. Neste sentido, um modelo de precificação de ativos gera implicações para os

testes de eficiência de mercado. Fama (1991) destaca que, quando achamos evidências anômalas no comportamento dos retornos, fica difícil distinguir se tal comportamento foi resultado da ineficiência do mercado ou de um modelo inadequado de precificação de ativos.

Apesar de vários argumentos contrários, Fama (1991) relata que a HME trouxe contribuições relevantes para o entendimento do funcionamento do mercado e também para a Teoria Financeira. A HME, além de fornecer um padrão razoavelmente claro, permite determinar cenários nos quais a eficiência de mercado pode conduzir a boas aproximações, visto que todo modelo é uma visão simplificada do mundo real.

O quadro a seguir apresenta alguns dos principais trabalhos sobre a HME no Brasil nos últimos anos.

QUADRO 5 – Trabalhos desenvolvidos envolvendo HME

Autor	Período	Resultados
Schiehl (1996)	1987 a 1995	Os resultados da pesquisa indicam que o mercado brasileiro possui um nível de eficiência informacional na semiforte.
Procianoy e Antunes (2001)	1989 a 1999	Há indícios de que o mercado seja ineficiente na sua forma semiforte.
Vieira e Procianoy (2001)	1987 a 1997	Os retornos dos títulos foram positivos no primeiro dia de negociação após a divulgação de bonificações em países da América Latina; caracterizando ineficiência dos mercados.
Novis Neto e Saito, (2002)	1998 a 2000	Presença de retorno anormal após dividendos, comprovando que o mercado não se comportou de maneira eficiente na forma semiforte.
Lima e Terra (2004)	1995 a 2002	Os resultados corroboram a hipótese de eficiência do mercado brasileiro de capitais na forma semiforte.
Camargos e Barbosa (2005)	1994 e 2001	Rejeita-se a hipótese de que o mercado comportou-se de maneira eficiente, no que se refere à forma semiforte.
Belo e Brasil (2006)	1995 e 2005	Constatou-se a existência de assimetria informacional e a inexistência da eficiência semiforte do mercado.
Camargos e Barbosa (2007)	1994 a 2002	Os autores concluíram que o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira eficiente no período analisado no que se refere à forma semiforte.
Gonçalves e Eid (2007)	1996 a 2006	O mercado acionário reage fracamente às variações diretas na meta da taxa básica de juro.
Caldeira, Camargo Jr. e Pimenta Jr. (2008)	1998 a 2004	Encontraram indícios de que o mercado brasileiro seja eficiente em sua forma fraca.
Forti, Peixoto e Santiago (2009)	1997 a 2008	Os resultados levam à conclusão de que o mercado brasileiro não possui eficiência em sua plenitude.
Moura, Santos e Farias (2011)	1997 a 2009	Os resultados encontrados violam a hipótese de eficiência de mercado.

continua

conclusão

Autor	Período	Resultados
Freire e Maia (2012)	2006 a 2009	Os resultados sugerem que os preços das ações das empresas do setor de Petróleo, Gás e Biocombustível do Brasil comportaram-se na forma semiforte da HME.
Tavares e Da Silva (2012)	2010 a 2011	Os resultados obtidos corroboram a hipótese de que o mercado brasileiro de boi gordo é eficiente para o período estudado.

Fonte: Adaptado de Gabriel, Ribeiro e Ribeiro (2013, p. 40)

2.3 CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA

O objetivo convencional na teoria de finanças corporativas é a maximização de valor. Já, o principal objetivo de uma empresa é a maximização da riqueza de seus proprietários e, para alcançar tal objetivo, as empresas e seus administradores devem orientar suas decisões através de medidas de desempenho que revelem o verdadeiro valor adicionado aos proprietários. De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 03):

[...] os administradores que se concentrarem na construção de valor para o acionista criarão empresas mais saudáveis do que os que não o fizerem. Também pensamos que empresas mais saudáveis levem, por sua vez, a economias mais sólidas, padrões de vida mais elevados e maiores oportunidades de carreira e de negócios para os indivíduos.

Caselani e Caselani (2006) citam que na perspectiva do valor para o acionista, uma empresa gera valor quando é capaz de oferecer aos investidores uma remuneração que supere as expectativas mínimas de ganhos desejados por eles. Corroborando com isto, Assaf Neto (2003, p. 31) é preciso em afirmar que:

A maior preocupação que as empresas vêm demonstrando nos últimos tempos é a de estabelecer estratégias que levem a um aumento de seu valor econômico e, mais especificamente, da riqueza de seus proprietários. Os administradores estão cada vez mais conscientes de que o objetivo de maximização do valor é o único que pode garantir a longo prazo a continuidade de um empreendimento, preocupação básica para a remuneração dos acionistas. É preciso ter plena consciência de que os recursos financeiros não se originam internamente na empresa; eles são, em verdade, oriundos do mercado de capitais e embutem uma expectativa mínima de retorno que se constitui em um custo de oportunidade a ser coberto pelas decisões financeiras.

Já Copeland, Koller e Murrin (2002) ressaltam que o valor da empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros descontados, sendo que a criação ou não de valor dependerá dos retornos obtidos nos investimentos serem superiores ou não ao custo de capital investido.

De acordo com as afirmações citadas acima, pode-se concluir que o aspecto diferenciador do conceito de valor é que a empresa obtém retorno somente depois da remuneração de todo o capital investido, inclusive o custo de capital.

Medeiros (2007) cita que os estudos acadêmicos avaliam a reação do mercado ao anúncio de uma transação antes que ela ocorra (*ex ante*), considerando os custos benéficos previstos no processo e também as expectativas do mercado com relação à consumação ou não da transação. Desta forma, o mercado se antecipa, identificando o preço pago, as sinergias em potencial, as equipes e administração envolvidas, buscando uma estimativa de que o processo realmente agregue valor. Outra abordagem faz uma análise após a F&A, avaliando em retrospecto o que efetivamente se atingiu comparando com o que era esperado (*ex post*).

A divergência existente na literatura sobre a perspectiva de criação de valor para o acionista advinda do resultado dos processos de F&A ainda carece de pesquisas e de um melhor entendimento. Lubatkin (1983) é pontual ao questionar que se é verdade que as fusões não geram valor para as empresas, por que elas continuam efetuando tais processos? Por outro lado, se é verdade que os processos criam benefícios reais, por que os estudos empíricos não encontram as evidências?

As dificuldades de um consenso surgem dos seguintes fatores: determinação da abrangência da amostra para que se consiga generalizar os resultados; análises de curto, médio e longo prazo; métricas a serem utilizadas (dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho financeiro e econômico) e a dificuldade em isolar os efeitos de um processo de F&A sobre o desempenho de uma empresa, visto as atividades e as demais estratégias que são adotadas ao mesmo tempo (CAMARGOS, 2008). Esses fatores poder ser considerados limitadores com relação ao escopo das pesquisas, mas certamente não são inviabilizadores dos resultados obtidos.

Além destas dificuldades, Camargos (2008) cita ainda as de ordem estratégica, como adquirir um concorrente em dificuldades financeiras, o que é de difícil mensuração, mas traz vantagens de crescimento, além de evitar que outro concorrente o faça. Diante disto, os resultados de um processo de F&A devem ser analisados através de evidências alcançadas com diferentes metodologias e dados

que, sozinhas não explicam o todo, mas em conjunto fornecem uma visão mais ampla e promovem um melhor entendimento do assunto.

Stewart III (2005) argumenta que os processos de F&A normalmente reduzem os preços das ações da empresa adquirente, ocasionado na maioria das vezes por erros de avaliação e motivações inadequadas. Segundo ele, as F&A sobrevalorizadas fazem com que o adquirente acabe sendo comprado algum dia. Além disso, acrescenta que a probabilidade disto acontecer é tanto maior quanto for a reação inicial do mercado contra a aquisição por ela realizada, subvalorizando suas ações no processo de F&A.

Os efeitos ou benefícios dos processos de F&A podem ser analisados no curto e longo prazo. Jensen e Ruback (1983) apresentam uma visão geral das evidências de curto prazo quando resumem os resultados de vários estudos que analisaram os efeitos de fusões e ofertas de compra sobre os preços das ações, desde a data de anúncio até sua data de conclusão.

Como mostra a tabela 2, os resultados indicam que acionistas das empresas-alvo, em operações de *takeover* bem-sucedidas, alcançam retornos anormais elevados. Quando a transferência de controle é feita por meio de uma fusão, os ganhos são de 20% e, quando é feita via oferta de compra, os ganhos são de 30%. Porém, quando os processos envolvem disputas por procurações, os ganhos são reduzidos para 8%. Já os resultados para as empresas adquirentes não são tão satisfatórios, apresentam apenas retornos anormais de 4% em ofertas de compra e de zero nos casos de fusões. Vale ressaltar, todavia, que as empresas que foram adquiridas poderiam estar passando por alguma dificuldade, com retorno baixo das ações para os acionistas. Sendo assim, a venda seria um prêmio, pois devolve parte das perdas que os acionistas das empresas-alvo obtiveram no passado.

TABELA 2 – Retorno anormal em ofertas bem-sucedidas de *takeover*

Tipo de <i>takeover</i>	Retorno Acionário Anormal	
	Empresa-alvo	Empresa Adquirente
Oferta de compra	30%	4%
Fusão	20%	0
Disputa por procurações	8%	NA*

Fonte: Adaptado de Jensen e Ruback (1983, p. 7)

*NA: Não se aplica

Já as operações de *takeover* malsucedidas, apresentadas na tabela a seguir, mostra que os acionistas das empresas envolvidas obtêm retornos anormais negativos reduzidos, tanto em fusões quanto em ofertas de compra.

TABELA 3 – Retorno anormal em ofertas malsucedidas de *takeover*

Tipo de <i>takeover</i>	Retorno Acionário Anormal	
	Empresa-alvo	Empresa Adquirente
Oferta de compra	-3%	-1%
Fusão	-3%	-5%
Disputa por procurações	8%	NA*

Fonte: Adaptado de Jensen e Ruback (1983, p. 7)

*NA: Não se aplica

Entretanto, Bradley, Desai e Kim (1983) informam que os resultados para os acionistas das empresas-alvo, dependem da ocorrência ou não de ofertas futuras de *takeover*. Eles constatam que os acionistas de empresas-alvo obtêm ganhos positivos adicionais quando uma nova oferta é feita, mas perdem tudo que havia sido ganho anteriormente quando não há qualquer outra oferta.

De um modo geral, Jensen e Ruback (1983) chegaram à conclusão de que as F&A criaram valor econômico para os acionistas, principalmente na utilização de recursos específicos, que só poderiam ser obtidos por meio de processos de F&A. Bradley, Desai e Kim (1988) também chegaram à mesma conclusão. Stewart III (2005) cita que na maioria dos casos, a aquisição de empresas com espaço para melhoria e fraco desempenho é a melhor estratégia.

Camargos (2008) comenta que um fator que influencia o resultado de um processo de F&A com relação à criação de valor na perspectiva de curto prazo é a forma de pagamento utilizada. Travlos (1987) constatou que em aquisições pagas por meio de ações, o preço das ações das empresas adquirentes caiu 1,47% em média, nos dois dias anteriores e posteriores ao anúncio da oferta. Já Franks, Harris e Mayer (1988) encontraram um retorno negativo analisando operações similares. No entanto, os estudos verificaram que o preço de mercado das empresas adquirentes reagiu positivamente aos anúncios de aquisições pagas em dinheiro, porém com retornos menores que 2%, relativamente pequenos.

Uma explicação é fornecida para isso quando Grinblatt e Titman (1998) argumentam que as empresas adquirentes oferecem ações como forma de pagamento quando acreditam que elas estão supervalorizadas e quando acreditam

que elas estão subvalorizadas, a oferta é feita na forma de dinheiro. Além disso, a oferta em dinheiro pode criar uma perspectiva para o mercado que a empresa adquirente consegue obter apoio de alguma instituição financeira, já quando oferecem ações, este fato pode ser interpretado de maneira oposta.

Em relação aos efeitos de longo prazo nos processos de F&A, eles foram analisados por Loughran e Vijh (1997), apresentados por Ross, Westerfield e Jaffe (2011). Neste estudo, foram analisadas 947 empresas adquirentes entre 1970 e 1989, calculando a taxa média de retorno dos acionistas num período de cinco anos a contar da data da aquisição. Os autores chegaram à conclusão que os acionistas das empresas adquirentes obtêm retornos anormais negativos, em média. Assim como aconteceu no curto prazo, os acionistas continuam tendo resultados insatisfatórios, com um retorno anormal médio de -6,5%. De acordo com a forma de pagamento, eles mostram que o meio utilizado é fator importante na repartição dos resultados de longo prazo, quando o pagamento é feito em dinheiro, os acionistas das empresas adquirentes obtêm retorno anormal médio de 18,5%. Já quando o pagamento é feito por ações, o retorno cai para -24,2%. Com relação ao estudo, Ross, Westerfield e Jaffe (2011) concluem que:

- a) se os resultados inferiores à média ao longo prazo das empresas adquirentes são significantes, isso coloca em dúvida a HME, pois qualquer informação desfavorável com relação ao processo, deve estar refletida nas taxas de retorno da ação na data do anúncio;
- b) o mau desempenho do pagamento por meio de ações pode ser decorrente das emissões das novas ações que ocorrem nesses processos, uma vez que os retornos anormais após emissões de novas ações podem ser negativos;
- c) se a oferta em dinheiro for feita da forma hostil, existe uma maior tendência em substituir administradores ineficientes, e caso isso ocorra, essa remoção pode estar contribuindo para um melhor desempenho ao longo prazo.

Para aferir a criação de valor para os acionistas, o retorno anormal é uma das medidas de desempenho de uma empresa mais utilizada, sendo válida em se tratando de um mercado eficiente, que reflete imediatamente o anúncio de um processo de F&A no preço das ações das empresas envolvidas. Os resultados

encontrados pelos estudos nos processos de F&A ainda são controversos, com alguns autores constatando ganhos e criação de valor para os acionistas e outros alegando que esses processos não resultam na criação de riqueza para os acionistas.

Bruner (2004) relata em sua pesquisa que as empresas adquiridas obtêm retornos anormais positivos bastante consideráveis enquanto que para as empresas adquirentes, os resultados são bem mais problemáticos, apresentando alguns resultados anormais negativos. Diante do questionamento sobre se os processos de F&A se pagam, Bruner (2004) responde que sim, principalmente para as empresas-alvo e que alguns estudos sugerem que combinações entre empresas adquirentes e adquiridas criam algum valor em conjunto. Já para os adquirentes, dois terços dos estudos concluem que o valor é conservado ou criado. Já se o foco do estudo for somente às empresas adquirentes, Bruner (2004) responde como não o questionamento anterior, ainda mais se considerarmos que para isso, os acionistas das empresas adquirentes deveriam obter retornos anormais expressivos.

De um modo geral, um resultado que é quase unânime entre os diferentes estudos é que em processos de F&A, os acionistas das empresas-alvo são os principais beneficiários, entretanto esses processos resultam em perdas para os acionistas das empresas adquirentes. Brigham e Ehrhardt (2006) argumentam que tais estudos são falhos e que os ganhos podem ser distribuídos de maneira mais justa entre as empresas. Eles citam as três principais razões para essa visão:

- a) expectativas – empresas bem-sucedidas que participam de F&A já estão com a taxa de crescimento aumentada pelo processo de F&A refletidas nos preços de suas ações, e os investidores esperam que esse crescimento continue ao longo do tempo;
- b) porte da empresa – se a diferença de tamanho entre a empresa-alvo e a empresa adquirente for muito grande, ou seja, se a empresa-alvo for muito menor que a empresa adquirente o processo de F&A terá um efeito muito mais profundo nos preços da empresa-alvo, transparecendo que ela captou a maior parte da sinergia, mesmo que isso não tenha acontecido;
- c) a explanação dos resultados dos estudos de evento pode estar errada – os principais argumentos para a conclusão dos estudos de evento sobre a

obtenção da maior parte dos benefícios pelas empresas-alvo são: muitas F&A são motivadas pelos egos dos administradores das empresas, tentando aumentar o tamanho da empresa mesmo sem gerar benefício para os acionistas; as empresas-alvo podem encontrar outro comprador, e a competição entre eles pode resultar num aumento de preço, com a empresa-alvo captando essa sinergia. Porém, esses argumentos não são totalmente convincentes. O argumento com relação ao ego fica difícil de comprovar, pode estar certo ou não. Já a competição, nem sempre as empresas-alvo são atraentes para muitas outras empresas adquirentes, às vezes o enquadramento é muito melhor com a empresa adquirente do que com outra qualquer.

No contexto brasileiro, alguns trabalhos analisaram a criação de valor e de sinergias operacionais nos processos de F&A, calculando os retornos anormais através da metodologia dos estudos de evento. O quadro a seguir apresenta alguns destes trabalhos realizados no Brasil nos últimos anos.

QUADRO 6 – Trabalhos desenvolvidos envolvendo criação de valor em F&A

Autor	Período	Resultados
Camargos e Barbosa (2005)	1994 a 2002	Os processos de F&A estudados não causaram impactos significativos estatisticamente no preço das ações, não resultaram em ganhos reais, contrariando a hipótese da maximização da riqueza dos acionistas.
Patrocínio, Kayo e Kimura (2006)	1994 a 2004	Os resultados mostraram que as fusões e aquisições que envolveram empresas intangível-intensivas apresentaram um potencial de retorno significativamente maior que as operações que envolveram empresas tangível-intensivas.
Camargos e Barbosa (2007)	1994 a 2001	Concluíram que tais processos não proporcionaram, de maneira geral, retornos anormais nos preços das ações, ou seja, não resultaram na criação de valor para os acionistas. Foram encontrados indícios, entretanto, de que o mercado reage de maneira positiva para as ações de empresas fusionadas.
Pasquini (2010)	2003 a 2009	O estudo realizado mostrou evidências de retornos anormais para a amostra selecionada na janela temporal 18 meses após o anúncio, com significância estatística. Apesar de haver indicativa de retornos negativos no período inicial após os eventos, há evidência de retornos anormais positivos no longo prazo.

continua

conclusão

Autor	Período	Resultados
Pinheiro (2010)	1997 a 2009	Os resultados indicam que os retornos anormais de ambas as empresas são positivos e estatisticamente significativos, sendo que os da firma adquirida são maiores do que os da adquirente. Os resultados mudam ao longo do tempo. De 1997 a 2004, o retorno anormal das empresas alvo é positivo e o retorno anormal das empresas adquirentes é negativo. Por sua vez, de 2005 e 2009, os retornos anormais de ambas as empresas são positivos.
Leite (2012)	2003 a 2011	A análise dos resultados sugere que não existiram retornos anormais para a amostra no período considerado. Este resultado nos permite concluir que existem indícios de eficiência de mercado na forma semiforte no mercado de ações brasileiro, no período considerado, pois um mercado eficiente não permite a ocorrência de retornos anormais.

Fonte: Do autor

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

A pesquisa é, por si só, uma forma de se adquirir conhecimento científico. Marconi e Lakatos (2010, p. 139) definem a pesquisa como: “um procedimento formal, com método de pensamento reflexivo, que requer um tratamento científico e se constitui no caminho para conhecer a realidade ou para descobrir verdades parciais”. A seção anterior apresentou a base teórica sobre a qual se fundamenta esta pesquisa, a de que os processos de F&A resultam na criação de valor para os acionistas. Nesta seção, estão descritos os procedimentos metodológicos que foram utilizados neste trabalho de pesquisa.

3.1 TIPO E MÉTODO DE PESQUISA

De acordo com a metodologia utilizada neste trabalho, podem-se observar pesquisas de natureza descritiva e quantitativa. As pesquisas de natureza descritiva, conforme Marconi e Lakatos (2010) delinham ou analisam as características de um fato ou fenômeno, avaliam os resultados de programas ou isolam variáveis-chave ou principais, sendo abordadas predominantemente de forma quantitativa. Ainda segundo Marconi e Lakatos (2010), com relação ao procedimento a ser utilizado, a pesquisa insere-se no método estatístico, pois baseia-se na redução de fenômenos (sociológicos, econômicos, políticos, entre outros) a termos quantitativos, e na manipulação dos dados utilizando a estatística, podendo comprovar as relações dos fenômenos entre si, obtendo generalizações sobre sua natureza, ocorrência e significado.

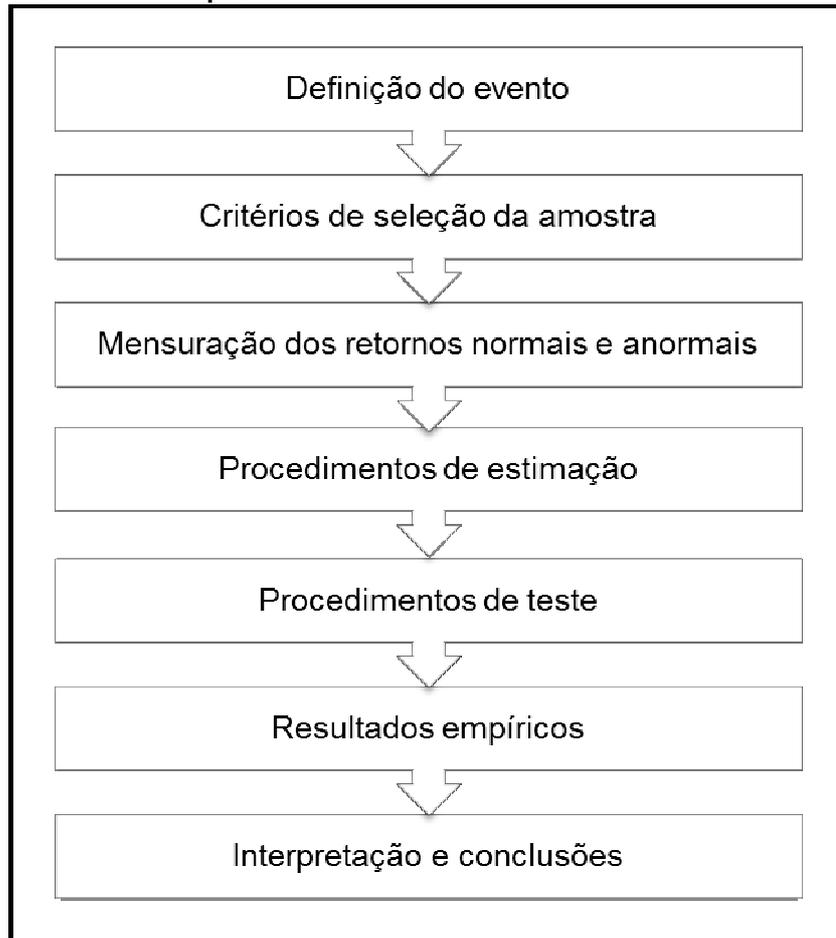
Nesta pesquisa, procura-se analisar como o mercado de capitais reage ao anúncio de um processo de F&A reavaliando o valor das ações das empresas envolvidas neste processo. Para isso, o método do estudo de evento será utilizado, pois é uma metodologia que permite mensurar o impacto de eventos específicos sobre o valor das empresas, ou seja, possibilita quantificar o efeito de determinadas informações sobre os preços das ações das empresas no mercado de capitais. (MACKINLAY, 1997). Brown e Warner (1980) citam que a maior preocupação de um estudo de evento é avaliar a extensão em que o desempenho dos preços de títulos em dias próximos ao evento tem sido anormal. Camargos e Barbosa (2003)

argumentam que esta metodologia é amplamente usada em testes de eficiência de mercado, visando a aferir a eficiência informacional em sua forma semiforte de ajustamento de preços a anúncios públicos.

De um modo geral, são feitas regressões lineares simples entre os retornos das ações das empresas e os retornos da carteira de mercado em um período anterior (*ex ante*) ao anúncio de um processo de F&A por parte das empresas, visando estimar um modelo de referência para o desempenho futuro das ações. Em seguida, procurou-se verificar a existência de anormalidade do retorno das ações em torno ou na data do anúncio de um processo de F&A por meio da comparação dos retornos efetivamente observados nesse período com os retornos estimados pelo modelo. Com base na suposição de que a distribuição dos retornos das ações é normal (Z), a validação da prova científica deu-se por meio dos valores críticos dessa distribuição, realizando um teste bicaudal.

3.1.1 OPERACIONALIZAÇÃO DO MÉTODO

Para se efetuar um estudo de evento, devem ser observados sete passos fundamentais descritos por Campbell, Lo e Mackinlay (1997), conforme mostra a figura 4. São eles: definição do evento; critérios de seleção da amostra; mensuração dos retornos normais e anormais; procedimentos de estimação; procedimentos de teste; resultados empíricos; interpretação e conclusões.

FIGURA 4 – Etapas de um estudo de evento

Fonte: Do autor

Etapa 1 – Definição do evento

A primeira tarefa desta metodologia é a definição do evento de interesse. Em seguida, identifica-se a data de ocorrência do evento, que é definida como data zero, e o período pelo qual os preços das ações das empresas envolvidas serão examinados. Tal período é denominado de janela de evento. Camargos e Barbosa (2003) citam que a definição dessa janela (quantos dias antes e quantos dias depois do evento) envolve certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador e depende do evento e dos objetivos que se almejam com o uso da metodologia. Essa janela deve englobar períodos considerados relevantes para verificação de anormalidades no comportamento dos preços, mas não deve ser muito extensa, pois existe o risco de englobar outros eventos que podem influenciar os resultados, e nem muito curta, pois existe o risco de não se conseguir captar a anormalidade nos preços.

Etapa 2 – Critérios de seleção da amostra

Após a identificação do evento de interesse, é necessário determinar os critérios de seleção das empresas para proceder à inclusão no estudo. Campbell, Lo e Macklinlay (1997) atentam para o fato de que tal seleção pode envolver algumas restrições relativas à listagem ou não das ações em determinadas bolsas de valores, bem como a disponibilidade de informações com relação às cotações das ações das empresas envolvidas.

Etapa 3 – Mensuração dos retornos normais e anormais

Para se observar o impacto do evento nas ações das empresas selecionadas, é necessária a medição dos retornos anormais. De acordo com Soares, Rostagno e Soares (2002), a forma de cálculo do retorno anormal é um dos pontos mais importantes em um estudo de evento. O retorno normal é definido como o retorno esperado, gerado por um modelo de estimação (*ex ante*), caso o evento não tivesse ocorrido. Já para o retorno anormal, Campbell, Lo e Macklinlay (1997) o definem como sendo a diferença entre o retorno observado (*ex post*) e o retorno normal da empresa na janela de evento. O cálculo do retorno anormal pode ser expresso pela fórmula (1):

$$AR_{it} = R_{it} - E(\tilde{R}_{it}) \quad (1)$$

onde AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t ; R_{it} é o retorno observado da ação i na mesma data e $E(\tilde{R}_{it})$ é o retorno normal (retorno ajustado por um modelo de estimação *ex ante*) da ação i na data t .

Soares, Rostagno e Soares (2002) apresentam duas formas de cálculo dos retornos normais: a tradicional que pressupõe um regime de capitalização discreta, e a logarítmica, que pressupõe um regime de capitalização contínua. A taxa de retorno no regime de capitalização discreta é dada pela seguinte expressão (2):

$$R_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - 1 \quad (2)$$

onde $R_{i,t}$ é a taxa de retorno da ação i na data t ; $P_{i,t}$ é o preço da ação i na data t ; e $P_{i,t-1}$ é o preço da ação i na data $t-1$.

No regime de capitalização contínua, é extraído o logaritmo natural (ou neperiano) da divisão de $P_{i,t}$ por $P_{i,t-1}$ conforme mostra a expressão (3):

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (3)$$

onde $R_{i,t}$ é a taxa de retorno da ação i na data t ; $P_{i,t}$ é o preço da ação i na data t ; e $P_{i,t-1}$ é o preço da ação i na data $t-1$.

De acordo com Campbell, Lo e Macklinlay (1997), os modelos utilizados para medir os retornos anormais podem ser divididos em duas categorias: modelos estatísticos e modelos econômicos. Os modelos estatísticos, segundo Mackinlay (1997), partem de pressupostos estritamente estatísticos (deve-se assumir que os retornos dos títulos são simultaneamente normais, distribuídos de maneira independente e idêntica no tempo) e não dependem de argumentos econômicos. Brown e Warner (1980) apresentam três modelos estatísticos de cálculo de retornos anormais: modelo de retornos ajustados à média; modelo de retornos ajustados ao mercado e modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado (modelo de mercado). O detalhamento destes modelos é exposto a seguir.

- Modelo de retornos ajustados à média

Este modelo assume que o retorno esperado da ação i é igual a uma constante K_i . Essa constante pode ser a média aritmética de retornos passados da ação i . Dessa forma, o retorno esperado da ação i é dado por (4):

$$E(\tilde{R})_i = K_i \quad (4)$$

O retorno anormal da ação i é igual à diferença entre o retorno observado e o retorno esperado, conforme expresso por (5):

$$AR_{it} = R_{it} - K_i \quad (5)$$

onde AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t ; R_{it} é o retorno observado da ação i na mesma data e K_i é a constante da ação i .

- Modelo de retornos ajustados ao mercado

O modelo de retornos ajustados ao mercado pressupõe que todas as ações possuem um risco sistemático (β) igual a um. Sendo assim, o retorno esperado de uma ação i durante o período t é igual ao retorno esperado do *portfolio* de mercado durante o mesmo período e é dado por (6):

$$E(\tilde{R}_{it}) = E(\tilde{R}_{mt}) \quad (6)$$

O retorno anormal da ação i é dado pela diferença entre seu retorno observado durante o período t e o retorno do *portfolio* de mercado, conforme (7):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (7)$$

onde AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t ; R_{it} é o retorno observado da ação i na mesma data e R_{mt} é o retorno do *portfolio* de mercado também na mesma data.

- Modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado (modelo de mercado)

Segundo Mackinlay (1997), este modelo também é conhecido como Modelo de Índice Único. É um modelo estatístico que estabelece uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno do *portfolio* de mercado. Uma das vantagens desse modelo é levar em conta o risco específico de cada empresa. Assim, o retorno esperado de uma ação i é dado por (8):

$$E(\tilde{R}_{it}) = \alpha_i + \beta_i E(\tilde{R}_{mt}) + \varepsilon_i \quad (8)$$

O retorno anormal, então, é expresso por (9):

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (9)$$

onde AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t ; R_{it} é o retorno observado da ação i na data t ; $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são os parâmetros estimados da regressão linear e R_{mt} é o retorno do *portfolio* de mercado na mesma data.

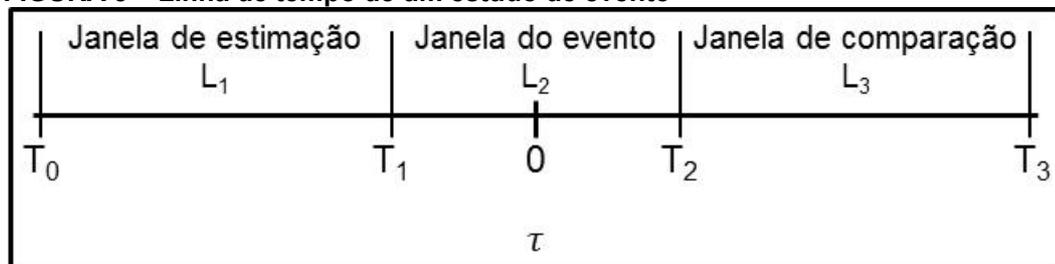
De acordo com Macklinlay (1997), os modelos econômicos obedecem não somente os pressupostos estatísticos, mas também a restrições oriundas da teoria econômica, permitindo cálculos mais precisos de retornos normais. Existem dois

importantes modelos econômicos: o *capital asset pricing model* (CAPM) e o modelo multifatorial *arbitrage pricing theory* (APT).

Etapa 4 – Procedimentos de estimação

Após a seleção do modelo para efetuar os cálculos dos retornos normais, define-se a janela de estimação a ser utilizada para cálculo dos parâmetros do modelo. Essa janela deve compreender um período *ex ante* a janela de evento. Esse período deve ser definido de forma subjetiva e arbitrária pelo pesquisador, sendo extenso o bastante para diluir possíveis discrepâncias nos preços, e sem provocar alterações significantes em sua distribuição de frequência (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). De acordo com Mackinlay (1997), a janela de estimação não deve incluir a janela do evento, a fim de não influenciar os parâmetros do modelo de determinação de retornos normais. A figura a seguir mostra a linha do tempo de um estudo de evento.

FIGURA 5 – Linha de tempo de um estudo de evento



Fonte: Adaptado de Campbell, Lo e Mackinlay (1997, p. 157)

onde:

$\tau = 0$ é a data do evento;

$\tau = T_0 + 1$ até $\tau = T_1$ é a janela de estimação;

$\tau = T_1 + 1$ até $\tau = T_2$ é a janela do evento;

$\tau = T_2 + 1$ até $\tau = T_3$ é a janela de comparação;

$L_1 = T_1 - T_0$ é a extensão da janela de estimação;

$L_2 = T_2 - T_1$ é a extensão da janela do evento;

$L_3 = T_3 - T_2$ é a extensão da janela de comparação.

Etapa 5 – Procedimentos de teste

Após os cálculos dos parâmetros dos retornos dos modelos, deve-se definir a hipótese nula (H_0) e estabelecer as técnicas de agregação dos retornos anormais tanto no tempo quanto das empresas individualmente. Considerando o modelo de mercado visto anteriormente na expressão (9), temos que o retorno anormal é dado por:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Em termos gerais, Mackinlay (1997) cita que o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) é um procedimento consistente para estimar os parâmetros do modelo de mercado. Assim, para uma dada ação i , os parâmetros do modelo podem ser calculados por meio das fórmulas (10), (11), (12) e (13):

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\mu}_i)(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (10)$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m \quad (11)$$

$$\text{onde: } \hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i\tau} \quad (12)$$

$$\text{e } \hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m\tau} \quad (13)$$

Calculados os parâmetros do modelo, o erro quadrático médio pode ser obtido pela seguinte fórmula (14):

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau})^2 \quad (14)$$

Então, a variância do retorno anormal é dada por (15):

$$\sigma^2(AR_{i\tau}) = \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2}{\sigma_m^2} \right] \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 \quad (15)$$

Os retornos anormais calculados devem ser agregados no tempo e entre os títulos. A agregação entre os títulos resulta em um retorno anormal médio para a amostra de N eventos. Para proceder à agregação é usada a expressão (16):

$$\overline{AR}_{\tau} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i\tau} \quad (16)$$

onde \overline{AR}_{τ} é o retorno anormal médio dos N eventos na data τ ; $AR_{i\tau}$ é o retorno anormal do evento i na data τ e N é o número de eventos agregados.

A variância do retorno anormal médio é dada por (17):

$$\text{var}(\overline{AR}_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2 AR_{i\tau} \quad (17)$$

Após a obtenção dos retornos anormais médios, esses também devem ser agregados no tempo. Neste caso, utiliza-se a técnica do retorno anormal médio acumulado ou \overline{CAR} (*Cumulative Average Abnormal Return*), expresso por (18):

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \overline{AR}_\tau \quad (18)$$

E com variância dada por (19):

$$\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(\overline{AR}_\tau) \quad (19)$$

Sob a hipótese nula de que o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}) é igual à zero, o retorno anormal médio acumulado padronizado pode ser obtido por meio da expressão (20):

$$J_1 = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))}} \approx N(0,1) \quad (20)$$

De acordo com os resultados obtidos em J_1 , o pesquisador deve comparar o valor observado com um valor crítico correspondente ao nível de significância estabelecido.

Etapa 6 – Resultados empíricos

A apresentação dos resultados empíricos deve seguir a formulação de trabalhos econométricos. Deve-se também observar a possível influência de observações discrepantes (*outliers*), principalmente em estudos com amostras pequenas.

Etapa 7 – Interpretação e conclusões

Tendo em vista os objetivos da investigação, os resultados empíricos devem levar a interpretações teóricas acerca dos mecanismos pelos quais os eventos afetam os preços das ações, confirmando ou rejeitando as hipóteses previamente estabelecidas pelo pesquisador.

3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

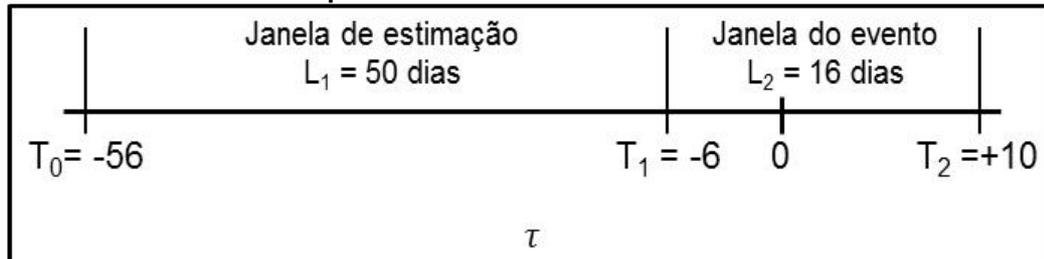
A seleção da amostra envolveu a população de empresas de capital aberto registradas na BM&FBOVESPA que anunciaram processos de F&A no período de 1º de janeiro de 2009 a 30 de junho de 2013. A lista das empresas que se envolveram em processos de F&A no período foi cedida gentilmente pela ANBIMA. Esse primeiro procedimento resultou em uma amostra de 98 empresas que estabeleceram 140 processos de F&A no período pesquisado, totalizando 161 eventos passíveis de estudo, visto que em alguns processos, tanto a empresa adquirente quanto a empresa adquirida podem ser estudadas. Uma vez selecionada essa amostra inicial de F&A, foram identificados os dias das divulgações das F&A ao mercado, através de pesquisas realizadas *online* nos principais jornais como O Estado de São Paulo e Valor Econômico e também no site da BM&FBOVESPA, nos registros dos fatos relevantes e divulgações ao mercado feito pelas empresas.

3.3 ANÁLISE DOS DADOS E PROCEDIMENTOS

Para o presente estudo, a data do evento foi definida com sendo a data da publicação dos anúncios dos processos de F&A. Essa data foi preferida em relação à data de fechamento do negócio, pois em se tratando de um mercado eficiente na forma semiforte, conforme já estudado anteriormente, os preços das ações devem refletir imediatamente e de forma adequada toda informação publicamente disponível. Sendo assim, na data do fechamento do negócio, acredita-se que os preços das ações já reflitam as informações publicadas anteriormente, não influenciando assim nos retornos das ações no mercado de capitais.

Ao redor de cada evento, utilizou-se um período de 66 dias de negociação. Definiu-se o dia do evento como o dia 0 (zero) e os dias foram numerados de -55 a +10. Foi estabelecida uma janela de evento de dezesseis dias, com cinco dias antes e dez dias depois do evento (de -5 a +10). A janela de estimação incluiu 50 pregões ocorridos antes da janela do evento (de -55 a -6). A figura 6 mostra de forma esquemática a linha do tempo para o estudo de evento realizado.

FIGURA 6 – Linha de tempo do estudo de evento realizado



Fonte: Adaptado de Campbell, Lo e Mackinlay (1997, p. 157)

onde:

$\tau = 0$ é a data do evento;

$\tau = T_0 + 1$ (-55) até $\tau = T_1$ (-6) é a janela de estimação;

$\tau = T_1 + 1$ (-5) até $\tau = T_2$ (+10) é a janela do evento;

$L_1 = T_1 - T_0$ [-6 - (-56)] é a extensão da janela de estimação;

$L_2 = T_2 - T_1$ [+10 - (-6)] é a extensão da janela do evento.

Como representante do retorno da carteira de mercado, foi escolhido o índice Ibovespa, por se tratar de um indicador mais comumente utilizado em trabalhos acadêmicos como representante da carteira de mercado e também por ser o mais tradicional índice de ações do mercado brasileiro.

3.4 CÁLCULO DOS RETORNOS ESPERADOS

Os dados das ações na amostra inicial dos 161 eventos envolvendo as 98 empresas bem como os valores em pontos do índice Ibovespa foram coletados no banco de dados eletrônico Economática®. Para cada empresa, foi selecionado o papel que apresentou maior liquidez no período. As cotações das ações foram obtidas com correção de proventos, eliminando-se as oscilações proporcionadas por dividendos, bonificações e subscrições.

Para calcular os retornos das ações e do índice Ibovespa, optou-se pelo regime de capitalização contínua e foi extraído o logaritmo natural (ou neperiano) da divisão de $P_{i,t}$ por $P_{i,t-1}$. Soares, Rostagno e Soares (2002) assinalam que o uso do logaritmo natural procura obter uma melhor aderência à distribuição normal dos retornos, sendo isto uma premissa dos testes estatísticos paramétricos. Dessa forma, temos a expressão (21):

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (21)$$

onde $R_{i,t}$ é a taxa de retorno da ação i na data t ; $P_{i,t}$ é o preço da ação i na data t ; e $P_{i,t-1}$ é o preço da ação i na data $t-1$.

E

$$R_{Ibovespa,t} = \ln\left(\frac{P_{Ibovespa,t}}{P_{Ibovespa,t-1}}\right) \quad (22)$$

onde $R_{Ibovespa,t}$ é a taxa de retorno do índice Ibovespa na data t ; $P_{Ibovespa,t}$ é o valor em pontos do índice Ibovespa na data t ; e $P_{Ibovespa,t-1}$ é o valor em pontos do índice Ibovespa na data $t-1$.

Para calcular os retornos esperados (retornos normais) das ações, adotou-se o modelo de mercado que, de acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), é um modelo estatístico que estabelece uma relação linear entre o retorno de uma ação e o retorno do *portfolio* de mercado. Dessa forma, os parâmetros do modelo foram estimados por meio de regressão simples com base na janela de estimação de 50 dias, de acordo com a equação (23):

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (23)$$

onde:

$E(\hat{R}_{it})$ é o retorno esperado (normal) da ação i na data t ;

$\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são os parâmetros do modelo de regressão;

R_{mt} é o retorno do índice Ibovespa na data t .

Alguns eventos envolvidos nos processos de F&A foram excluídos da amostra inicial por apresentarem problemas com os dados dos títulos envolvidos. A falta de negociação no período levou a exclusão de 07 eventos da amostra. Já as ações que apresentaram negociações infrequentes, levou a exclusão de 08 eventos da amostra.

3.5 DIAGNÓSTICO DOS MODELOS DE REGRESSÃO

Após os cálculos das regressões, procedeu-se ao diagnóstico dos modelos estimados. Gujarati (2000) e Pestana e Gageiro (2000) citam que em um modelo de regressão linear simples, as principais suposições são:

- a) linearidade da função de regressão;
- b) homocedasticidade condicional dos termos de erro;
- c) ausência de autocorrelação dos termos de erro;
- d) normalidade dos termos de erro.

A análise dessas suposições foi feita por meio de testes formais, tendo como base para o critério de decisão os níveis de significância observados. Todos os testes foram executados no software EViews®. Os testes realizados e os critérios adotados serão expostos a seguir com maiores detalhes.

- Linearidade da função regressão

Com a finalidade de verificar se existe ou não uma associação linear entre os retornos dos ativos e os retornos do índice Ibovespa, foram utilizados os valores dos níveis de significância da estatística t de *Student* para o coeficiente beta (β) dos modelos. Dessa forma, os coeficientes angulares das funções de regressão estimadas deveriam apresentar significância estatística pelo menos ao nível de 10%.

- Homocedasticidade condicional dos termos de erro

A análise da homocedasticidade condicional dos resíduos dos modelos estimados foi conduzida por meio do teste de Breusch-Pagan-Godfrey, que têm como hipótese nula a homocedasticidade dos resíduos. A suposição de homocedasticidade foi considerada violada no caso de rejeição da hipótese nula ao nível de significância de 1% no teste executado.

- Ausência de autocorrelação dos termos de erro

Devido às regressões realizadas envolverem séries temporais, para verificar a possível existência da autocorrelação dos resíduos foi calculada a estatística de

Durbin-Watson. De acordo com Pestana e Gageiro (2000, p. 467): “quando não existe autocorrelação o valor do teste pertence a uma região de aceitação”. Foram consultadas as tabelas Durbin-Watson para um nível de significância de 1% e verificou-se se o valor de teste estava ou não contido na região de aceitação. Outro critério com menor precisão de interpretação do teste é: para valores próximos de 2 não existe autocorrelação dos resíduos; para valores próximos de 0, existe uma autocorrelação positiva; para valores próximos de 4, há uma autocorrelação negativa.

- Normalidade dos termos de erro

Para verificar se a distribuição dos resíduos obedecia à condição de normalidade, foi feito o teste de Jarque-Bera, que tem como hipótese nula a distribuição normal dos resíduos. A suposição de normalidade dos resíduos foi considerada violada no caso de rejeição da hipótese nula ao nível de 1% de significância.

A execução dos diagnósticos das regressões estimadas levou a exclusão de determinados eventos por violar as suposições do modelo de regressão linear simples. Sendo assim, os eventos que apresentaram valores negativos ou não significantes ao nível de 10% para o coeficiente beta (β) foram excluídos da análise. Esse procedimento resultou na exclusão de 29 eventos. Para as outras três suposições, homocedasticidade condicional dos termos de erro, ausência de autocorrelação dos termos de erro e normalidade dos termos de erro, serão excluídos os eventos que violarem duas das três suposições. Essa análise não resultou na exclusão de eventos. Os procedimentos descritos resultaram em uma amostra final de 117 eventos envolvendo 74 empresas que participaram de 108 processos de F&A.

3.6 CÁLCULO E AGREGAÇÃO DOS RETORNOS ANORMAIS

Após a realização da análise de diagnóstico da equação do modelo estimado, calculou-se o retorno anormal das ações, ou seja, o retorno observado no período da janela de evento menos o retorno dado pela equação do modelo. Dessa forma, o retorno anormal para cada ação foi calculado de acordo com a fórmula (24):

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (24)$$

onde:

AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t ;

R_{it} é o retorno observado da ação i na data t ;

$\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são os parâmetros estimados da regressão linear;

R_{mt} é o retorno do *portfolio* de mercado na data t .

Em seguida, calculou-se a variância dos retornos anormais de acordo com a expressão (25):

$$\sigma^2(AR_{it}) = \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2}{\sigma_m^2} \right] \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 \quad (25)$$

onde:

$\sigma^2(AR_{it})$ é a variância do retorno anormal da ação i na data τ ;

$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2$ é a variância dos resíduos da ação i ;

L_1 é a extensão da janela de estimação;

$R_{m\tau}$ é o retorno do *portfolio* de mercado na data τ ;

$\hat{\mu}_m$ é a média dos retornos dos mercado;

σ_m^2 é a variância dos retornos dos mercado.

Após os cálculos dos retornos anormais e da variância dos retornos anormais da amostra de 117 eventos, tais retornos e variâncias foram agregados entre os títulos e no decorrer do tempo, conforme já abordado anteriormente. A agregação entre os títulos resulta em um retorno anormal médio para a amostra dos N eventos selecionados. Para efetuar essa agregação, foi utilizada a seguinte expressão (26):

$$\overline{AR}_{\tau} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (26)$$

onde:

\overline{AR}_{τ} é o retorno anormal médio dos N eventos na data τ ;

AR_{it} é o retorno anormal do evento i na data τ ;

N é o número de eventos agregados.

Para proceder à agregação da variância do retorno anormal médio, foi utilizada a expressão (27):

$$\text{var}(\overline{AR}_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2 AR_{i\tau} \quad (27)$$

Após a obtenção dos retornos anormais médios, esses também devem ser agregados no tempo. Neste caso, utilizou-se a técnica do retorno anormal médio acumulado ou \overline{CAR} (*Cumulative Average Abnormal Return*), expresso por (28):

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \overline{AR}_\tau \quad (28)$$

onde:

$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ é o retorno anormal médio acumulado entre as posições τ_1 até τ_2 .

Dessa forma, a variância do retorno anormal médio foi acumulada utilizando-se a fórmula (29):

$$\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(\overline{AR}_\tau) \quad (29)$$

De acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ possui distribuição t de *Student* com $L_1 - 2$ graus de liberdade e para janelas de estimação grandes (por exemplo, $L_1 > 30$) a distribuição de $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ pode ser aproximada de maneira satisfatória pela distribuição normal, ou seja, $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ possui distribuição normal assintótica. Sob a hipótese nula de que o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}) é igual à zero, o retorno anormal médio acumulado padronizado foi obtido por meio da expressão (30):

$$J_1 = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))}} \approx N(0,1) \quad (30)$$

Assim, os valores obtidos em J_1 foram comparados com os valores críticos da distribuição normal (Z) correspondentes aos níveis de significância $\alpha = 1\%$, $\alpha = 5\%$, e $\alpha = 10\%$.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

A amostra final analisada compõe-se de 117 eventos envolvendo 74 empresas diferentes que promoveram 108 processos de F&A. A seguir, serão apresentados com maiores detalhes os dados desta amostra bem como os resultados encontrados nos testes efetuados.

4.1 PERFIL DA AMOSTRA ANALISADA

O quadro a seguir apresenta as empresas que participaram dos processos de F&A analisados nesta pesquisa, destacando-se que somente os dados das empresas em negrito foram analisados.

QUADRO 7 – Amostra dos processos de F&A analisados

Nº	Adquirente	Adquirida	Data do anúncio
1	V&M do Brasil	Lupatech	17/06/13
2	Cemig	Brasil PCH	14/06/13
3	BTG Pactual	Petrobras	14/06/13
4	Itaú Unibanco	Banco Citicard	14/05/13
5	Petronas	OGX Petróleo	08/05/13
6	Randon	Suspensys Sistemas	29/04/13
7	E.ON	MPX Energia	28/03/13
8	Abril Educação	Wise-up	08/02/13
9	Odebrecht Ambiental	Braskem	28/12/12
10	Alpargatas	Terras de Aventura Indústria	10/10/12
11	GP Investments	Telefônica Brasil	18/09/12
12	Itaú Unibanco	Lojas Americanas	09/08/12
13	BR Malls	Shopping Plaza Macaé	31/07/12
14	Cielo	Merchant e-Solutions	02/07/12
15	Primav	Ecorodovias	21/06/12
16	International Meal	Batata Inglesa	11/06/12
17	Renill Participações	Forjas Taurus	05/06/12
18	Camil Alimentos	Cosan	28/05/12
19	Duratex	Lupatech	28/05/12
20	Vinci Partners	PDG Realty	28/05/12
21	Sul América	Saspar Participações	28/05/12
22	Colombian Natural Resources	Vale	28/05/12
23	JBS	Independência Frigorífico	23/04/12
24	AMBEV	Cervejaria Nacional Dominicana	16/04/12
25	BR Properties	Ventura Brasil Emp. Imobiliários	04/04/12
26	Cosan	ALL Logística	22/02/12
27	Itaú Unibanco	Redecard	07/02/12
28	Tegma Gestão e Log	LTD Transportes	10/01/12
29	BV Empreendimentos	Tecnisa	23/12/11
30	China Three Gorges	EDP Energias	22/12/11
31	Kroton	Unopar	14/12/11
32	Marfrig	BRF Brasil Foods	08/12/11
33	Delta Airlines	Gol Linhas Aéreas	07/12/11

continua

continuação

Nº	Adquirente	Adquirida	Data do anúncio
34	BR Malls	Shopping Jardim Sul	22/11/11
35	JSL	Schio	21/11/11
36	Ternium	Usiminas	17/11/11
37	Klabin	Florestal Vale	04/11/11
38	São Martinho	Usina Santa Cruz	31/10/11
39	Maxion	Hayes Lemmerz	05/10/11
40	BR Properties	WTorre	14/09/11
41	CCR	Andrade Gutierrez	29/08/11
42	Braskem	Dow	27/07/11
43	Drogasil	Raia	26/07/11
44	Starwood	MRV Logística	15/07/11
45	Usiminas	MBL	14/07/11
46	TIM	AES Atimus	08/07/11
47	MPX Energia	UTE MC2	15/06/11
48	Bradesco	BERJ	20/05/11
49	Polimetal	Forjas Taurus	10/05/11
50	Banco do Brasil	Eurobank	25/04/11
51	Itaú Unibanco	Banco Carrefour	14/04/11
52	Embraer	Atech	12/04/11
53	Unipar	Tecsis	11/04/11
54	CPFL Energia	Jantus	07/04/11
55	Petrobras	Innova	01/04/11
56	GV Holding	Rodobens	28/02/11
57	Santander Espanha	Santander Brasil	22/02/11
58	João Fortes Engenharia	Incorporadora Pinheiro	26/01/11
59	Cosan	Usina Zanin	07/01/11
60	Suzano Papel e Celulose	Fibria Celulose	21/12/10
61	Petrobras	Refap	14/12/10
62	Gerdau	Aços Villares	13/12/10
63	CSN	Grupo Alfonso Galhardo	09/12/10
64	BR Malls	Shopping Tijuca	19/11/10
65	SK Networks	MMX	13/09/10
66	Cosan	Shell	25/08/10
67	Hypermarcas	Mabesa	06/08/10
68	Embratel	Net	04/08/10
69	Vale	Paranapanema	29/07/10
70	Portugal Telecom	Telemar	28/07/10
71	Marfrig	Keystone Foods	14/06/10
72	PDG Realty	Agre	30/04/10
73	Vale	Simandou	30/04/10
74	Banco do Brasil	Cielo	23/04/10
75	Banco do Brasil	Banco Patagônia	21/04/10
76	Gafisa	Alphaville Participações	19/04/10
77	Petrobras	Açúcar Guarani	28/03/10
78	Banco Fibra	Banco Sofisa	28/03/10
79	JBS	Rockdale Beef	19/03/10
80	Hypermarcas	Sapeka	05/03/10
81	Sumitomo Corporation	Usiminas	25/02/10
82	Braskem	Sunoco Chemicals	01/02/10
83	Vale	Bunge Participações	27/01/10
84	Kroton	luni Educacional	22/01/10
85	Braskem	Unipar	22/01/10
86	Cemig	Equatorial	30/12/09
87	Tractebel	SUEZ Energia	21/12/09

continuação

conclusão

Nº	Adquirente	Adquirida	Data do anúncio
88	CBD	Casas Bahia	04/12/09
89	Caixa Econômica Federal	Banco Panamericano	26/11/09
90	Cemig	Light	16/11/09
91	Banco do Brasil	Banco Nossa Caixa	29/10/09
92	Odontoprev	Bradesco Dental	19/10/09
93	Hypermarcas	SS Comércio de Cosméticos	14/10/09
94	JBS	Bertin	16/09/09
95	BR Malls	JHSF Participações	19/08/09
96	Maxion	ArvinMeritor	04/08/09
97	Advent International	Kroton	24/06/09
98	Satipel	Duratex	22/06/09
99	CBD	Globex	08/06/09
100	Wuhan Steel	MMX	19/05/09
101	Perdigão	Sadia	19/05/09
102	TIM	Holdco Participações	16/04/09
103	Braskem	Triunfo	14/04/09
104	Cosan	Nova América	12/03/09
105	CCR	Controlar	09/02/09
106	Cemig	Energimp	04/02/09
107	VCP	Aracruz	20/01/09
108	Banco do Brasil	Banco Votorantim	09/01/09

Fonte: Do autor

Foram analisados os retornos das ações de 74 empresas que participaram de 108 processos de F&A, totalizando 117 eventos. Estes eventos estão distribuídos entre 75 empresas adquirentes e 42 empresas adquiridas. A tabela a seguir apresenta a distribuição dos processos de F&A analisados no período de estudo.

TABELA 4 – Distribuição dos processos de F&A ao longo dos anos

Ano	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Nº F&A	23	26	31	20	08	108
Nº Eventos	26	29	32	22	08	117
Adquirentes	17	18	22	14	04	75
Adquiridas	09	11	10	08	04	42

Fonte: Do autor

A seguir, são apresentados os ramos de atividade das empresas envolvidas na amostra final assim como a frequência relativa dos eventos realizados.

TABELA 5 – Distribuição de frequência dos 117 eventos por ramos de atividade

Ramo de atividade	Qtde. de eventos	Frequência relativa
Açúcar e Álcool	06	5,13%
Alimentos	10	8,55%
Bebidas e Fumo	01	0,85%
Comércio Varejista	04	3,42%
Comunicação e Gráfica	01	0,85%
Construção e Engenharia	06	5,13%
Energia Elétrica	09	7,69%
Farmacêutica e Cosméticos	03	2,56%

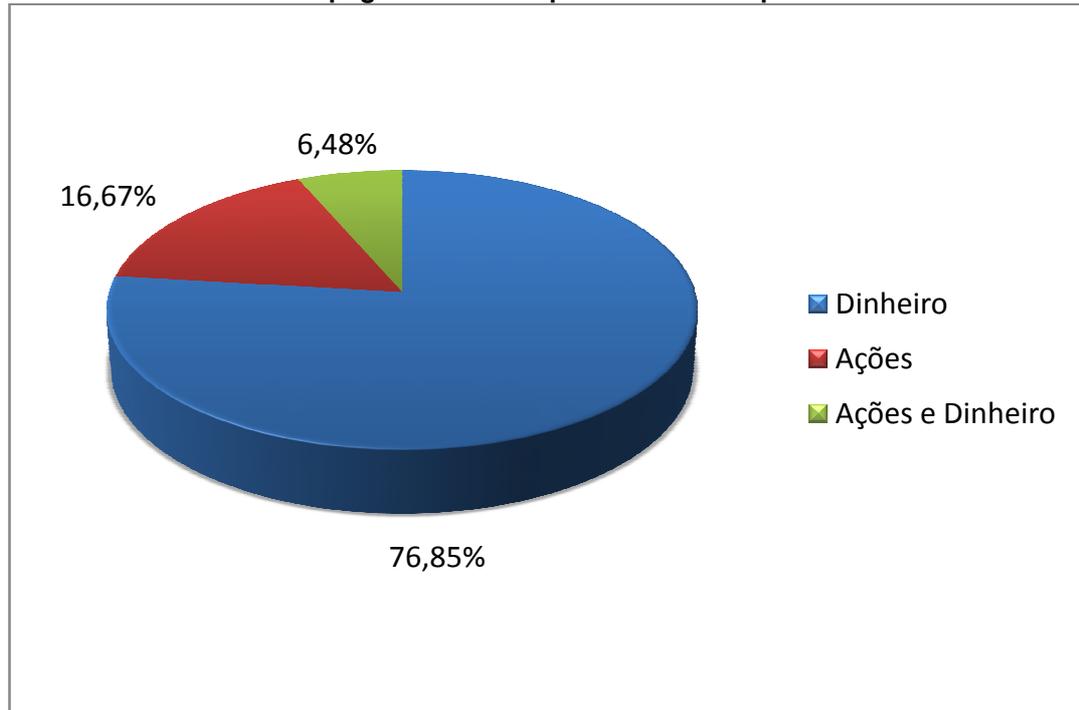
continua

		conclusão
Ramo de atividade	Qtde. de eventos	Frequência relativa
Financeiro	12	10,26%
Material de Construção e Decoração	03	2,56%
Mecânica	02	1,71%
Metalurgia e Siderurgia	08	6,84%
Mineração	05	4,27%
Papel e Celulose	05	4,27%
Petróleo e Gás	07	5,98%
Química e Petroquímica	04	3,42%
Serviços Especializados	13	11,11%
Serviços Médicos	01	0,85%
Telecomunicações	04	3,42%
Têxtil, Couro e Vestuário	01	0,85%
Transportes e Logística	08	6,84%
Veículos e Peças	04	3,42%
Total	117	100%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do site Valor Econômico [2012]

Com relação à forma de pagamento efetuada, 76,85% dos processos de F&A analisados foram pagos em dinheiro, 16,67% pagos em ações e 6,48% pagos utilizando ações e dinheiro conjuntamente. Este fato pode demonstrar o pouco desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, visto que muitas empresas que participaram dos processos não possuem capital aberto no mercado de capitais. Rappaport e Sirower (1999) citam que de um adquirente confiante é esperado que se efetue o pagamento em dinheiro, assim não seria necessário a divisão dos ganhos esperados com os acionistas da empresa adquirida. Porém, se seus executivos acreditam que o risco de não atingir o nível exigido de sinergia é substancial, podem proteger suas apostas através da oferta de ações (RAPPAPORT; SIROWER, 1999). O gráfico a seguir mostra a divisão das formas de pagamento efetuada.

GRÁFICO 2 – Formas de pagamentos em quantidades dos processos de F&A



Fonte: Do autor

Tendo em vista o perfil da amostra apresentada anteriormente, serão expostos a seguir os resultados do estudo de evento considerando as seguintes segmentações:

- segmentação entre empresas adquirentes e adquiridas;
- segmentação entre empresas que tiveram mudança de controle;
- segmentação de acordo com a forma de pagamento das empresas que tiveram mudança de controle.

4.2 EMPRESAS ADQUIRENTES E ADQUIRIDAS

Os cálculos foram efetuados segmentando a amostra entre empresas adquirentes e empresas adquiridas. As tabelas dos resultados possuem a seguinte estrutura: a primeira coluna corresponde ao período da janela do evento (de -5 a +10) dias; nas demais colunas são apresentados os valores do retorno anormal médio () em percentual, os valores do retorno anormal médio acumulado () em percentual e os valores do retorno anormal médio acumulado padronizado ao longo da janela do evento. Os níveis de significância (probabilidades associadas

à estatística Z), quando presentes, foram indicados ao lado do valor numérico do retorno anormal médio acumulado padronizado (J_1).

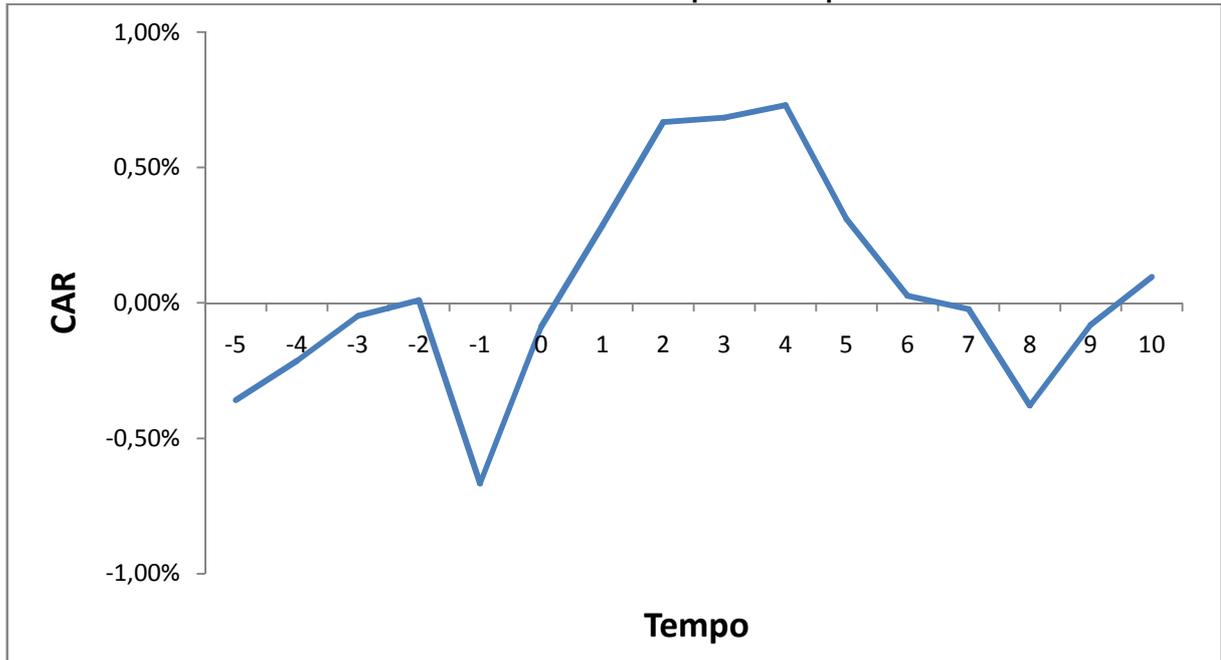
TABELA 6 – Retornos anormais das empresas adquirentes

t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	-0,3589	-0,3589	-1,5517***
-4	0,1451	-0,2138	-0,6541
-3	0,1663	-0,0474	-0,1185
-2	0,0573	0,0098	-0,0212
-1	-0,6760	-0,6662	-1,2887***
0	0,5790	-0,0872	-0,1540
1	0,3731	0,2859	0,4676
2	0,3817	0,6676	1,0213
3	0,0169	0,6845	0,9870
4	0,0456	0,7300	0,9986
5	-0,4192	0,3108	0,4055
6	-0,2847	0,0261	0,0326
7	-0,0490	-0,0228	-0,0274
8	-0,3564	-0,3793	-0,4379
9	0,2986	-0,0807	-0,0900
10	0,1774	0,0967	0,1044

*** Nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

Para as empresas adquirentes que participaram de processos de F&A, o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor negativo no dia -1, dia anterior da publicação dos anúncios. Na data do evento, dia 0 (zero), o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor positivo, permanecendo assim até o dia +4. Com relação ao retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t), apresentou valor negativo no dia -1, estatisticamente significativo ao nível de 10%. Após a data do evento, os resultados indicam reação positiva do mercado a partir do dia +1 até o dia +4, porém os valores são estatisticamente não significantes. Nesse intervalo, o (\overline{CAR}_t) varia de 0,2859% a 0,7300%, conforme mostra a tabela 6. No final da janela do evento, os valores do (\overline{CAR}_t) apresentam uma queda, praticamente retornando ao patamar encontrado no início da janela do evento, como mostra o gráfico 3.

GRÁFICO 3 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes

Fonte: Do autor

Com relação às empresas adquiridas que efetuaram processos de F&A, o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor positivo do dia -3 até o dia -1, dia anterior à publicação dos anúncios. Na data do evento, dia 0 (zero), o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor negativo, permanecendo assim até o dia +5. Já o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t) apresentou valor negativo em toda a janela do evento, indicando uma reação negativa do mercado. Da data do evento, dia 0(zero), até o dia +5, o (\overline{CAR}_t) varia de -0,8029% a -1,5675%, porém os valores são estatisticamente não significantes. No final da janela do evento, a queda torna-se mais acentuada, com valores estatisticamente significantes ao nível de 5%, conforme mostra a tabela 7.

TABELA 7 – Retornos anormais das empresas adquiridas

t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	-0,5037	-0,5037	-1,2325
-4	-0,3641	-0,8678	-1,5029***
-3	0,3081	-0,5597	-0,7942
-2	0,4184	-0,1412	-0,1736
-1	0,0838	-0,0574	-0,0631
0	-0,7455	-0,8029	-0,8062
1	-0,4415	-1,2444	-1,1577
2	-0,1275	-1,3719	-1,1938
3	-0,1464	-1,5184	-1,2461
4	-0,0283	-1,5466	-1,2045
5	-0,0209	-1,5675	-1,1643
6	0,5309	-1,0366	-0,7374

continua

			conclusão
t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
7	-0,8359	-1,8725	-1,2792
8	-0,8645	-2,7370	-1,8018**
9	-0,5185	-3,2555	-2,0697**
10	0,3261	-2,9294	-1,8035**

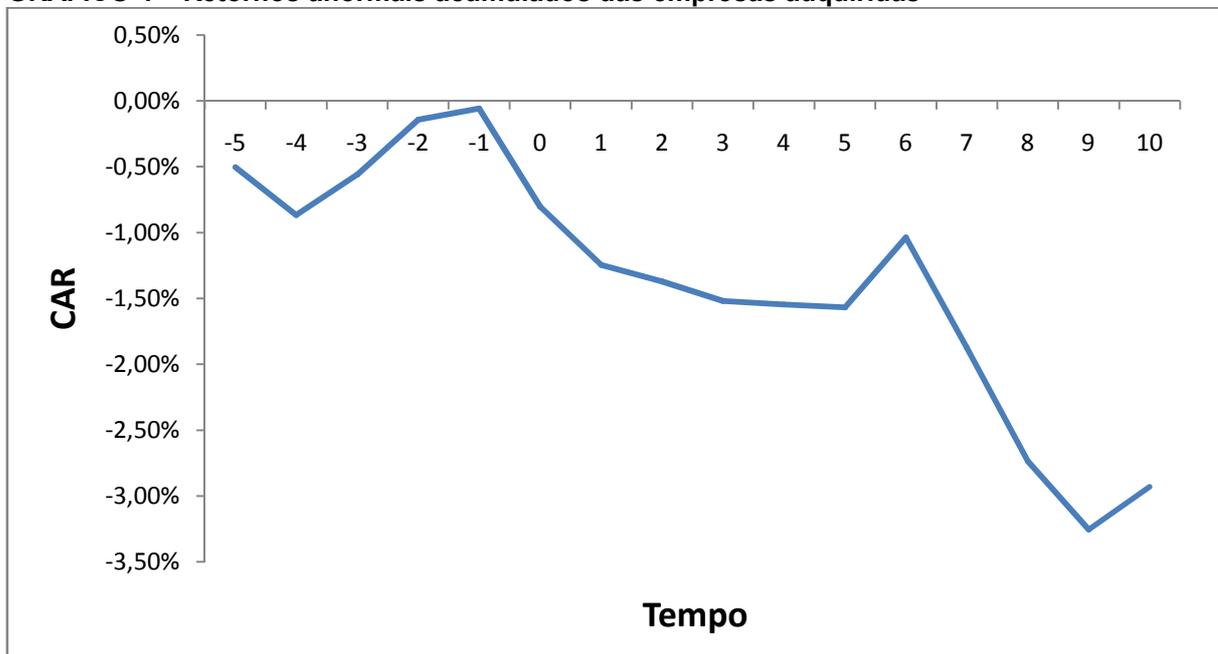
** Nível de significância de 5%

*** Nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

O gráfico a seguir mostra a evolução do (\overline{CAR}_t) dentro da janela do evento, conforme comentado anteriormente, com forte queda nos últimos dias da análise.

GRÁFICO 4 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas



Fonte: Do autor

Até o momento desta primeira segmentação, a análise dos resultados sugere que não existiram retornos anormais positivos para a amostra no período considerado neste estudo. Para as empresas adquirentes, apesar do retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t) apresentar valores positivos com pico de 0,73% no dia +4 da janela do evento, não foi possível rejeitar a hipótese nula H_{01} , ao nível de significância de 5%, de que para as empresas adquirentes, o anúncio de um processo de F&A não produz retornos anormais e estatisticamente significativos. Sendo assim, mesmo com a reação positiva do mercado de capitais para as empresas adquirentes dentro da janela de evento estudada, os valores da estatística

Z não nos permitiu concluir que os resultados encontrados nesta pesquisa são válidos, pois não são estatisticamente significantes.

Já para as empresas adquiridas, o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t) apresentou valores negativos em toda a janela do evento e estatisticamente não significantes ao nível de 5% do dia -5 até o dia + 7. Sendo assim, não foi possível rejeitar a hipótese nula H_{02} , de que para as empresas adquiridas, o anúncio de um processo de F&A não produz retornos anormais positivos e estatisticamente significantes. Entre os dias +8 e +10, mesmo com valores estatisticamente significantes ao nível de 5%, com os quais se podem rejeitar a hipótese nula, os resultados demonstraram uma forte queda no (\overline{CAR}_t), contradizendo a hipótese alternativa H_{a2} , de que para as empresas adquiridas, o anúncio de um processo de F&A produz retornos anormais e estatisticamente significantes. Sendo assim, as evidências apresentadas não corroboram essa hipótese. Para que a hipótese tivesse sustentação, a curva do gráfico 4 deveria apresentar comportamento oposto, com valores positivos, o que de fato, não aconteceu. Em outras palavras, os anúncios dos processos de F&A para as empresas adquiridas não foram recebidos de maneira positiva pelo mercado.

Em suma, os resultados obtidos trouxeram indícios que permitem fazer alusão ao problema de pesquisa e aos objetivos propostos neste trabalho. Em relação ao problema de pesquisa, os resultados evidenciaram que os anúncios de operações de F&A não produziram impacto nos preços das ações negociadas publicamente na BM&FBOVESPA, durante o período pesquisado. Com relação aos objetivos propostos, os resultados obtidos estão de acordo com a eficiência informacional do mercado na forma semiforte no mercado de capitais brasileiro, dentro do período analisado, visto que um mercado na forma semiforte não permite a ocorrência de retornos anormais. Foi possível identificar os fundamentos que sustentam a expectativa de criação de valor e ganho de sinergia em um processo de F&A e concluir que os processos de F&A analisados não criaram valor para os acionistas das empresas adquirentes, nem para os acionistas das empresas adquiridas.

4.3 MUDANÇA DE CONTROLE

A fim de aprofundar os estudos à luz da teoria, foi promovida uma segmentação na amostra analisando somente os dados das empresas em que envolveram mudança de controle. Os processos que resultaram em aquisições parciais de ativos e/ou aquisições acionárias minoritárias foram excluídos da amostra, pois muitas vezes os valores envolvidos nestas negociações são muitos inferiores aos ativos totais das empresas envolvidas e possivelmente não refletem alterações nos preços das ações. Com relação ao controle, Damodaran (2007) cita que o valor do controle é o valor adicional que um adquirente acredita que pode ser criado ao se administrar uma empresa adquirida de forma mais eficiente. As empresas envolvidas nestes processos estão listadas no Apêndice B.

TABELA 8 – Retornos anormais das empresas adquirentes que tomaram o controle

t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	0,1483	0,1483	0,5262
-4	0,0602	0,2084	0,5229
-3	0,2129	0,4213	0,8618
-2	0,3722	0,7935	1,4053***
-1	-0,5920	0,2015	0,3193
0	0,7433	0,9449	1,3668***
1	0,4688	1,4134	1,8939**
2	0,6300	2,0436	2,5601*
3	0,0368	2,0804	2,4562*
4	0,1828	2,2631	2,5352*
5	-0,1058	2,1574	2,3044**
6	-0,1381	2,0192	2,0644**
7	-0,0628	1,9565	1,9216**
8	-0,3488	1,6077	1,5211***
9	0,1785	1,7861	1,6331***
10	0,1522	1,9383	1,7157**

* Nível de significância de 1%

** Nível de significância de 5%

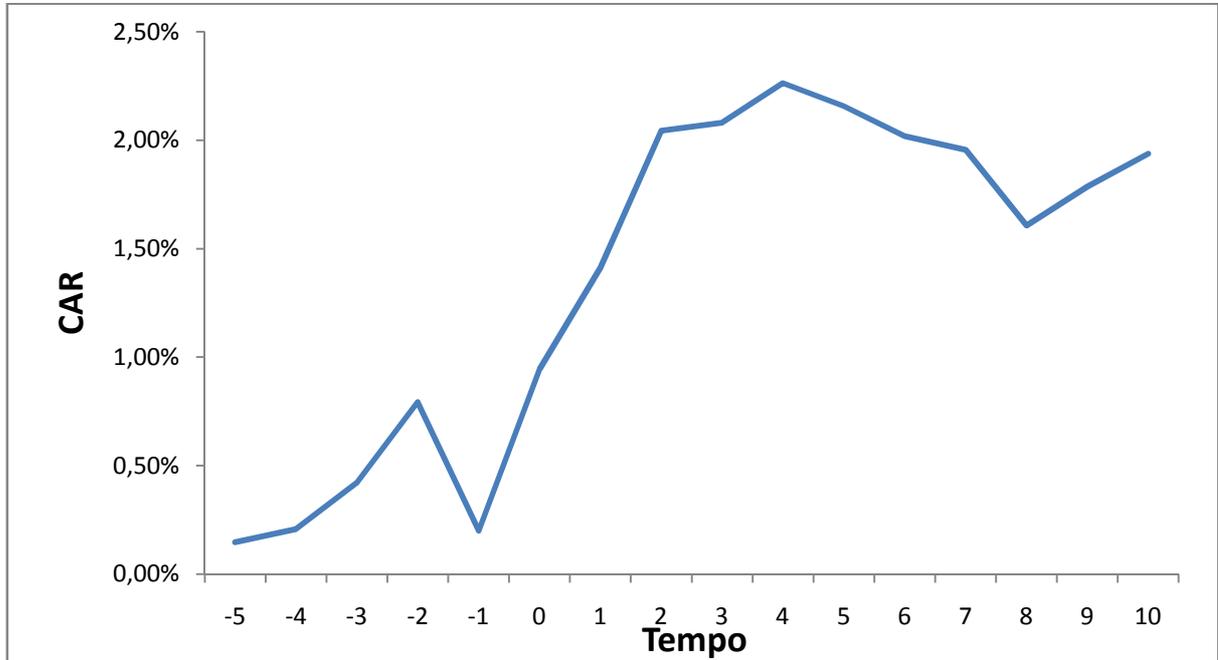
*** Nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

Para as empresas adquirentes que tomaram o controle nos processos de F&A, o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor negativo no dia -1, dia anterior da publicação dos anúncios. Na data do evento, dia 0 (zero), o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor positivo, permanecendo assim até o dia +4. Com relação ao retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t), ele apresentou valor positivo em todos os dias da janela estudada, com valor estatisticamente significativo ao nível de 10% na data do evento, ao nível de 5% no dia +1 e ao nível de 1% do dia +2 até o dia +4. O (\overline{CAR}_t) permaneceu positivo até o final da janela do evento, variando o

nível de significância entre 5% e 10%. O gráfico a seguir mostra a variação do (\overline{CAR}_t) na janela do evento.

GRÁFICO 5 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes que tomaram o controle



Fonte: Do autor

Com relação às empresas adquiridas que cederam o controle nos processos de F&A, o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor positivo no dia -3 e no intervalo do dia -1 até o dia +1, portanto, na data do evento, dia 0 (zero), o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor positivo. Já o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t) apresentou valor positivo em toda a janela do evento, indicando uma reação positiva do mercado. Da data do evento, dia 0 (zero), até o dia +3, o (\overline{CAR}_t) varia de 2,1373% a 3,7433%, com valores estatisticamente significantes no dia +1 ao nível de 5% e ao nível de 10% nos dias +2 e +3. No final da janela do evento, ocorreu a queda nos valores do (\overline{CAR}_t) , retornando praticamente aos valores encontrados no início da janela do evento, porém com valores estatisticamente não significantes, conforme mostra a tabela 9.

TABELA 9 – Retornos anormais das empresas adquiridas que cederam o controle

t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	0,1875	0,1875	0,2304
-4	0,6378	0,8253	0,7156
-3	0,4213	1,2465	0,8835
-2	-0,5825	0,6640	0,4033
-1	0,7907	1,4547	0,8000

continua

			conclusão
t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
0	0,6826	2,1373	1,0724
1	1,5453	3,6826	1,7113**
2	-0,0543	3,6283	1,5772***
3	0,1150	3,7433	1,5346***
4	-0,7059	3,0374	1,1820
5	-0,8313	2,2061	0,8186
6	0,5485	2,7546	0,9785
7	-0,9327	1,8219	0,6213
8	-0,8272	0,9947	0,3270
9	-0,5033	0,4914	0,1558
10	-0,0044	0,4870	0,1494

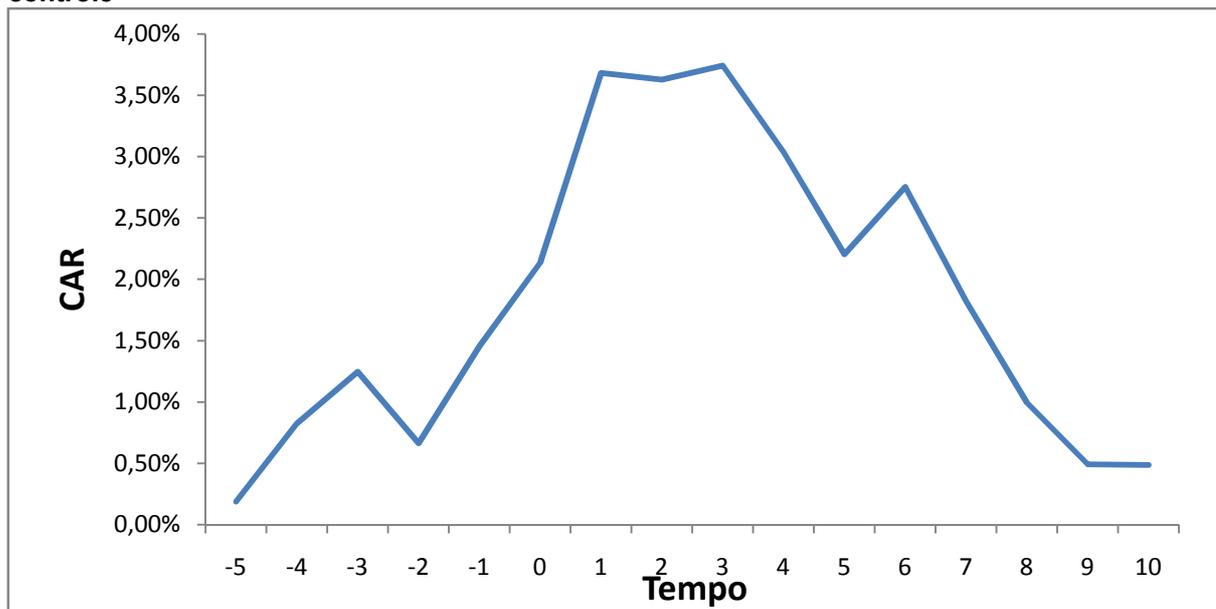
** Nível de significância de 5%

*** Nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

O gráfico a seguir mostra a evolução do (\overline{CAR}_t) dentro da janela do evento, conforme comentado anteriormente, com a queda nos últimos dias da análise.

GRÁFICO 6 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas que cederam o controle



Fonte: Do autor

Como observado nos gráficos e tabelas expostos anteriormente, os resultados após esta segmentação sugere que existiram retornos anormais positivos para a amostra segmentada no período considerado neste estudo. Os efeitos a curto prazo que foram medidos neste trabalho corroboram com os estudos de Jensen e Ruback (1983), quando citam que existindo a transferência de controle, tanto as empresas adquiridas quanto as empresas adquirentes conseguem retornos anormais positivos. O fato das empresas adquirentes também obterem retornos

anormais positivos, que vai de encontro à maioria dos estudos, pode estar relacionado ao fato de um menor pagamento de ágio. Copeland, Koller e Murrin (2002) citam que as empresas adquirentes que pagam ágios menores têm três vezes mais chances de ver suas ações afetadas positivamente pelo anúncio de um processo de F&A.

4.4 FORMA DE PAGAMENTO

A forma de pagamento de um processo de F&A também exerce influência importante nos preços dos títulos negociados, conforme discutido anteriormente neste trabalho. Assim, observar a forma de pagamento nos processos de F&A em que ocorreram mudança de controle é essencial para um melhor entendimento da reação do mercado à forma de pagamento. Portanto, na amostra segmentada com mudança de controle, foi adicionada a forma de pagamento, em dinheiro ou ações, e observado sua influência tanto nas empresas adquirentes como nas empresas adquiridas.

As tabelas e gráficos a seguir expõem os resultados desta segmentação.

TABELA 10 – Retornos anormais das empresas adquirentes que tomaram o controle com pagamento em dinheiro

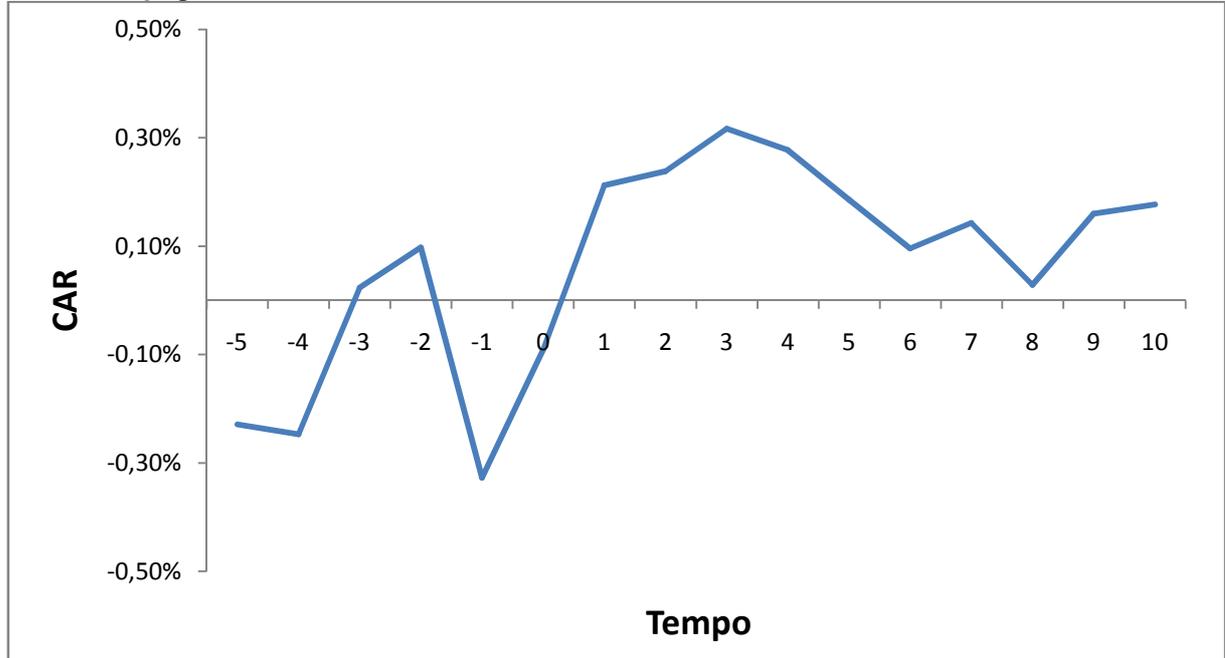
t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	-0,2292	-0,2292	-0,7512
-4	-0,0183	-0,2475	-0,5750
-3	0,2707	0,0232	0,0439
-2	0,0746	0,0978	0,1604
-1	-0,4254	-0,3276	-0,4808
0	0,2368	-0,0908	-0,1217
1	0,3034	0,2126	0,2639
2	0,0261	0,2387	0,2772
3	0,0784	0,3171	0,3467
4	-0,0400	0,2771	0,2875
5	-0,0912	0,1859	0,1839
6	-0,0903	0,0957	0,0906
7	0,0474	0,1431	0,1302
8	-0,1143	0,0288	0,0253
9	0,1314	0,1602	0,1357
10	0,0168	0,1770	0,1452

Fonte: Elaboração própria

Para as empresas adquirentes que tomaram o controle e efetuaram o pagamento em dinheiro, o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou grande variação ao longo da janela do evento. O retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t)

apresentou valor positivo no dia +1 e continuando assim até o final da janela de evento, porém com valores estatisticamente não significantes.

GRÁFICO 7 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes que tomaram o controle e pagaram em dinheiro



Fonte: Do autor

O resultado é similar para as empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em dinheiro, o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) sofreu grande variação ao longo da janela do evento, apresentando valor positivo na data do evento, dia 0 (zero). Já o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t) apresentou valor positivo no dia -1, dia anterior à data do anúncio. A variação do (\overline{CAR}_t) entre o dia -1 e o dia +1 foi de 0,9915% a 5,2283%, com valor estatisticamente significativo ao nível de 5% no dia +1, como se pode observar na tabela 11. Ao final da janela do evento, houve uma ligeira queda nos valores do (\overline{CAR}_t).

TABELA 11 – Retornos anormais das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em dinheiro

t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	-0,8817	-0,8817	-0,8574
-4	0,6996	-0,1821	-0,1252
-3	-0,2872	-0,4693	-0,2640
-2	0,4978	0,0285	0,0139
-1	0,9631	0,9915	0,4329
0	2,0547	3,0463	1,2150
1	2,1820	5,2283	1,9305**
2	-0,8615	4,3668	1,5078***
3	0,5479	4,9147	1,5999***
4	-0,6783	4,2375	1,3089***

continua

			conclusão
t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
5	-0,8696	3,3669	0,9915
6	-0,2100	3,1569	0,8901
7	-0,9701	2,1868	0,5925
8	-0,0266	2,1601	0,5641
9	0,7080	2,8681	0,7234
10	0,4186	3,2867	0,8027

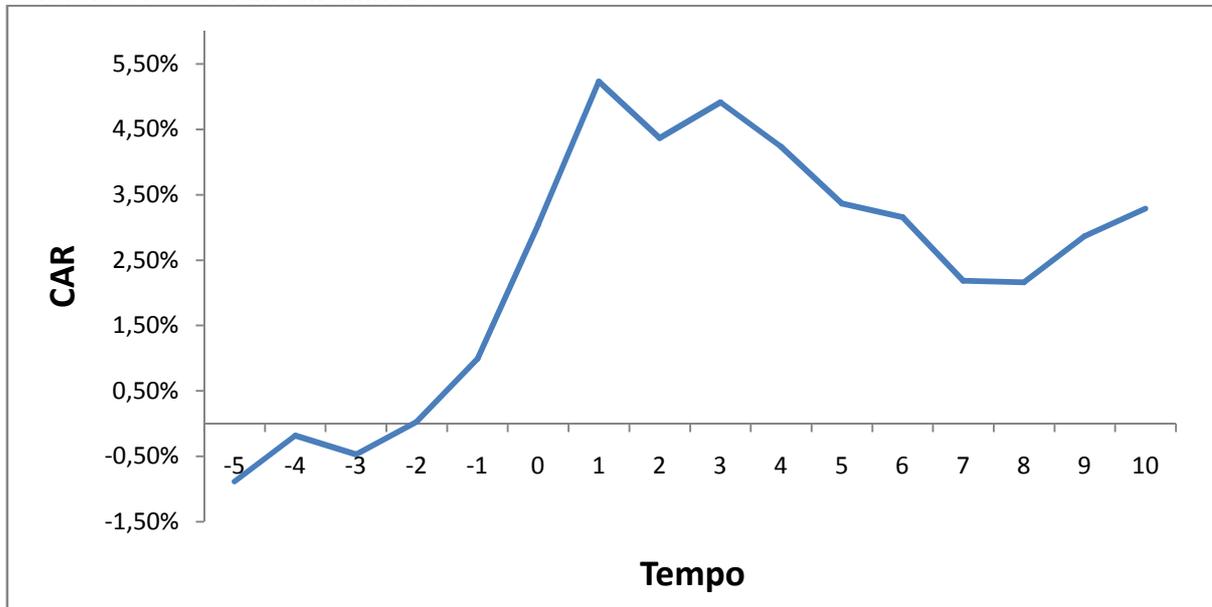
** Nível de significância de 5%

*** Nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

O gráfico a seguir mostra a evolução do (\overline{CAR}_t) dentro da janela do evento para as empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em dinheiro.

GRÁFICO 8 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em dinheiro



Fonte: Do autor

A tabela a seguir apresenta as empresas adquirentes que tomaram o controle e efetuaram o pagamento em ações.

TABELA 12 – Retornos anormais das empresas adquirentes que tomaram o controle e pagaram em ações

t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	0,6160	0,6160	0,9644
-4	0,6661	1,2821	1,4185***
-3	0,2188	1,5009	1,3488***
-2	0,8970	2,3979	1,8667**
-1	-0,6500	1,7479	1,2175
0	2,6101	4,3580	2,7700*
1	2,3138	6,6718	3,9286*
2	2,2411	8,9129	4,9022*

continua

			conclusão
t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
3	-0,4163	8,4966	4,4109*
4	0,5621	9,0588	4,4614*
5	0,0751	9,1339	4,2895*
6	0,2649	9,3988	4,2210*
7	-0,5915	8,8073	3,7974*
8	-0,6248	8,1825	3,3989*
9	0,5392	8,7216	3,5009*
10	0,3827	9,1044	3,5362*

* Nível de significância de 1%

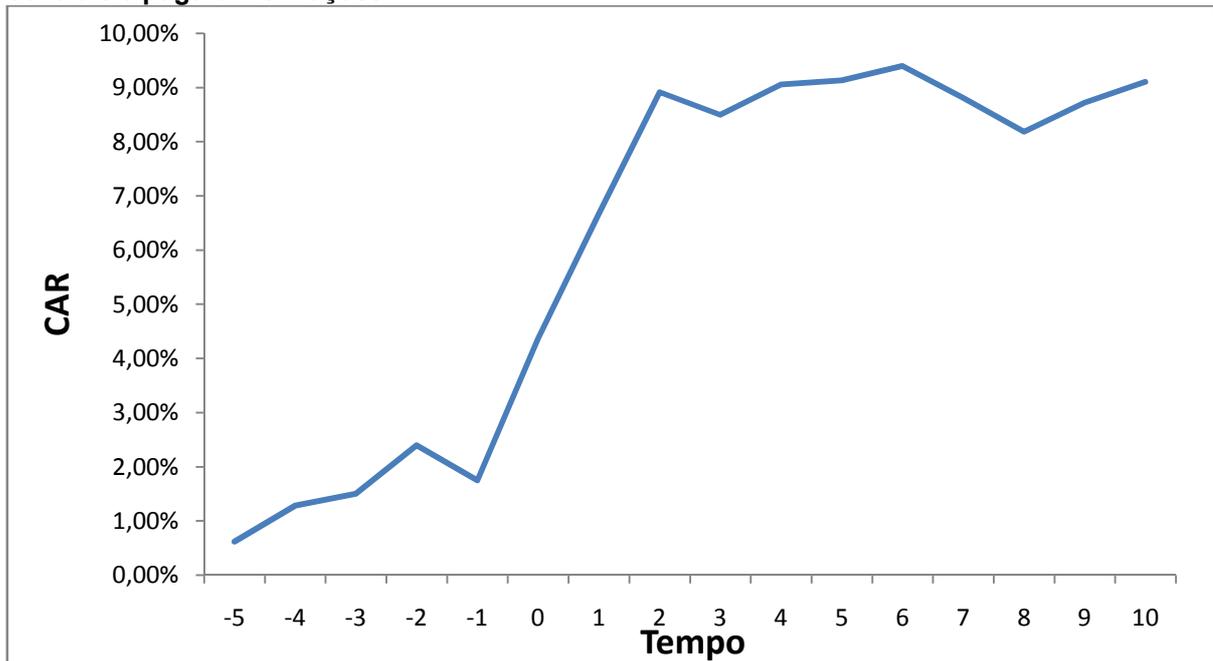
** Nível de significância de 5%

*** Nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

Como mostrado na tabela acima, as empresas adquirentes que participaram dos processos de F&A com tomada de controle e pagamento em ações obtiveram retornos anormais significantes. Na data do evento, dia 0 (zero), o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor positivo, permanecendo assim até o dia +2. Com relação ao retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t), ele apresentou valor positivo em toda a janela do evento, indicando uma reação positiva do mercado. Da data do evento, dia 0 (zero), até o dia +6, o (\overline{CAR}_t) varia de 4,3580% a 9,3988%, com valores estatisticamente significantes no nível de 1%. No final da janela do evento, percebe-se uma ligeira variação nos valores encontrados, porém o (\overline{CAR}_t) continua extremamente positivo e com valores estatisticamente significantes ao nível de 1%. Podemos observar essa variação no gráfico 9.

GRÁFICO 9 – Retornos anormais acumulados das empresas adquirentes que tomaram o controle e pagaram em ações



Fonte: Do autor

Com relação às empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em ações o retorno anormal médio (\overline{AR}_t) apresentou valor positivo no dia -1, dia anterior à data do anúncio e também no dia 0 (zero), a data do evento. Já o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}_t) apresentou valor positivo em quase toda a janela do evento, com exceção ao dia -4. O (\overline{CAR}_t), entre o dia -2 e o dia +1, variou de 0,2403% a 7,2615%, sendo que no dia +1 o valor é estatisticamente significativo ao nível de 1%, refletindo assim a reação positiva do mercado novamente. Ao final da janela do evento, houve uma queda nos valores do (\overline{CAR}_t), mesmo assim eles ainda continuaram positivos, porém estatisticamente não significantes no dia +9 e no dia +10. A tabela 13 apresenta os valores em detalhes.

TABELA 13 – Retornos anormais das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em ações

t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
-5	0,2231	0,2231	0,2073
-4	-0,5362	-0,3131	-0,2054
-3	1,2937	0,9806	0,5258
-2	-0,7403	0,2403	0,1118
-1	0,6403	0,8807	0,3663
0	1,5336	2,4143	0,9162
1	4,8472	7,2615	2,5535*
2	-0,1167	7,1448	2,3504*
3	-0,4882	6,6566	2,0651**
4	-0,6168	6,0399	1,7790**

continua

			conclusão
t	\overline{AR}_t	\overline{CAR}_t	J_1
5	-0,7046	5,3353	1,4985***
6	1,7305	7,0658	1,8998**
7	-0,3739	6,6919	1,7253**
8	-1,4966	5,1953	1,2916***
9	-1,2532	3,9421	0,9429
10	0,0169	3,9590	0,9162

* Nível de significância de 1%

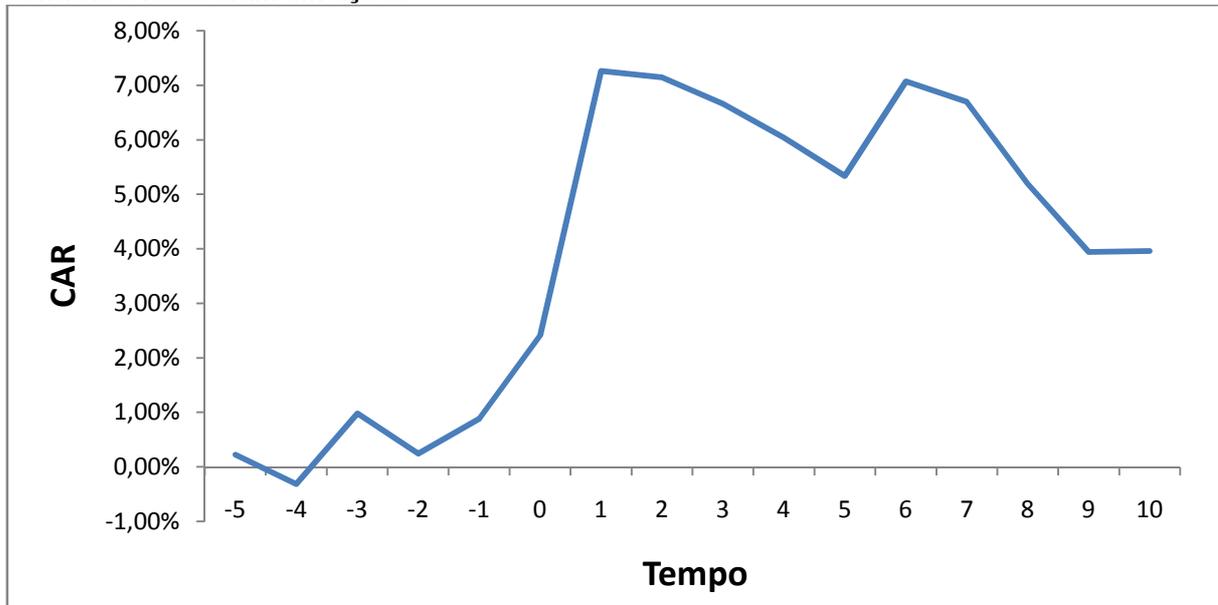
** Nível de significância de 5%

*** Nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

A seguir, podemos observar a evolução do (\overline{CAR}_t) dentro da janela do evento.

GRÁFICO 10 – Retornos anormais acumulados das empresas adquiridas que cederam o controle e receberam em ações



Fonte: Do autor

De acordo com a forma de pagamento, percebe-se que o mercado reagiu mais positivamente quando ocorreu o pagamento em ações. Com este tipo de pagamento, tanto as empresas adquirentes quanto as empresas adquiridas obtiveram retornos anormais positivos e estatisticamente significativos.

O pagamento em ações mostra certo receio dos adquirentes em obter os ganhos esperados no processo de F&A, pois quando se efetua o pagamento em ações, busca-se dividir o risco da não obtenção de tais ganhos (RAPPAPORT; SIROWER, 1999). Por outro lado, Rappaport e Sirower (1999) citam que ao receber

ofertas em ações, os acionistas das empresas adquiridas têm a chance de lucrar com a sinergia operacional e obter ganhos com pagamentos superiores de prêmios.

Em suma, os comentários expostos neste trabalho sobre as formas de pagamento nos leva a acreditar que a decisão de efetuar o pagamento em dinheiro é a mais apropriada, porém a decisão não é tão simples assim. Rappaport e Sirower (1999) comentam que muitas vezes as empresas adquirentes não possuem recursos suficientes em dinheiro para promover a oferta e nem capacidade de endividamento, nestes casos, a oferta em ações é uma das únicas saídas para efetuar o processo de F&A.

A seguir, são feitas as considerações finais da pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste estudo foi verificar se as operações de F&A anunciadas após a crise financeira global de 2008 criaram valor para os investidores das empresas envolvidas, listadas na BM&FBOVESPA. Por meio da literatura e dos testes realizados, foi possível mensurar o impacto dos processos de F&A nos preços das ações das empresas envolvidas. A aplicação do método de estudo de evento em uma amostra de 108 anúncios sobre F&A das empresas objetivou, tendo em vista a hipótese do mercado eficiente, detectar a presença de retornos anormais estatisticamente significantes em torno e na data do anúncio de uma decisão F&A por parte das empresas. Dessa forma, procurou-se trazer novos resultados e novas reflexões com base no questionamento sobre a possibilidade de o mercado de capitais brasileiro reagir reavaliando o valor das ações das empresas envolvidas em processos de F&A.

Contudo, por meio da análise dos estudos anteriores relacionados ao tema e dos resultados encontrados, foi possível verificar os objetivos específicos de:

- Identificar os fundamentos que sustentam a expectativa de criação de valor e ganho de sinergia em um processo de F&A. Por meio da revisão da literatura e dos estudos recentes foi possível descrever ao longo do trabalho tais fundamentos.

- Identificar se os processos de F&A analisados criaram valor tanto para os acionistas das empresas adquirentes quanto para os acionistas das empresas adquiridas. Como visto nos cálculos efetuados, os processos de F&A estudados no período analisado não criaram valor para os acionistas das empresas adquirentes nem para os acionistas das empresas adquiridas.

- Verificar a eficiência informacional semiforte do mercado de capitais brasileiro diante de um anúncio de F&A. O princípio da eficiência informacional semiforte é de não permitir a ocorrência de retornos anormais diante de um evento, isso foi comprovado no estudo realizado neste trabalho, dentro do período analisado.

- Produzir evidências que possam demonstrar os retornos anormais no preço das ações no período pós-crise 2008, influenciadas pelo anúncio de F&A. As

evidências produzidas com a utilização da metodologia do estudo de evento não demonstraram retornos anormais para os processos de F&A analisados no período do estudo. Os valores encontrados não são estatisticamente significantes.

De acordo com o problema de pesquisa levantado que foi verificar se os anúncios de operações de F&A produziram impacto nos preços das ações negociadas publicamente na BM&FBOVESPA após a crise financeira global de 2008, os seguintes conjuntos de hipóteses foram abordados e discutidos:

H_{01} : Para as empresas adquirentes, o anúncio de um processo de F&A não produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

H_{a1} : Para as empresas adquirentes, o anúncio de um processo de F&A produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

H_{02} : Para as empresas adquiridas, o anúncio de um processo de F&A não produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

H_{a2} : Para as empresas adquiridas, o anúncio de um processo de F&A produz retornos anormais e estatisticamente significativos.

Para analisar se os anúncios de operações de F&A produziram impacto nos preços das ações negociadas publicamente na BM&FBOVESPA após a crise financeira global de 2008, foi efetuado um estudo de evento e demais testes dispostos no capítulo 3, com o intuito de identificar e validar as hipóteses apresentadas.

Com base nas hipóteses apresentadas e nos testes efetuados, pode-se concluir que:

Para as empresas adquirentes, não foi possível rejeitar a hipótese nula H_{01} ao nível de significância de 5%. Sendo assim, mesmo com a reação positiva do mercado de capitais para as empresas adquirentes dentro da janela de evento estudada, os valores da estatística Z não nos permitiu concluir que os resultados encontrados nesta pesquisa são válidos, pois não são estatisticamente significantes.

Já para as empresas adquiridas, não foi possível rejeitar a hipótese nula H_{02} . Mesmo com alguns dias apresentando valores estatisticamente significantes ao nível de 5%, com os quais se podem rejeitar a hipótese nula, os resultados demonstraram uma forte queda no (\overline{CAR}_t) , contradizendo a hipótese alternativa H_{a2} . Desta forma,

as evidências apresentadas não corroboram essa hipótese. Conforme exposto ao longo do trabalho, os anúncios dos processos de F&A para as empresas adquiridas não foram recebidos de maneira positiva pelo mercado.

Após a segmentação da amostra, utilizando somente as empresas que participaram dos processos de F&A que tiveram mudança de controle, foi observada uma reação positiva do mercado, influenciando o preço das ações e produzindo retornos anormais positivos tanto para as empresas adquirentes quanto para as empresas adquiridas. Os resultados encontrados são estatisticamente significantes para as empresas adquirentes ao longo da janela do evento e em alguns dias após o anúncio para as empresas adquiridas.

Explorando à forma de pagamento, outra segmentação efetuada somente com as empresas que tiveram mudança de controle, pode-se observar que quando o pagamento foi feito através de ações, os retornos anormais foram positivos para ambas as empresas, com estatísticas extremamente significantes principalmente para as empresas adquirentes. Apesar do baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a sua reação aos processos de F&A que envolveram pagamento em ações foram muito bem recebidos pelo mercado.

Como proposta para estudos posteriores, dentro desta linha de investigação, seria a de analisar outros indicadores que podem identificar as medidas de desempenho das empresas, tais como o Q de Tobin, ROE e EBITDA, além dos preços das ações, buscando assim captar as sinergias que sustentam na teoria um processo de F&A. Outro ponto importante seria observar as medidas de desempenho das empresas com capital fechado que participam dos processos de F&A, analisando seus indicadores contábeis-financeiros, tais como o ROA e ROI, possibilitando assim um entendimento melhor dos motivos e resultados que levam estas empresas a participarem dos processos de F&A.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo de avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática**. 2003. 203 f. Tese (Livre-Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 28, n. 3, p. 347-362, Sept. 1993.

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E. H. The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 11, n. 1-4, p. 183-206, Apr. 1983.

_____. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between stockholders of target and acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 21, n. 5, p. 3-40, May 1988.

BRASIL. **Lei n. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 13 out. 2013.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2008.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2006.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 8, n. 3, p. 205-258, Sept. 1980.

BRUNER, R. F. **Applied mergers and acquisitions**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

CAMARGOS, M.A. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno, sinergia e risco**. 2008. 245 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2008.

_____; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração USP**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

_____; _____. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de**

Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 42, n. 4, p. 468-481, 2007.

_____; _____. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 41, n. 1, p. 43-58, 2006.

_____; _____. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração USP**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 01-10, 2003.

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

CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 2002. 164 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

CASELANI, D. M. C.; CASELANI, C. N. Direcionadores financeiros e não financeiros: impactos na geração de valor. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador, (BA). **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1949.pdf>>. Acesso em: 11 julho 2013.

CASTRO, D. M. F. **Criação de valor em fusões e aquisições**. 2010. 204 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2010.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: valuation – calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

_____. **Corporate finance: theory and practice**. 2.ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

_____. Efficient capital markets II. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

FRANKS, J. R.; HARRIS, R. S.; MAYER, C. Means of payment in takeovers: results for U. K. and U. S. In: AUERBACH, A. J. **Corporate takeover: causes and consequences**. Chicago: University of Chicago Press, 1988. cap. 08, p. 221-264.

GABRIEL, F. S.; RIBEIRO, R. B.; RIBEIRO, K. C. S. Hipóteses de mercado eficiente: um estudo de eventos a partir da redução do IPI. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v.3, n.1, p. 36-52, 2013.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Financial markets and corporate strategy**. New York: McGraw-Hill, 1998.

GROSSMAN, S.; STIGLITZ, J. E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, Cambridge, v. 70, n. 3, p. 393-408, June 1980.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, Apr. 1983.

KPMG CORPORATE FINANCE. **Pesquisa de fusões e aquisições** – 4º. Trimestre 2012. São Paulo: KPMG. Fev. 2013. Disponível em: <http://www.kpmg.com/br/pt/estudos_analises/artigo/publicacoes/paginas/fa-4-trimestre-2012.aspx>. Acesso em: 31 maio 2013.

LEITE, B. H. F. C. **Fusões e aquisições – geração de valor no Brasil**: um estudo de evento com base no período de 2003 a 2011. 2012. 55 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

LOUGHRAN, T.; VIJH, A. **Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions**. Estudo não publicado, Abr. 1997.

LUBATKIN, M. Mergers and the performance of the acquiring firm. **Academy of Management Review**, New York, v. 8, n. 2, p. 218-225, Apr. 1983.

LUCCHESI, E. P. **A reação do mercado de capitais brasileiro às decisões de investimento das empresas**: um estudo empírico de evento. 2005. 236 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, Nashville, v. 35, n.1, p. 13-39, Mar. 1997.

MANKIW, N. G. **Princípios de microeconomia**. 3. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MEDEIROS, R. **Fusões e aquisições**. Maio 2007. Disponível em: <<http://www.artigos.com/artigos/sociais/administracao/fusoes-e-aquisicoes-1623/artigo/#.UeKSS1a5f4g>>. Acesso em: 11 julho 2013.

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

PESTANA, M. H.; GAGEIRO, J. N. **Análise de dados para ciências sociais: a complementaridade do SPSS**. 2 ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2000.

RAPPAPORT, A.; SIROWER, M. L. Stock or Cash? The Trade-offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions. **Harvard Business Review**, Boston, v. 77, n. 6, p. 147-158, Nov.-Dec. 1999.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, Chicago, v. 59, n. 2, part 1, p. 197-216, Apr. 1986.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ROTELA JUNIOR, P. **Uma análise do impacto das fusões e aquisições e a criação de sinergias no cenário brasileiro por meio de diferentes sistemáticas**. 2012. 95 f. Dissertação (Mestrado em Ciências em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Itajubá, Minas Gerais, 2012.

SCHERER, F.M.; ROSS, D. **Industrial market structure and economic performance**. 3. ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.

SILVA, J. M. A.; FAMÁ, R. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 46, n. 2, p. 178-190, 2011.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 36. **Anais...** Salvador: ANPAD, set. 2002. 14p.

STEWART III, G. B. **Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

THALER, R. H. Anomalies – The Winner’s Curse. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 2, n. 1, p. 191-202, Winter 1988.

TRAVLOS, N. G. Corporate takeover bids, methods of payment and bidding firms’ stock returns. **The Journal of Finance**, Malden, v. 42, n. 4, p. 943-963, Sept. 1987.

TTR TRANSACTIONAL TRACK RECORD. . **Pesquisa de fusões e aquisições: 4º**. Trimestre 2012. São Paulo: TTR. Mar. 2013. Disponível em: <<http://www.ttrecord.com/pt/publicacoes/relatorio-mensal-america-latina/2012-Trimestre-4/789/>>. Acesso em: 31 maio 2013.

VALOR ECONÔMICO. **Empresas**. [2012]. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2801254/ranking-das-1000-maiores>>. Acesso em: 20 nov. 2013.

ZOOK, C.; ALLEN, J. **Lucro a partir do core business**: como retomar o crescimento em tempos incertos. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

APÊNDICE A – Diagnósticos dos modelos de regressão

O quadro a seguir apresenta os valores dos diagnósticos dos modelos de regressão realizados no software EViews®. O número de cada evento está relacionado com o quadro 7 – amostra dos processos de F&A analisados e, nos casos em que a análise foi feita em ambas as empresas, o número foi repetido, diferenciando um do outro pelo nome da empresa analisada.

QUADRO 8 – Resultados dos diagnósticos dos modelos de regressão

Nº	Empresa	p-valor (β)	Breusch-Pagan	Durbin-Watson	Jarque-Bera
1	Lupatech	0,0150	0,7779	2,1993	0,2176
2	Cemig	0,0000	0,4132	2,0571	0,3950
3	Petrobras	0,0000	0,7331	1,6370	0,3214
4	Itaú Unibanco	0,0000	0,9850	2,0650	0,2290
5	OGX Petróleo	0,0029	0,5085	1,5494	0,9203
6	Randon	0,0117	0,9810	2,1568	0,8183
7	MPX Energia	0,0076	0,0100	2,2458	0,0713
8	Abril Educação	0,0980	0,0358	2,3608	0,5789
9	Braskem	0,0000	0,2663	2,4484	0,8072
10	Alpargatas	0,0375	0,7684	2,0098	0,6459
11	Gp Investments	0,0130	0,3182	2,1282	0,7943
12	Itaú Unibanco	0,0000	0,0850	1,8508	0,3976
12	Lojas Americanas	0,0000	0,2200	2,1585	0,9384
13	BR Malls	0,0001	0,5408	2,2203	0,0410
14	Cielo	0,0588	0,2724	1,7472	0,3424
15	Ecorodovias	0,0002	0,2790	1,8876	0,5451
16	International Meal	0,0014	0,8851	1,5465	0,9608
17	Forjas Taurus	0,0505	0,8558	1,8986	0,4005
18	Cosan	0,0009	0,0928	1,8175	0,0670
19	Duratex	0,0000	0,8326	2,1026	0,6597
20	PDG Realty	0,0008	0,2979	1,6890	0,6795
21	Sul America	0,0070	0,7497	2,0693	0,9892
22	Vale	0,0000	0,4316	2,0000	0,9284
23	JBS	0,0005	0,6231	2,1956	0,8367
24	AMBEV	0,0014	0,2334	1,7028	0,4205
25	BR Properties	0,0889	0,1115	2,2609	0,0221
26	Cosan	0,0018	0,5524	2,0000	0,0762
26	ALL Logística	0,0000	0,9956	2,3860	0,4845
27	Itaú Unibanco	0,0000	0,1320	1,4368	0,0749
28	Tegma Gestão e Log	0,0101	0,9971	2,2838	0,0984
29	Tecnisa	0,0000	0,8396	2,0130	0,9340
30	EDP Energias	0,0893	0,9977	2,2560	0,7628
31	Kroton	0,0013	0,1956	2,3885	0,0000
32	Marfrig	0,0021	0,2390	1,5992	0,2172
32	BRF Brasil Foods	0,0000	0,0875	2,3033	0,3296
33	Gol Linhas Aéreas	0,0000	0,2929	1,8858	0,3365
34	BR Malls	0,0015	0,0102	2,0507	0,4366
35	JSL	0,0126	0,1567	2,1178	0,0000
36	Usiminas	0,0000	0,6527	1,7167	0,6158
37	Klabin	0,0000	0,5707	2,0592	0,2990
38	São Martinho	0,0256	0,7651	2,5129	0,8398

continua

continuação

Nº	Empresa	p-valor (β)	Breusch-Pagan	Durbin-Watson	Jarque-Bera
39	Maxion	0,0000	0,0906	2,0093	0,4727
40	BR Properties	0,0000	0,8135	1,9475	0,8149
41	CCR	0,0005	0,7347	2,2247	0,6219
42	Braskem	0,0014	0,3107	1,8798	0,8369
43	Raia	0,0067	0,4744	1,6956	0,1212
44	MRV Logística	0,0000	0,6888	1,7683	0,5327
45	Usiminas	0,0000	0,8618	1,7654	0,0090
46	TIM	0,0006	0,0882	1,9608	0,0855
47	MPX Energia	0,0006	0,7689	1,8314	0,0012
48	Bradesco	0,0000	0,7450	1,9630	0,6515
49	Forjas Taurus	0,0001	0,1490	1,7490	0,4457
50	Banco do Brasil	0,0000	0,4443	2,0335	0,3078
51	Itaú Unibanco	0,0000	0,0942	2,3409	0,3027
52	Embraer	0,0255	0,9395	2,4716	0,3242
53	Unipar	0,0049	0,5321	2,4357	0,2785
54	CPFL Energia	0,0002	0,7223	2,3095	0,8609
55	Petrobras	0,0000	0,8743	1,7653	0,6506
56	Rodobens	0,0022	0,4674	1,7031	0,3022
57	Santander Brasil	0,0000	0,8028	1,7038	0,6448
58	João Fortes Engenharia	0,0185	0,6027	2,4891	0,2241
59	Cosan	0,0001	0,4244	2,3205	0,4433
60	Suzano Papel e Celulose	0,0185	0,7563	2,3895	0,0000
60	Fibria Celulose	0,0001	0,6559	2,5494	0,0000
61	Petrobras	0,0000	0,5900	1,5923	0,9313
62	Gerdau	0,0000	0,9505	1,6232	0,6130
62	Aços Villares	0,0798	0,6139	2,5829	0,1834
63	CSN	0,0000	0,1322	1,8500	0,7874
64	BR Malls	0,0245	0,5429	2,0085	0,7905
65	MMX	0,0000	0,6147	1,8998	0,3515
66	Cosan	0,0143	0,8624	1,9815	0,0657
67	Hypermarcas	0,0034	0,2225	1,7354	0,2135
68	Net	0,0000	0,6587	2,0027	0,7593
69	Paranapanema	0,0000	0,6462	2,1431	0,0338
70	Telemar	0,0033	0,8415	2,0911	0,4732
71	Marfrig	0,0000	0,9733	1,8700	0,0042
72	PDG Realty	0,0000	0,0767	1,5055	0,0001
73	Vale	0,0000	0,3086	1,4593	0,4452
74	Cielo	0,0129	0,6915	1,5490	0,0024
75	Banco do Brasil	0,0000	0,7156	1,8295	0,0107
76	Gafisa	0,0000	0,3613	1,7758	0,1652
77	Petrobras	0,0000	0,7515	2,0080	0,5261
77	Açúcar Guarani	0,0060	0,2236	2,3046	0,1593
78	Banco Sofisa	0,0003	0,5741	2,0847	0,1175
79	JBS	0,0001	0,3611	2,1344	0,0041
80	Hypermarcas	0,0011	0,0537	2,0040	0,3089
81	Usiminas	0,0000	0,3944	1,4340	0,5063
82	Braskem	0,0148	0,4275	1,7716	0,0000
83	Vale	0,0000	0,4195	1,1942	0,3127
84	Kroton	0,0482	0,1884	1,5493	0,7773
85	Unipar	0,0029	0,6487	2,3844	0,0000
86	Equatorial	0,0208	0,0825	1,6819	0,0216
87	Tractebel	0,0001	0,2035	2,6096	0,3481
88	CBD	0,0000	0,0489	2,0579	0,9311
89	Banco Panamericano	0,0028	0,8762	2,3028	0,0000

continuação

					conclusão
Nº	Empresa	p-valor (β)	Breusch-Pagan	Durbin-Watson	Jarque-Bera
90	Light	0,0006	0,6324	1,5674	0,1872
91	Banco do Brasil	0,0000	0,9185	1,5848	0,4368
92	Odontoprev	0,0131	0,8385	1,5936	0,9438
93	Hypermarcas	0,0319	0,0259	1,5953	0,6812
94	JBS	0,0001	0,0873	2,2719	0,3730
95	BR Malls	0,0101	0,5094	1,5558	0,8129
95	JHSF Participações	0,0875	0,8945	2,3351	0,0000
96	Maxion	0,0000	0,5570	2,4709	0,0000
97	Kroton	0,0006	0,4629	1,7300	0,3830
98	Duratex	0,0000	0,2802	2,1472	0,9064
99	CBD	0,0000	0,6143	2,1625	0,1208
100	MMX	0,0018	0,6149	1,7310	0,0870
101	Perdigão	0,0000	0,7805	1,7536	0,9528
101	Sadia	0,0220	0,2910	1,7192	0,0007
102	TIM	0,0161	0,3617	1,8987	0,0942
103	Braskem	0,0002	0,3197	2,1147	0,9577
104	Cosan	0,0000	0,1158	1,8698	0,7805
105	CCR	0,0070	0,7025	2,0981	0,7112
106	Cemig	0,0007	0,9482	1,9368	0,5676
107	VCP	0,0000	0,8386	1,5895	0,7310
107	Aracruz	0,0000	0,6032	1,5823	0,0069
108	Banco do Brasil	0,0000	0,1716	2,0205	0,7278

Fonte: Do autor

Abaixo segue os critérios utilizados para análises dos diagnósticos dos modelos de regressão.

- Linearidade da função regressão através da estatística *t* de Student para o coeficiente beta (β)

Regra de decisão:

p-valor > 10% rejeita-se a regressão

- Teste de Breusch-Pagan para heterocedasticidade

H_0 : homocedasticidade

Regra de decisão:

p-valor < 1% rejeita-se a hipótese nula (H_0)

- Teste de Durbin-Watson para autocorrelação dos resíduos

H_0 : não há autocorrelação

Regra de decisão:

$0 < DW < 1,324$ – rejeita-se H_0

$1,324 < DW < 1,403$ – teste é inconclusivo

$1,403 < DW < 2$ – não rejeita-se H_0

Para valores de $DW > 2$, é preciso fazer a seguinte transformação:

$DW^* = 4 - DW$. Assim, utiliza-se o valor de DW^* para comparar com os limites estabelecidos acima.

- Teste de Jarque-Bera para normalidade dos termos de erros

H_0 : distribuição normal dos resíduos

Regra de decisão:

p-valor < 1% rejeita-se a hipótese nula (H_0)

APÊNDICE B – Processos de F&A com mudança de controle

O quadro a seguir apresenta as empresas que participaram dos processos de F&A em que ocorreram a mudança de controle e qual a forma de pagamento que foi utilizada em cada processo.

QUADRO 9 – Formas de pagamentos dos processos de F&A

Adquirente	Adquirida	Forma de pagamento
Itaú Unibanco	Banco Citicard	Dinheiro
Randon	Suspensys Sistemas	Dinheiro
Abril Educação	Wise-up	Dinheiro
Itaú Unibanco	Lojas Americanas	Dinheiro
BR Malls	Shopping Plaza Macaé	Dinheiro
Cielo	Merchant e-Solutions	Dinheiro
International Meal	Batata Inglesa	Dinheiro
Sul América	Saspar Participações	Dinheiro
AMBEV	Cervejaria Nacional Dominicana	Dinheiro
BR Properties	Ventura Brasil Emp. Imobiliários	Dinheiro
Tegma Gestão e Log	LTD Transportes	Dinheiro
BR Malls	Shopping Jardim Sul	Dinheiro
Klabin	Florestal Vale	Dinheiro
Maxion	Hayes Lemmerz	Dinheiro
BR Properties	WTorre	Ações
Drogasil	Raia	Ações
TIM	AES Atimus	Dinheiro
Bradesco	BERJ	Dinheiro
Polimetal	Forjas Taurus	Ações
Banco do Brasil	Eurobank	Dinheiro
Petrobras	Innova	Dinheiro
GV Holding	Rodobens	Dinheiro
Cosan	Usina Zanin	Dinheiro
Petrobras	Refap	Dinheiro
Gerdau	Aços Villares	Ações
CSN	Grupo Alfonso Galhardo	Dinheiro
BR Malls	Shopping Tijuca	Dinheiro
Hypermarcas	Mabesa	Dinheiro
Embratel	Net	Dinheiro
Vale	Paranapanema	Dinheiro
Marfrig	Keystone Foods	Dinheiro
PDG Realty	Agre	Ações
Vale	Simandou	Dinheiro
Banco do Brasil	Banco Patagônia	Dinheiro
Gafisa	Alphaville Participações	Ações
JBS	Rockdale Beef	Dinheiro
Braskem	Sunoco Chemicals	Dinheiro
Kroton	Iuni Educacional	Dinheiro
Tractebel	SUEZ Energia	Dinheiro
CBD	Casas Bahia	Dinheiro
Banco do Brasil	Banco Nossa Caixa	Ações
Odontoprev	Bradesco Dental	Ações
JBS	Bertin	Ações
Satipel	Duratex	Ações
CBD	Globex	Dinheiro

continua

Adquirente	Adquirida	Forma de pagamento
Perdigão	Sadia	Ações
TIM	Holdco Participações	Ações
Braskem	Triunfo	Ações
Cosan	Nova América	Ações

Fonte: Do autor