

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

MESTRADO ACADÊMICO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ÉMERSON NOGUEIRA SALES

**A CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS EM
PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL**

São Paulo

2014

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

MESTRADO ACADÊMICO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ÉMERSON NOGUEIRA SALES

**A CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS EM PROCESSOS
DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, como requisito para a titulação de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort

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 Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

S163c

Sales, Emerson Nogueira

A criação de valor para os acionistas em processos de fusões e aquisições no Brasil. / Emerson Nogueira Sales. - - São Paulo, 2014.

168 f.

Orientador: Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort.

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

1. Empresas – Fusão e incorporação – Brasil.
2. Valor econômico adicionado (EVA).
3. Acionistas.

CDD 658.16

FOLHA DE APROVAÇÃO

ÉMERSON NOGUEIRA SALES

A CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS AÇIONISTAS EM PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

**Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado –
FECAP, como requisito para a titulação de Mestre em Ciências Contábeis.**

COMISSÃO JULGADORA:

**Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie**

**Prof. Dr. Cláudio Parisi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP**

**Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP
Professora Orientadora – Presidente da Banca Examinadora**

São Paulo, 02 de abril de 2014.

AGRADECIMENTOS

Ao Grande Construtor do Universo, DEUS, que permitiu que eu percorresse este caminho e chegasse ao destino. Ao Mestre dos mestres, JESUS CRISTO, que me orienta na constante caminhada.

Àqueles que contribuíram grandiosamente para o andamento desta pesquisa, orientando e direcionando para os caminhos que deveriam ser percorridos: Profa. Orientadora Dra. Elionor Farah Jreige Weffort; Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura; Prof. Dr. Cláudio Parisi; Prof. Dr. Anísio Cândido Pereira; e Profa. Dra. Vilma Geni Slomski.

Pela constante atenção e imprescindível ajuda, à Profa. Amanda Russo Chirotto secretária do programa de Mestrado e à Andreia Almeida bibliotecária da instituição.

Aos meus familiares, que sempre confiaram nas minhas possibilidades e potencialidades, me incentivaram, me apoiaram e sonharam comigo:

Meus irmãos Éder Nogueira Sales e Rosângela Nogueira Sales.

Meus pais, os primeiros e mais completos professores, verdadeiros Mestres, nesta passagem terrena, o professor, contador e pai Joaquim Nogueira Sales (*in memoriam*) e a bondosa educadora e mãe Maria José Monteiro Sales.

À minha amada esposa e companheira Vânia Pellegrini Nogueira Sales, que desde o primeiro momento esteve ao meu lado para a conclusão desta tarefa.

Meus filhos Gabriela Gomes Nogueira Sales, Paulo Vinícius Gomes Nogueira Sales e especialmente o Émerson Jango Gomes Nogueira Sales, o maior motivador deste pai na incansável busca para ser um bom exemplo a eles.

Não poderia deixar de lembrar e agradecer aquele que, no campo profissional, foi o primeiro a acreditar nas minhas capacidades, subsidiando o curso de graduação pois este que agradece não possuía recursos para tal, Dr. Alcides Prudente Pavan (*in memoriam*).

A todos as demais pessoas, não nominadas aqui, que direta ou indiretamente me apoiaram.

RESUMO

No Brasil ocorreram mais de 6 mil transações de fusões e aquisições (F&A) nos últimos dez anos, e estas operações tem sido alvo de pesquisas acerca dos seus efeitos, resultando em conclusões divergentes quanto aos reflexos destas operações, principalmente a respeito dos benefícios aos acionistas no tocante à criação de valor econômico, motivando esta pesquisa a buscar explicações teóricas possíveis de confirmação empírica acerca das F&A. Desta forma, o objetivo geral desta pesquisa foi investigar se as operações de F&A ocorridos entre 2000 a 2010 em empresas listadas na BM&FBOVESPA criaram valor para os acionistas. Foram utilizadas como *proxies* para criação de valor as variáveis Q de Tobin e o EVA[®]. Foram analisados dados de 83 transações de F&A em 28 empresas adquirentes ou resultantes, buscando observar o comportamento das variáveis após o anúncio das transações em até 36 meses e também para o restante do período (dez anos) nos casos em que houve a disponibilidade dos dados, bem como permitiu a comparação com os resultados das médias entre a amostra e as médias das demais empresas listadas na bolsa. Os resultados obtidos guardam simetria com aqueles da maioria dos estudos anteriores demonstrando que as F&A não influenciaram a criação de valor por nenhuma das variáveis estudadas e que as variáveis apresentaram variação negativa ao longo dos primeiros 36 meses e continuaram mostrando o declínio quando puderam ser acompanhados pelo restante do período, e mostraram simetria com os resultados das empresas que não pertenciam à amostra.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Criação de Valor para os acionistas. Q de Tobin. EVA[®].

ABSTRACT

In Brazil there were more than 6000 mergers and acquisitions (M&A) in the last ten years, these operations have been the subject of research on its effects, resulting in differing conclusions as to the consequences of these operations, especially in relation to the benefits to shareholders regarding the creation of economic value, motivating this research to seek possible theoretical explanations and empirical confirmation about F&A. Thus, the objective of this research was to investigate whether the M&A events occurred between years 2000 and 2010 in companies listed on the BM&FBOVESPA created shareholder value. Variables Tobin's Q and the EVA[®] were used as proxies for value creation. Data of 83 transactions M&A were analyzed in 28 purchasing companies or resulting companies, seeking to observe the behavior of the variables after the announcement of the transaction within 36 months and for the remainder of the period (ten years) where there was data availability. Also, the data allowed comparison between results of the sample's averages and the averages of others companies listed on the BM&FBOVESPA non-sampled. The results showed symmetry with those of most previous studies demonstrating that M&A did not affect the creation of value for any of the studied variables and that the variables had negative growth over the first 36 months and had continued showing a decline when it was possible to analyze by remainder of the period, and showed symmetry with the results of the companies non-sampled.

Key-words: Mergers and Acquisitions. Creating value for shareholders. Tobin's Q. EVA[®].

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 -	Finalidades das F&A financeiras e estratégicas	26
FIGURA 2 -	As fusões e aquisições na linha do tempo	36
FIGURA 3 -	Formas de transferência de controle	40
FIGURA 4 -	Período de estudo	87
FIGURA 5 -	Critério de disponibilidade de dados para inclusão ou exclusão na amostra	88
FIGURA 6 -	Definição da origem dos dados	96
FIGURA 7 -	Relação entre as fontes e os tipos dos dados	97
FIGURA 8 -	Período de coleta dos dados	98
FIGURA 9 -	Sociograma das transações entre as empresas	105
FIGURA 10 -	Sequência de apuração das variáveis	110

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 -	Teorias econômicas que se relacionam com as F&A	28
QUADRO 2 -	Formas de associações entre empresas no Brasil	30
QUADRO 3 -	Formas que os processos de fusões podem assumir	32
QUADRO 4 -	Identificação e agrupamento dos fatores motivadores das F&A	41
QUADRO 5 -	Motivos das F&A	39
QUADRO 6 -	Tipos e objetivos da ocorrência de F&A	43
QUADRO 7 -	Resultados empíricos acerca de F&A e seus retornos	59
QUADRO 8 -	Pesquisas internacionais acerca da criação de valor em F&A	61
QUADRO 9 -	Estudos das F&A no setor farmacêutico e biotecnologia	77
QUADRO 10 -	Variáveis relacionadas com a criação de valor	80
QUADRO 11 -	Características da pesquisa	85
QUADRO 12 -	Variáveis de interesse	89
QUADRO 13 -	Variáveis de controle	95
QUADRO 14 -	Informações coletadas	100

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 -	Volume de transações de F&A no Brasil de 1994 a 2012	17
GRÁFICO 2 -	Q de Tobin - evolução nos 12 primeiros períodos	123
GRÁFICO 3 -	Q de Tobin - crescimento nos 12 primeiros períodos	123
GRÁFICO 4 -	Evolução do Q de Tobin	124
GRÁFICO 5 -	Crescimento do Q de Tobin	125
GRÁFICO 6 -	EVA [®] - evolução nos 12 primeiros períodos – Grupo 1	132
GRÁFICO 7 -	EVA [®] - evolução nos 12 primeiros períodos – Grupo 2	132
GRÁFICO 8 -	EVA [®] - crescimento percentual nos 12 primeiros períodos	133
GRÁFICO 9 -	EVA [®] - evolução	133

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 -	Distribuição da amostra por setor	104
TABELA 2 -	Resultados consolidados	112
TABELA 3 -	Crescimento do Q de Tobin (T_1 até T_{13}) e média dos últimos três períodos e geral da amostra	120
TABELA 4 -	Crescimento do EVA [®] (T_1 até T_{13}) e média dos últimos três períodos e média geral da amostra	129
TABELA 5 -	Coefficiente de Determinação entre as variáveis – R^2	135

LISTA DE SIGLAS

EVA [®]	<i>Economic Value Added</i>
F&A	Fusão e Aquisição ou no plural Fusões ou Aquisições
Q de Tobin	Quociente que mede a relação entre o valor de mercado e o contábil

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 OBJETIVOS E DELIMITAÇÃO	18
1.2 JUSTIFICATIVA	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1 ASPECTOS GERAIS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A)	22
2.1.1 CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS DAS F&A	22
2.1.2 HISTÓRICO DAS F&A	32
2.1.3 FATORES MOTIVADORES DAS F&A	37
2.2 CRIAÇÃO DE VALOR	46
2.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES E A CRIAÇÃO DE VALOR	55
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	85
3.1 CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA	85
3.2 CAMPO DE ESTUDO	86
3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA	88
3.3.1 VARIÁVEIS DE INTERESSE	88
3.3.2 VARIÁVEIS DE CONTROLE	94
3.4 COLETA DE DADOS	96
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	98
3.6 TRATAMENTO DOS DADOS	99
4 RESULTADOS	103
4.1 AMOSTRA	103
4.1.1 INFORMAÇÕES RELEVANTES ACERCA DA AMOSTRA	106
4.1.2 INFORMAÇÕES COLETADAS PARA A APURAÇÃO DAS VARIÁVEIS	107

4.2 RESULTADOS DAS VARIÁVEIS DE CRIAÇÃO DE VALOR	110
4.2.1 Q DE TOBIN	118
4.2.2 EVA [®]	126
4.3 TESTES DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS	134
4.4 COMPARAÇÃO COM ESTUDOS ANTERIORES	136
4.5 SÍNTESE DOS RESULTADOS	139
5 CONCLUSÕES	142
REFERÊNCIAS	147
APÊNDICE A – Amostra	154
APÊNDICE B – Apuração do Fator de Determinação R²	162

1 INTRODUÇÃO

Operações de fusões e aquisições (F&A) são alvo de estudos na busca de entendimento dos motivos destas operações e dos resultados que elas causam para as empresas envolvidas, para os acionistas e para a cadeia de negócios com as quais elas se relacionam. Mesmo sendo foco de estudos, existem conclusões divergentes quanto aos reflexos destas operações, principalmente sobre os benefícios alcançados para os envolvidos, em especial os acionistas que não participam das decisões administrativas (KLOECKNER, 1994), mas herdaram os frutos, sejam eles quais forem.

Devido à grande importância para o negócio das empresas envolvidas, dos reflexos na economia e nos mercados consumidores, e também à necessidade de explicação destas operações, as pesquisas sobre F&A, desde o seu motivo até os resultados alcançados tornaram-se tema recorrente (CAMARGOS; BARBOSA, 2009; CASTRO, 2010; COSTA JR., 2008; KAYO; PATROCÍNIO; MARTIN, 2009; KUMAR, 2009; MUHAMMAD; 2011; NARDI, 2012; SINGH; MOGLA, 2010). Este conjunto fez com que a ciência buscasse incessantemente explicações teóricas, possíveis de confirmação empírica, a fim de explicar tais fenômenos. Neste sentido, Chaison (2010) afirma que não existe de fato uma explicação teórica geral para as F&A, permitindo inferir que o enquadramento teórico depende mais dos interesses, dos objetivos reais, da operação, do que do conceito geral com o qual se pretende enquadrar os estudos.

Vários estudos foram feitos chegando a resultados diversos, mesmo alguns usando as mesmas variáveis e em períodos e população muito similares. Alguns confirmaram a criação de valor pelas F&A (CAMARGOS; BARBOSA, 2009; CASTRO, 2010; COSTA JR., 2008), e outros refutaram tal hipótese concluindo que estes eventos não criam valor para o acionista (ARAÚJO et al., 2007; BATISTELLA, 2005; CAMARGOS; BARBOSA, 2007; KAYO; PATROCÍNIO; MARTIN, 2009; KUMAR, 2009; MÁLAGA, 2007; MUHAMMAD, 2011; NARDI, 2012; SINGH; MOGLA, 2010). Há que se considerarem os momentos em que tais pesquisas foram realizadas, os critérios de apuração e análise, as variáveis, etc., mas de uma forma geral, houve mais conclusões contrárias à criação de valor do que favoráveis. Assim como também não houve consenso sobre os reais fatores motivadores destes

eventos, pois se não criam valor, permaneceu a indagação a respeito dos fatores motivadores.

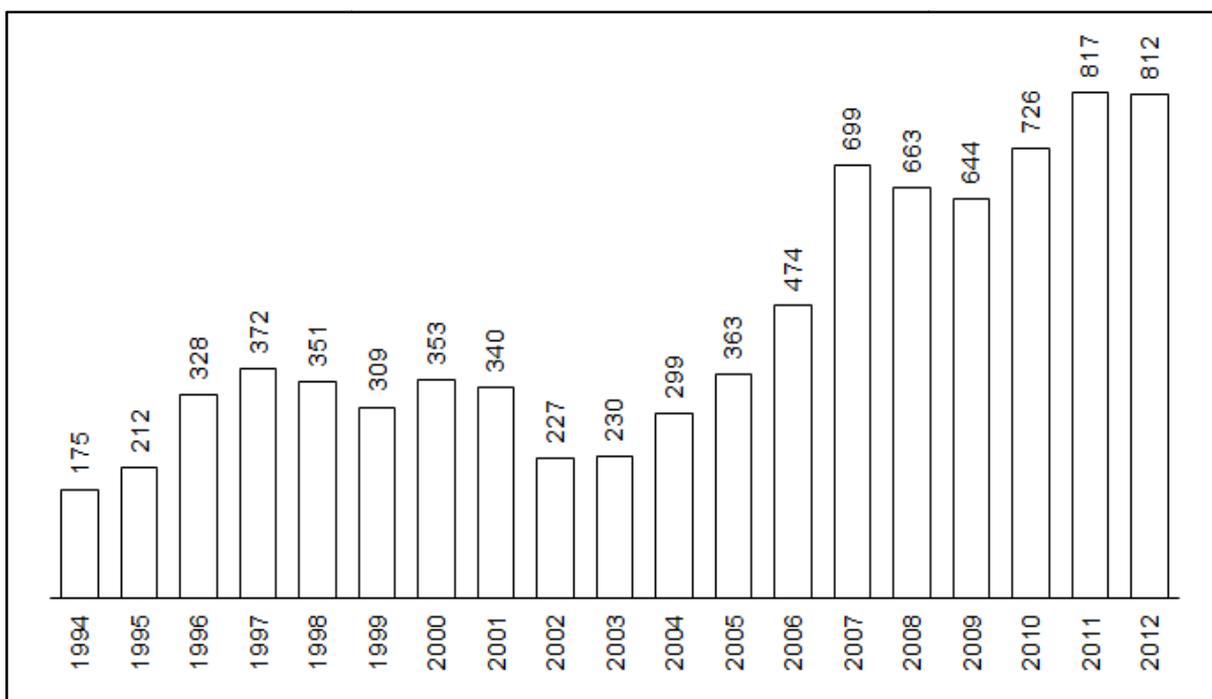
Ravenscraft e Scherer (1987) chamam a atenção para o fato de que já existia um grande número de estudos a respeito dos efeitos pós-fusão nos Estados Unidos e em países da Europa, onde as F&A direcionam para um crescimento financeiro estratégico, e não exatamente para a criação de valor. As pesquisas continuaram e se expandiram, mas os resultados tem se mostrado muito parecidos com os antigos, deixando sempre uma lacuna quanto a conclusão a respeito da criação de valor, e na tentativa de compreender os fenômenos das F&A buscam outras interpretações, como por exemplo, ligadas a sinergia operacional e à maximização da utilidade gerencial. (ARAÚJO et al., 2007; KLOECKNER, 1994; MÁLAGA, 2007).

Concentrando-se na busca deste entendimento no mercado brasileiro, verifica-se que o Brasil tem apresentado grandes transformações e criando um ambiente favorável para o desenvolvimento das empresas, permitindo e impulsionado por grandes investimentos de capital nacional e estrangeiro, nos mais diversos setores produtivos na busca de aproveitamento das oportunidades criadas pelos resultados da política de privatização; pela estabilidade econômica que permitiu ao Brasil se qualificar como ambiente confiável para planejamento a médio e longo prazos; pelo aumento da riqueza global que buscou no Brasil, e em outros países emergentes, o vasto campo de investimentos e retorno mais lucrativo em função da expansão pelo qual estes países passariam. Como consequência direta disso pode-se citar a consolidação do Brasil como uma das grandes potências econômicas (OLIVEIRA; FORTE; ARAGÃO, 2007). Por isto, este ambiente tem merecido a atenção dos estudos científicos para entender o comportamento dos eventos de F&A, e no caso específico deste estudo, compreender os reflexos para os acionistas.

A globalização, de certa forma, consolidou a ideia de que os mercados deveriam agir com mais rapidez numa troca constante de recursos, tecnologia e compartilhamento de conhecimentos, com objetivos de lucratividade nas mais diversas formas, assim, na relação entre as organizações passaram a se inserir também os interesses das sociedades. Neste cenário favorável para os investimentos começou a se desenvolver uma nova visão empresarial, muitas vezes

motivada por fatores internacionais nos casos que envolveram empresas estrangeiras, dando vazão às grandes negociações entre empresas com o objetivo de tornarem-se mais fortes, mais competitivas, e com isto, mais lucrativas (WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004). Com isto, intensificaram-se as transações de F&A conforme demonstrado por estudos técnicos como os das consultorias KPMG (2010) e PWC (2012), que revelam o volume de transações havidas no Brasil deste o início da estabilidade econômica, conforme se pode ver no Gráfico 1:

GRÁFICO 1 – VOLUME DE TRANSAÇÕES DE F&A NO BRASIL DE 1994 A 2012.



Fonte: Adaptado de KPMG (2010) e PWC (2012).

Estes dados são confirmados por outros estudos, como o relatório da consultoria PWC, que informa que nos últimos dez anos ocorreram no Brasil cerca de seis mil transações envolvendo compras de participação ou compras de controle. Informa também que, quando os processos de F&A ainda estavam começando a se intensificar, nestes últimos vinte anos, predominaram as transações nos setores de alimentos e bebidas, tecnologia da informação, bancários de varejo e nos serviços públicos que tiveram, por sua vez, sua motivação nos resultados das políticas de desestatização (PWC, 2012).

Outro fator que incentivou as F&A foi a chegada de mais capital estrangeiro, motivado pela classificação do Brasil, em abril de 2008, como grau de investimento.

Reconhecida, desta forma, como uma economia de baixo risco para os investidores estrangeiros, o ambiente tornou-se mais atrativo e ajudou a impulsionar os processos de F&A. A nova classificação do Brasil passou de BB+, a nota máxima do grau especulativo, para BBB-, a nota mínima do grau de investimento. Na prática, isto significou que o País passava a ser considerado pouco propício à inadimplência. (PORTAL BRASIL, 2008). Em novembro de 2011 esta nota passou para BBB, subindo um degrau no grupo de grau de investimento de qualidade média, permanecendo dessa maneira. (G1 ECONOMIA, 2011).

Nesse contexto, elaborou-se a seguinte questão problema: Os processos de F&A ocorridas entre 2000 a 2010 em empresas listadas na BM&FBOVESPA criaram valor para os acionistas?

1.1 OBJETIVOS E DELIMITAÇÃO

O objetivo geral desta pesquisa foi identificar se as operações de F&A ocorridos entre 2000 a 2010 em empresas listadas na BM&FBOVESPA criaram valor para os acionistas.

A variação do valor patrimonial dos acionistas, dado pelo valor de mercado das ações ao longo do período estudado, proporcionou a identificação dos efeitos das F&A no valor patrimonial dos investidores, podendo assim, oferecer explicações sobre os reflexos destas transações além daqueles intrínsecos às empresas envolvidas no evento. Partindo do pressuposto de que o interesse do acionista deve ser atendido, ou pelo menos, deve ser considerado nas decisões da administração, daí identificar se estas decisões criaram valor para os investidores passa a ser de fundamental importância.

O tema e a pesquisa foram delimitados de forma a possibilitar a realização da coleta dos dados de interesse do estudo, assim, se limitaram à busca de transações de F&A ocorridas logo após o início da estabilidade econômica do Brasil, ou seja, de 2000 até 2010. Os dados foram coletados das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), que passaram por processos de F&A, baseando-se no anúncio da F&A e avançando até três anos, ou mais se for necessário e houver disponibilidade de dados, a fim de comparar os resultados posteriores ao evento uma linha do tempo.

Os critérios de seleção dos eventos, bem como da inclusão destes eventos na amostra e os detalhes do campo de estudo, das variáveis de interesse e de controle, estão todos detalhados no Capítulo 3 deste estudo.

1.2 JUSTIFICATIVA

Este estudo busca justificativa na necessidade de evidenciação dos reflexos causados pelas grandes negociações entre as empresas, nas diversas formas de fusão ou aquisição de controle empresarial, pela ótica do investidor. Ao considerar o volume de transações havidas nos últimos anos, como pode ser visto no Gráfico 1 acima, estes eventos tornam-se importante campo de estudos devido a importância para a economia, para o mercado, para os consumidores, e eleito como foco principal deste estudo, para os investidores.

Pressupõe-se que após o período de negociação, de divulgação da transação ao mercado, da aprovação pelos órgãos reguladores, e passado também o período da consolidação operacional, espera-se que a nova empresa siga sua atividade confirmando o princípio da continuidade, perpetuando-se, buscando gerar riqueza para os investidores e adicionando valor à cadeia onde está inserida e com a qual se relaciona, e neste sentido, há a necessidade de evidenciar o que foi de fato adicionado na forma de riqueza para a nova empresa e para o mercado, este, representado pelos seus acionistas.

A pesquisa se justifica também pela forma de abordagem, que combina as variáveis de criação de valor com o quociente entre o valor de mercado e o valor patrimonial contábil, pois tal combinação não foi explorada em outros estudos. Ainda, diferencia-se dos demais pelo período que se pretende abranger, após o início da estabilidade econômica, de 2000 a 2010 que foi o período de corte da amostragem. A justificativa de se estender por um período tão longo de coleta de dados, de 10 anos, é a existência de uniformização dos dados visto que neste período não houve mudança de planos econômicos e nem efeitos inflacionários relevantes.

Outra abordagem diferenciada dos demais, aplicada neste estudo, foi o período de análise das variáveis, que será de três anos, por isto o período de corte

foi o ano de 2010 para possibilitar a coleta de dados de até três anos posteriores ao anúncio da operação de F&A.

Fundamenta-se ainda a justificativa deste estudo pela possibilidade de se compreender a reação do mercado, com base na criação de valor econômico e valor de mercado da empresa a longo prazo, podendo ajudar a explicar os motivos que levam as empresas a estas operações, a forma com que as decisões da administração influenciam o valor da empresa e do patrimônio dos acionistas e a forma como o mercado entende este movimento da administração. Tais explicações se mostram necessárias visto a dificuldade de se chegar a um consenso quanto as F&A e seus resultados para os investidores.

O estudo pretende trazer os resultados obtidos pelas empresas que passaram por processos de F&A a fim de confirmar se as negociações realizadas criaram valor para os acionistas, analisando pelo ângulo dos indicadores:

- a) *Economic Value Added* - EVA[®];
- b) Valor de mercado da empresa comparado com o valor contábil, por meio do Q de Tobin.

Ao final, pretende-se gerar informações e conclusões úteis para o planejamento de novos processos de F&A pelo meio empresarial e ainda trazer novos conhecimentos para o meio acadêmico e para o mercado a respeito do tema e do potencial explicativo das variáveis de interesse utilizadas na pesquisa. Complementarmente, ainda pretende-se contribuir com o entendimento da abordagem por meio das variáveis de criação de valor em operações de F&A, compreender a viabilidade e a capacidade explicativa das variáveis de controle e também compreender os resultados do ponto de vista da pesquisa científica, abrindo novos caminhos para as futuras pesquisas que envolvam as operações de F&A.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo tem como objetivo central a fundamentação teórica acerca das F&A e criação de valor para lastrear e dar sustentação ao desenvolvimento deste estudo. O referencial teórico também deverá auxiliar nas escolhas metodológicas e nas análises e discussões dos resultados, bem como deverá servir de referência para as conclusões.

A fim de facilitar o desenvolvimento, os assuntos foram divididos em três seções formadas segundo a similaridade do seu conteúdo e a sequência lógica do desenvolvimento teórico.

A primeira seção trata dos aspectos gerais acerca das F&A oferecendo a conceituação e as características destas operações com as diversas interpretações dos teóricos que deram vazão aos estudos das F&A. Em seguida apresenta-se, de forma evolutiva, o histórico das F&A no mundo, buscando evidenciar a ligação com o momento socioeconômico pelo qual a sociedade em geral passava, por meio desta demonstração evolutiva pode-se compreender a relação entre o ambiente e os atos administrativos que direcionaram as empresas para as transações de F&A. Na última parte desta seção, proporcionado pela conceituação e pela evolução destes fenômenos, pode-se identificar os fatores motivadores das F&A. Ver-se-á que são muitos os fatores motivadores e cada um, em seu contexto, possui os argumentos para servirem de alavanca para as decisões de F&A. Adicionalmente, demonstram-se as várias interpretações e as tentativas dos teóricos de identificar a essência dos fatores motivadores, que muitas vezes apresentam-se com outra roupagem para o mercado.

A segunda seção trata da criação de valor para os acionistas – tema central do estudo – buscando identificar de forma clara os fatores que podem influenciar na criação de valor, as formas como se apresentam e podem ser identificadas tais consequências para os investidores, os achados de pesquisas anteriores a respeito deste tema, as fundamentações teóricas que buscaram explicar estes efeitos de criação de valor relacionando-os às F&A. As medidas de criação de valor, seus fundamentos e a forma com que podem revelar os efeitos das decisões da administração ao longo de determinado período foram explicadas, sempre voltando-se para a preocupação com as operações de F&A. Medidas de agregação de valor

econômico, como por exemplo o EVA[®], tornaram-se centrais por predominarem na fundamentação teórica encontrada.

Na terceira e última seção foram alocados os estudos internacionais e nacionais que tratavam de alguma forma, direta ou indiretamente, da criação de valor pelas operações de F&A, sendo que os estudos antigos que se mostraram balizadores e referências para os futuros também foram incorporados nesta seção. Uma das maiores contribuições desta seção, além de servir de fontes teóricas e entendimento das F&A, foi a diversidade de variáveis utilizadas nas pesquisas relatadas, que serviram de base para as definições de quais variáveis seriam utilizadas nesta pesquisa, segundo suas características e relacionamento com os objetivos definidos. Assim, com a contribuição para a definição das variáveis da pesquisa, serviu esta seção de balizadora e orientadora acerca da abordagem e tratamento dos dados.

2.1 ASPECTOS GERAIS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A)

2.1.1 CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS DAS F&A

Normalmente as F&A são estudadas em conjunto, mas de fato são operações diferentes, com características muito particulares desde a fase de planejamento até a execução e, por fim, a consolidação. Os termos fusões e aquisições são, normalmente, usados de maneira intercambiável, embora não sejam sinônimos. Mostram-se como uma das mais importantes formas de resposta das empresas para as mudanças de condições do mercado, caracterizando-se como um instrumento de renovação macroeconômico, lançando desafios e oportunidades às empresas, no entanto, não garantindo sucesso apenas pelo fato da transação se concretizar, pois existem diversas forças limitadoras que competem com as possibilidades de sucesso (BARNEY; HESTERLY, 2008; BRUNER, 2004).

As aquisições, numa visão simplificada, determinam o completo desaparecimento da empresa comprada, uma vez que passa a ser parte da sua compradora, e para esta completa incorporação da comprada pela compradora ocorrem etapas consecutivas e independentes que nascem no momento da escolha da empresa a ser comprada e os motivos e intenções de se realizar a operação, a

due diligence, a negociação propriamente dita, e por fim, a integração ou incorporação. Uma operação de aquisição é, portanto, uma operação pela qual uma organização, com motivação compradora, adquire outra organização parcial ou integralmente, incorporando a parte comprada em sua estrutura e patrimônio, e dela utilizando-se para fins que dizem respeito aos seus restritos interesses. O motivo da aquisição é que irá determinar a abordagem mais apropriada de integração. (BARROS et al., 2003).

Com o objetivo de determinar os passos ou etapas contidas num programa abrangente de aquisição, que é muito dinâmico, Bibler (1992) listou as seguintes tarefas necessárias: estabelecimento de responsabilidades no nível de políticas; desenvolvimento de um plano de aquisição; definição dos critérios; identificação das potenciais empresas a serem adquiridas; plano de abordagem; realização da diligência; negociação de termos para garantir os benefícios planejados; plano de integração para garantir o sucesso da operação. Estas etapas devem ser definidas de forma bem clara e quase sempre são sigilosas ou mantidas num círculo restrito de executivos ou de consultoria especializada, respeitando estrategicamente o devido tempo e forma de comunicação para ambas as empresas, seus clientes, fornecedores e, principalmente, seu quadro de empregados.

Os processos de F&A requerem um elevado grau de integração da estrutura anterior com as novas estruturas de recursos humanos, necessitando de um plano bem fundado na busca de motivação e mudança ou adaptação cultural. Desafios como a resistência à mudança, desconfiança na nova diretoria e nos planos estratégicos, sentimento de perda de valor profissional, mudança no pacote de benefícios, medo de demissão, incertezas quanto as novas regras de trabalho e estilo de gestão, *status* da carreira, somados aos infinitos boatos no âmbito interno elevam a responsabilidade da nova empresa ou da empresa compradora quanto à clareza e tempestividade na comunicação interna, bem como com a coerência entre o discurso e as ações. O fator que pode ser considerado como o consolidador de todos estes desafios, ou medos, é a perda da identidade corporativa, e isto traz consequências graves para o futuro da organização e dos empregados. (MADEN, 2011).

Conceitualmente a fusão envolve uma completa combinação de duas ou mais entidades, que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova

identidade, teoricamente sem o domínio de nenhuma das anteriores, sem a prevalência de uma ou de outra. (BARROS et al., 2003).

De acordo com o entendimento de Singh e Mogla (2010), o processo de fusão é definido como a combinação de duas ou mais empresas em uma única entidade restante, onde uma sobrevive e a outra deixa de existir, ainda, operacionalmente a empresa sobrevivente adquire os ativos, bem como os passivos da sociedade incorporada. Geralmente, a empresa que sobrevive é a compradora, e que mantém a sua identidade e a empresa alvo é a extinta. Acrescentam que as fusões são formas de crescimento das quais as empresas lançam mão e que devem ser empreendidas, numa lógica econômica, quando se espera que o valor das ações da empresa adquirente seja impactado positivamente, apresentando em consequência, uma elevação no valor de mercado. Embora possam existir outros fatores imediatos que se tornam motivadores das F&A, como diversificação do negócio e vantagens tributárias com compensação de prejuízos, todos eles, devem pretender e podem resultar em ganhos para a empresa adquirente e para os acionistas.

Gitman (2010) ainda apresenta uma conceituação direta e objetiva de aquisição e fusão. Para ele, a aquisição é o movimento de reestruturação em que duas ou mais empresas unem-se e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas e normalmente os ativos e os passivos da empresa menor são incorporados aos da maior. Já a fusão é o movimento de reestruturação que envolve a combinação de duas ou mais empresas para formar uma terceira inteiramente nova, que em geral, absorve os ativos e os passivos das empresas preexistentes. Acrescenta que em função da semelhança entre ambas as operações, normalmente os eventos são tratados em conjunto, como se fosse quase uma operação similar, guardadas, é claro, as suas diferenças básicas. A empresa que visa adquirir o controle de outra é normalmente chamada empresa adquirente e a empresa que a adquirente busca controlar é chamada, normalmente, de empresa visada ou alvo. A forma de abordagem do processo de F&A pode ser amigável ou hostil, sendo esta última também chamada no mercado de agressiva. Na prática, após identificar a empresa visada, a adquirente dá início às negociações e se os administradores da empresa visada forem receptivos à negociação, podem endossar a proposta e recomendar sua aprovação aos acionistas, que por sua vez, se aprovarem, a

negociação se dá por meio de compra das ações pela adquirente ou por troca de ações, obrigações ou a combinação das duas, por ações da empresa visada. No entanto, se os administradores da empresa visada não apoiarem a proposta, poderão lutar contra a proposta da adquirente. Assim, resta apenas à adquirente tentar obter o controle por meio da compra de um volume suficiente de ações que estão no mercado, isto se dá por meio de Oferta Pública de Aquisição das Ações (OPA), normalmente por um preço especificado que visa atrair o interesse de acionistas em geral e com isto concentrar um volume suficiente para ter o controle da empresa visada. As barreiras criadas pela administração na luta contra a operação de fusão hostil ou agressiva dificultam em muito a operação e podem comprometer o resultado, mas mesmo assim, ocorre certo volume de transações desta natureza e muitas logram êxito ao longo de algum período.

Ainda classificam-se as fusões em financeiras e estratégicas, sendo que as estratégicas visam a obtenção de ganho de escala, aumento da participação de mercado, facilidade para obtenção de matérias primas e da logística *inbound* e *outbound* facilitando a distribuição dos produtos acabados e até mesmo a logística reversa. Já as fusões financeiras, em sua essência, baseiam-se na aquisição ou união de empresas que possam ser reestruturas para melhorar seus fluxos de caixa, podendo envolver uma empresa adquirente ou um grupo de investidores, e para os adquirentes o objetivo principal é a redução drástica dos custos e a venda de determinados ativos improdutivos ou estranhos ao objeto da empresa, a fim de melhorar rapidamente o fluxo de caixa. A crença que fundamenta a operação de fusão financeira busca ancoragem na expectativa da adquirente de que o valor oculto da empresa visada pode ser liberado ou percebido pelo mercado por meio da reestruturação e não na capacidade de realizar economias de escala, que é o caso da fusão estratégica (BARROS et al., 2003; BATISTELLA, 2005; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; CASTRO, 2010; TRICHES, 1996). Uma melhor representação destas duas definições pode ser vista na Figura 1:

FIGURA 1 – FINALIDADES DAS F&A FINANCEIRAS E ESTRATÉGICAS

F&A Financeiras	F&A Estratégicas
<ul style="list-style-type: none"> • Melhora dos fluxos de caixa • Redução dos custos • Desmobilização • Mostrar ao mercado o valor oculto da empresa após as reestruturações e atrair investimentos 	<ul style="list-style-type: none"> • Ganhos / economias de escala • Participação de mercado • Obtenção de matérias-primas • Logística <i>in e outbound</i>

Fonte: Adaptado de Triches (1996), Barros et al. (2003), Camargos e Barbosa (2003), Batistella (2005) e Castro (2010).

Considerando que as operações entre empresas têm no seu âmago sempre o objetivo de criação de valor, resta verificar se os processos de F&A foram bem sucedidos neste aspecto, uma vez que no valor, no sentido amplo da palavra e de seus reflexos, devem ser conciliados os interesses diretos da organização e dos investidores. Independentemente de ser uma fusão ou aquisição, a preocupação com a sinergia entre a operação comprada e a operação compradora, ou de ambas que se uniram, é fator crucial para o sucesso da operação, pois se a sinergia não for rápida e eficaz pode comprometer o resultado da operação e o desempenho da empresa compradora ou da nova empresa que resultou da fusão.

Segundo definições dadas por Kumar (2009), as F&A tornaram-se grandes meios de consolidação dos negócios, sendo que as atividades de fusão, relativamente, afetam mais partes interessadas de uma empresa do que uma aquisição. De acordo com sua definição, a fusão pode ser entendida como uma união, sendo que todos os ativos e passivos de uma companhia são transferidos para uma companhia cessionária, em contrapartida do pagamento na forma de partes de capital próprio da cessionária, debêntures, caixa ou uma combinação destes modos de pagamento. Uma aquisição, por outro lado, visa a obtenção de uma posição de controle na participação no capital da empresa, que passa a ser o alvo da operação, assim a aquisição difere de uma fusão na sua abordagem das combinações de negócios.

Segundo o entendimento de Batistella (2005), a aquisição refere-se à compra de uma companhia por outra, mediante a entrega de um determinado ativo, seja em dinheiro ou em equivalentes a caixa, e após a transação ocorre

naturalmente a transferência do controle para a adquirente. Assim, quando uma empresa adquire outra, automaticamente se torna responsável pelo controle daquela. Não há necessariamente mudança jurídica num primeiro momento porque a empresa comprada pode continuar operando normalmente, no entanto os seus proprietários mudam. Com o passar do tempo é comum ocorrer a incorporação de fato, e aí como consequência disto ocorre a mudança jurídica com o fechamento da empresa outrora adquirida e depois incorporada ao patrimônio da adquirente, assim se dá o fluxo normal das operações sendo a primeira a aquisição do controle seguida, a curto, a médio ou a longo prazo, da incorporação total.

A fusão enquadra-se, juntamente com as operações de incorporação e cisão, em um conjunto de transações que podem ser classificadas como reorganizações societárias, pois contém um conjunto de mudanças jurídicas em sua essência. Normalmente duas companhias se unem em nome de uma terceira empresa, que é criada desta união, e deixam de existir juridicamente passando seus ativos e passivos para a nova empresa. (BATISTELLA, 2005).

De acordo com a interpretação de Jensen (1988), de forma um tanto velada as F&A trazem inúmeros reflexos para as companhias envolvidas, além da óbvia troca de controle, pois as mudanças podem ser tão profundas nas empresas que se fundiram ou mesmo no caso de aquisição, na adquirida e na adquirente, que acabam influenciando e impondo significativas mudanças na rotina profissional e até mesmo pessoal dos envolvidos, e isto não se aplica apenas aos agentes da mudança, mas também àqueles que não têm papel participativo no processo, mas recebem os impactos da operação ao longo do tempo. Seguindo o anúncio da F&A, começam as reestruturações que desenham e impõem as mudanças organizacionais, reveladas de diversas formas, como por exemplo: mudanças de processos, aumento de endividamento, troca de fornecedores, mudança de foco de mercado, troca de executivos e níveis gerenciais, desvio de recursos de áreas antes tidas como prioritárias para novos e talvez inusitados projetos, e talvez a mais temida pelos empregados e muito esperada pelos acionistas, a redução do quadro de pessoal.

No contexto dos reflexos causados pelos eventos de F&A, insere-se um conjunto comportamental designado amplamente por sinergia, que se for atingido em grau satisfatório pode contribuir substancialmente para o sucesso da F&A, e por

outro lado, se não atingido em tal grau, dificilmente a transação se completa de forma harmônica e satisfatória, não significando por si só que será um fracasso, mas comumente significando que o sucesso custará muito mais caro do que previa-se inicialmente. Estudos anteriores identificaram a falta de certo grau de sinergia gerencial e cultural como fatores cruciais para operação ter fracassado ou ter custado muito mais caro, e neste custo não se vê apenas o financeiro direto, mas perdas ocultas aos olhares normais, como fuga de clientes, restrições impostas por fornecedores, fuga de bons empregados, queda nos níveis de rentabilidade, queda no valor de mercado, desgaste da marca, etc.

Segundo o entendimento de Weston, Chung e Hoag (1990) as análises a respeito das fusões e aquisições dão origem a diversas interpretações teóricas, voltadas para as teorias econômicas, que buscam explicar as razões das F&A e podem ser agrupadas em: teorias de eficiência; de informação e sinalização; de problemas de agência; de poder de mercado; de vantagens fiscais e de fluxo de caixa livre. Para uma melhor compreensão neste estudo, apresentam-se de forma resumida as características destas teorias, conforme Quadro 1:

QUADRO 1 – TEORIAS ECONÔMICAS QUE SE RELACIONAM COM AS F&A

Teoria	Efeitos econômicos
Eficiência	Melhorar o desempenho da administração. Atingir alguma forma de sinergia, melhorando a eficiência da economia.
Informação e Sinalização	Hipótese de que a proposta de fusão ou aquisição libera informações novas a respeito da empresa. Reavaliação da administração da empresa objeto da oferta. Implementar uma estratégia administrativa mais eficiente. Alguns atos específicos podem indicar alguma informação importante.
Problemas de agência	Fusões e aquisições como solução para problemas de agências, eliminando conflitos entre os administradores da empresa e os proprietários ou substituindo os administradores com posição conflitante.
Vantagens fiscais	Créditos fiscais. Substituição de impostos sobre ganho de capital por impostos sobre a renda.
Fluxo de caixa livre	Conflitos entre os administradores e os acionistas com respeito ao pagamento dos fluxos de caixa livres. Redução/aumento do o poder dos administradores.
Poder de Mercado	Aumentar a fatia de Mercado. Não significa que a empresa se tornará mais eficiente ou que conseguirá atingir economias de escala.

Fonte: Adaptado de Weston, Chung e Hoag (1990).

Do ponto de vista da incerteza quanto ao processo de F&A, identifica-se uma forte correlação entre o senso de continuidade e a percepção da necessidade da consolidação do processo e em obter sucesso com ele, permitindo às pessoas identificarem-se com a operação, reforçando a sua identidade e o senso de continuidade. Esta percepção é extremamente importante porque a maioria das transações envolvem dramáticas mudanças que causam, mesmo imperceptivelmente, uma diminuição no que se pode chamar de senso de continuidade e também uma crise de identidade, ambos por parte dos empregados, em todos os escalões, ficando ressalvado que nem sempre isto ocorre nas duas empresas envolvidas, pois aquela que se percebe como compradora tem mais chance de manter o moral mais elevado (GIESSNER, 2011). Pode-se inferir, com base nisso, com certo grau de segurança, que a redução da incerteza ligada à continuidade da identidade organizacional pode aumentar as chances de sucesso da operação.

Por outro lado, para Muhammad (2011), com base em estudo em empresas do mercado financeiro, teoricamente é assumido que as fusões melhoraram o desempenho das empresas envolvidas, devido ao aumento do poder de mercado, ao impacto positivo de sinergia, compondo-se em uma combinação de fatores qualitativos e fatores quantitativos. Afirma ainda que “nota-se que as fusões e aquisições de bancos em todos os países do mundo aumentam ou melhoram a eficiência de custos e também melhora os lucros”, acrescentando ainda que se revelam como benéficas para a sociedade e para a economia, mas que as políticas bancárias e outras condições de mercado podem mudar todo o cenário previsto.

Com seus estudos sobre as formas de associações entre as empresas, Triches (1996) avaliou os entendimentos conceituais e os comparou com a realidade que vinha ocorrendo naquelas décadas, servindo seus estudos de referência para muitas pesquisas que se seguiram. A comparação entre as definições conceituais e a aplicação prática permitiu um conjunto conceitual de certa forma inovador à época e por outro lado atualizado aos dias de hoje, de onde se destacam, no Quadro 2, as principais definições:

QUADRO 2 – FORMAS DE ASSOCIAÇÕES ENTRE EMPRESAS NO BRASIL

<i>Joint venture</i>	Consórcios	Fusão ou consolidação
Associação por tempo determinado para explorar um ou mais negócios sem que nenhuma das firmas envolvidas perca sua personalidade jurídica, caracterizando-se pela união do que as empresas têm de melhor.	Associação com a finalidade de somar esforços para a produção de obras ou produtos complexos e de expressivas magnitudes por período de tempo determinado, com maior capacidade concorrencial.	Forma ou método que um conjunto de empresas escolhe para a organização de uma nova entidade, muitas vezes com uma nova denominação e administração constituída segundo a proporção dos bens patrimoniais reunidos ou fundidos.
Aquisição	Incorporação	Aliança estratégica
Aquisição total o parcial do patrimônio ou do controle acionário de uma empresa por parte de uma empresa ou de um grupo de investidores.	Configura-se pela extinção de uma ou mais empresas pela aquisição por outra, perdendo totalmente sua personalidade jurídica para fazer parte da organização empresarial da adquirente.	Associações entre empresas concorrentes, que decidem juntar esforços para levar adiante um projeto ou uma atividade específica.

Fonte: Adaptado de Triches (1996).

Ao estabelecer a conceituação Triches (1996) contribuiu para o amplo entendimento prático das transações revestidas, de uma forma ou de outra, com a roupagem das associações entre duas ou mais empresas. A literatura recebeu este embasamento e passou a usá-lo nos estudos seguintes de forma que a pesquisa deste autor tornou-se, na visão deste estudo, referência para as pesquisas. Além da discussão teórica e dos conceitos legais, ao confrontar com a prática daquela época, pode demonstrar a tendência seguida pelas empresas neste tipo de negócio.

Muitas vezes a transação é anunciada como sendo uma fusão, no entanto algumas operações de fato são aquisições, e por algum motivo, são anunciadas ao mercado como se fosse uma fusão de iguais. Pelo termo fusão de iguais, segundo Peaks, Arbogast e Okeefe (2009), compreende-se a operação quando duas

empresas de aproximadamente o mesmo tamanho concordam em unir forças para se tornar uma única empresa, sendo que as ações de cada uma são substituídas por ações da nova empresa, emitidas em substituição das anteriores.

A fim de ampliar a contribuição acerca da conceituação de fusão de iguais, acrescenta-se que Peaks, Arbogast e Okeefe (2009) utilizaram o termo fusão de iguais quando realizaram estudos para identificar se a operação havida entre a *Bell Atlantic* e a *GTE*, em 2000, ambas do setor de telecomunicações, que deu origem à *Verizon Communications*, foi de fato uma fusão ou uma aquisição anunciada como se fosse uma fusão. Os estudos concluíram que de fato a operação da foi uma aquisição e os motivos que levaram à comunicação interna e externa de que teria sido uma fusão, foram: a grande diversidade cultural existente entre empregados das duas empresas, o que foi agravada com a ocultação da aquisição e gerou mais desconfiança e animosidade com a gestão da *Verizon*, que na maioria eram executivos da *Bell Atlantic*; a perspectiva de enxugamento das operações; a inevitável redução do quadro de pessoal; questões de concorrência na indústria; conflitos organizacionais com a organização da ex-*GTE*; e medo de perder o *status* de liderança no mercado.

Da mesma forma, Wood, Vasconcelos e Caldas (2004) demonstraram o caso da fusão entre a Chrysler e a Daimler-Benz, ocorrida em 1998. O encontro de duas culturas muito diferentes, uma mais tradicional, disciplinada e hierarquizada (Daimler-Benz) e outra mais agressiva, dinâmica, revitalizada e empreendedora (Chrysler), primeiramente prometia mais sinergia, ganhos de escala, troca de tecnologias e ganhos mútuos, mas logo se revelou como uma tentativa de mistura de duas culturas totalmente diferentes, com prevalência de uma sobre a outra. A comunicação ampla dava conta de uma fusão de iguais, mas revelou-se como uma aquisição da Chrysler pela Daimler-Benz.

Para encerrar a ideia sobre a fusão de iguais, com base nos dois estudos citados anteriormente, pode-se inferir que este tipo de operação só pode ocorrer quando se trata da forma de fusão horizontal, uma vez que as empresas envolvidas atuam no mesmo ramo de atividade e são concorrentes entre si.

Na sequência lógica de entendimento das fusões de iguais, demonstra-se a seguir as principais características ou formas mais relevantes que o processo de fusão pode assumir, diferenciando-se em virtude do tipo de atividade econômica

realizada pelas empresas que se fundem, considerando o tipo de negócio e em que parte do seu processo produtivo elas estão. No Quadro 3, baseado em vários outros autores, demonstram-se as características de cada forma de fusão:

QUADRO 3 – FORMAS QUE OS PROCESSOS DE FUSÕES PODEM ASSUMIR

Forma	Características
Fusão horizontal	As empresas operam no mesmo tipo de negócio e competem entre si, e buscam a redução de custos e aumento da eficiência operacional com economias de escala. É regulada pelo governo porque reduz a competição e pode criar monopólio ou cartel.
Fusão vertical	As empresas estão em etapas diferentes do seu processo de operação, e querem diminuir custos de transação causados por um mercado imperfeito ou procurar realizar economias através de operações integradas, como planejamento de estoques e da produção, transporte, etc.
Fusão de conglomerado	As empresas operam em negócios distintos e podem ser divididas nos três tipos característicos: 1) Extensão de produto: ocorrem quando as linhas de produtos das empresas são aumentadas; 2) Extensão geográfica: envolve empresas cujas operações têm localização geográfica diferente; 3) Conglomerado puro: envolve empresas que atuam em negócios não relacionados.
Fusão de concêntricos	Muitas vezes chamado de fusão de congêneres, onde as empresas pertencem ao mesmo setor, porém não no mesmo ramo específico ou cadeia produtiva. O principal benefício é usar os mesmos canais de vendas e distribuição para atingir os clientes das duas empresas.

Fonte: Adaptado de Matias, Barretto e Gorgatil (1996), Kloeckner (1994) e Gitman (2010).

2.1.2 HISTÓRICO DAS F&A

A fim de explicar melhor os motivos e o comportamento das F&A ao longo do tempo, tem-se tentado mostrar os eventos relacionando-os com as mudanças socioeconômicas, identificando os motivos e os principais objetivos de cada fase, sendo que os estudiosos passaram a denominar estas fases como Ondas de F&A, explicadas em mais detalhes a seguir, concluindo com a demonstração por meio da Figura 2. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; CASTRO, 2010; TRICHES, 1996).

A primeira onda teve início em 1887 e perdurou até o final de 1918, tendo prevalecido nesta fase as F&A horizontais. Esta onda foi iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883 e perdurou até a depressão de 1904, porém seus efeitos puderam ser sentidos até o final da Primeira Guerra Mundial. As características predominantes foram as grandes transformações nos transportes,

nas comunicações, primeiras tecnologias de manufatura, competição mais acirrada, consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios. Devido seus reflexos é sempre referida como a fase das consolidações da produção industrial e por isto também pelas consequentes reduções da competitividade.

Na segunda onda (1919-1949) prevaleceram mais as fusões por integração vertical do que a fase precedente, sendo que o *boom* do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (setores elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. Nos Estados Unidos ocorreram ações de regulação (leis antitrustes) proibindo fusões de várias empresas em uma única, o que foi seguido por alguns países. De uma forma geral esta onda foi caracterizada por fusões que visavam o poder de oligopólio, confirmando o interesse pela economia de escala e otimização dos custos e das tecnologias.

Entre os anos de 1950 até 1979 ocorreu a terceira onda de F&A, prevalecendo as operações horizontais (na Inglaterra) e de conglomerados (Estados Unidos, Canadá, Alemanha e França), buscando a diversificação, com a união de diferentes atividades, como uma resposta das empresas às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste em 1950 nos Estados Unidos. Durante os anos 1960 as aquisições foram novamente influenciadas pelo *boom* do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&A desta onda fracassou porque, via de regra, a produção em conglomerado falhava na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade.

A quarta onda, havida na década de 1980, permitiu operações de F&A de diversas formas, mas predominando as horizontais que se baseavam nas necessidades de reestruturação de ativos e capitalização, com fins principais de coordenação de negócios e geração de caixa operacional, dando uma nova forma para estas transações. Na prática, caracterizou-se pela expansão empresarial devido não a investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim a aquisição de outras firmas em razão do baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos (expansão

interna). O *crash* da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprarem firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas do mesmo porte, diferentemente das demais ondas, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes diferentes. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de aquisições.

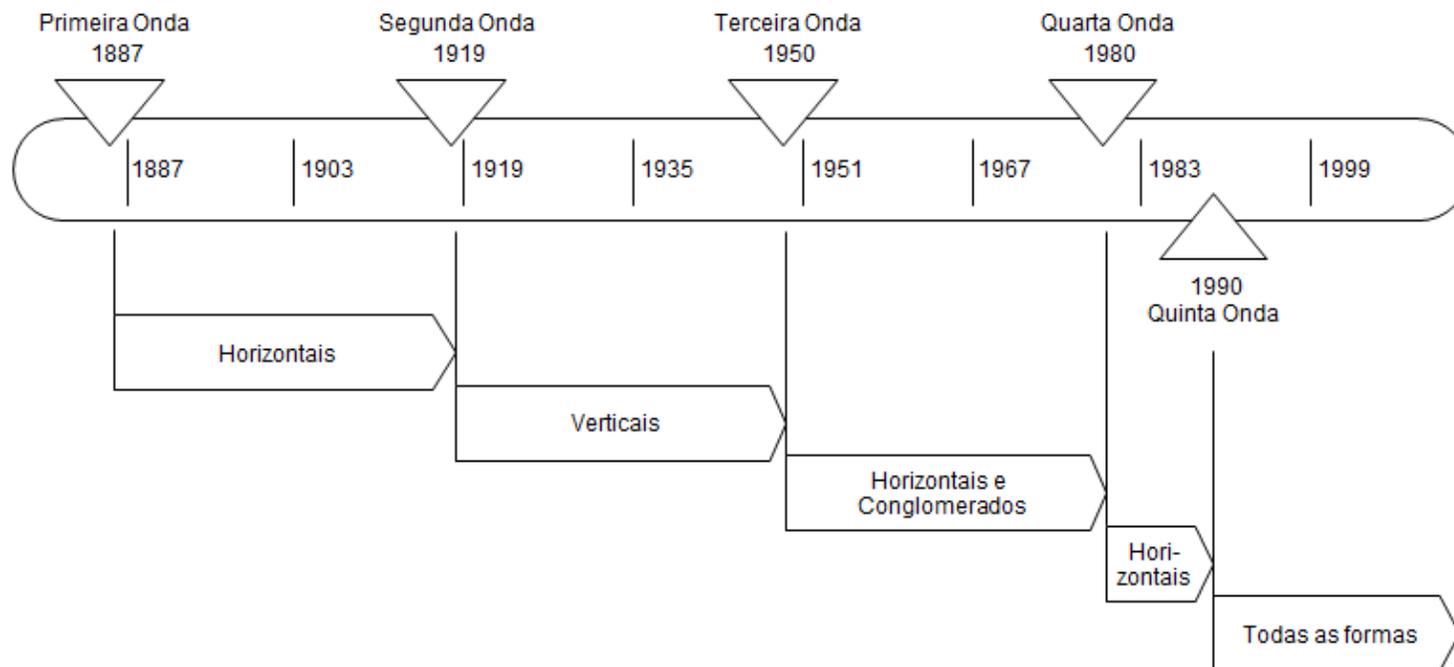
Triches (1996) estudou o comportamento das F&A na fase temporal iniciada no final dos anos 1980 até a metade dos anos 1990, concluindo que os avanços tecnológicos desempenharam grande influência nas transações ocorridas, permitindo que esta fase fosse denominada de a quinta onda de F&A, mas agora pode-se interpretar que estavam ainda distantes do que se deu na década seguinte com o advento da internet, do comércio eletrônico e da globalização tecnológica e de mercados. Seus estudos identificaram que os recursos tecnológicos permitiram às empresas focarem mais na melhoria da qualidade e a busca pela liderança através da qualidade (programas de Qualidade Total e ISO 9000), o que se confirmou pela busca de certificação de qualidade dos produtos e dos processos. O autor afirmou que o Brasil, guardadas as devidas proporções, estava acompanhando o comportamento mundial.

Assim, corroborando com as afirmações citadas no parágrafo anterior, conclui-se que desde o início dos anos 1990 até o presente, consolidou-se a quinta onda de F&A, sem a predominância de uma forma específica, pois verifica-se que as necessidades de expansão internacional das grandes corporações que haviam predominado nos interesses das empresas na onda anterior modificou-se para necessidades mais diversificadas nos anos 1990. Estas atividades podem ser vistas como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante e dinâmica mutação, adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e muita influência das mudanças tecnológicas. A percepção e o comportamento do mercado consumidor passou a exercer maior influência no comportamento das empresas e determinou as suas estratégias na busca de crescimento, lucratividade e participação em mercados globais. (CASTRO, 2010).

Com base nestas descrições elaborou-se a demonstração gráfica para proporcionar uma melhor visualização das ondas das F&A ao longo do tempo, onde

foi possível também vincular cada uma das ondas aos tipos de transação de F&A que predominaram (Figura 2):

FIGURA 2 - AS FUSÕES E AQUISIÇÕES NA LINHA DO TEMPO



Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas de Triches (1996) e Castro (2010).

2.1.3 FATORES MOTIVADORES DAS F&A

A Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma, segundo Firth (1978), explica as motivações dos processos de F&A, ao orientar no sentido de que as forças de mercado, quanto mais competitivo, motivam e em alguns casos forçam as firmas a maximizar os lucros ou retornos das empresas adquirentes, pois, o movimento normal seria as firmas moverem tanto mais esforços no processo de F&A quanto estes resultarem, por meio do aumento na rentabilidade, no crescimento da riqueza dos acionistas adquirentes.

No estudo de Kloeckner (1994, p. 42-43) demonstra-se uma análise sobre os motivos das F&A, confrontando com as teorias relacionadas direta ou indiretamente com estes eventos. Considerando inicialmente o racional da eficiência, o autor relata que a busca da eficiência parece ser, a priori, o principal motivo das empresas buscarem realizar transações de F&A, pois através da aquisição ou aliança com outra, tende a ganhar eficiência operacional, financeira e quase sempre *market share*. O embasamento deste entendimento é que o racional da eficiência tem sua origem na teoria neoclássica da empresa e é fator central de alguns motivos para as F&A, enfatizando a existência da empresa maximizando a riqueza de seus proprietários, assim “[...] a empresa é vista como um conjunto de possibilidades de produção factíveis, a escolha do plano de produção, por sua gerência, deve maximizar o valor presente dos fluxos de caixa futuros”, no entanto entende que existe certa falha ao não explicar o porquê da existência da empresa e não resolver o conflito de interesses entre os empregados, gerentes e proprietários.

Kloeckner (1994) avança na análise a respeito da separação entre propriedade e controle, considerando como um segundo ponto a ser estudado, por ser considerado um forte motivador para transações de F&A. Esta suposição implica no entendimento de que sendo os proprietários dispersos em inúmeros acionistas, não conseguem exercer pressão sobre o corpo gerencial a ponto de influenciar substancialmente nas decisões de comando. O autor considera no estudo dois tipos diferentes de propriedades, a passiva e a ativa, a saber:

- a) A primeira, a propriedade passiva, que reflete a posição dos acionistas de uma empresa, que na realidade são os proprietários, mas não exercem poder de comando, beneficiando-se da recepção dos lucros líquidos

gerados, e não desejam ou mesmo que desejassem não poderiam exercer seus direitos, atribuindo a tomada de decisão a terceiros;

- b) A segunda, a propriedade ativa, é caracterizada pelo corpo gerencial, a quem os proprietários atribuem poder de gestão submetendo a ele sua riqueza, assim, os gerentes, apesar de dirigirem, não são os fornecedores do capital. Intrínseca é a responsabilidade e intenção do corpo gerencial de investir todos os esforços para o crescimento da empresa por eles administrada, portanto, o crescimento das empresas seria o objetivo mais conveniente a ser perseguido, tanto pelo gerente como pelo proprietário, porque como consequência ambos obteriam segurança e aumento do tamanho, aliados à eficiência, maiores ganhos com a maximização da riqueza.

KloECKner (1994), a fim de entender os motivos para as F&A, primeiramente agrupou-os em: a) motivos gerais para as fusões; b) motivos para fusões horizontais e verticais; c) cosseguro em fusões de conglomerados; e d) motivos gerenciais.

Por meio dos testes das hipóteses teóricas utilizadas nos diversos estudos analisados, KloECKner (1994, p. 56) pode concluir que a maior parte das evidências, de forma geral “[...] parece dar suporte às hipóteses de maximização da riqueza e de ganhos operacionais”, conduzindo a duas principais conclusões, sendo a primeira que a alta administração, tanto das empresas adquirentes como das adquiridas, geralmente procuram maximizar a riqueza dos proprietários da organização para a qual trabalham, e a segunda, que a geração de ganhos operacionais parece ser a motivação para as fusões e aquisições.

Apresenta-se o Quadro 5, a fim de explicar os principais componentes deste entendimento:

QUADRO 5 - MOTIVOS DAS F&A.

Motivos gerais	Motivos específicos	Características e implicações
Motivos genéricos	Expectativas assimétricas	Os investidores possuem expectativas diferentes sobre os fluxos de caixa futuros da empresa e os interessados atribuem valor maior do que o valor atribuído pelo proprietário, despertando o interesse de ambos pelo negócio.
	O efeito da taxaço nas fusões	Existindo elevados créditos a serem compensados pode ser despertado o interesse em F&A, onde a compradora é lucrativa e a empresa alvo é detentora de prejuízos passíveis de compensação.
	Fusões como uma alternativa a dividendos e recompra de ações	Considerando as premissas de que os dividendos são reinvestidos na empresa, a empresa pode optar por reinvestir seus ganhos em outros negócios de igual ou menor risco, teoricamente maximizando a riqueza dos seus acionistas.
	Custos de reposição e valor de mercado	Se o custo de reposição é muito elevado e supera o valor de mercado da empresa, torna a empresa atrativa para outros que têm interesse na aquisição por valor abaixo do mercado. A aquisição por valores menores do que mercado pode ser um bom negócio e a empresa torna-se alvo de aquisição, inclusive hostis.
Motivos para fusões horizontais e verticais	A busca de economias	A economia de escala ou de escopo podem otimizar o uso de recursos e a utilização de capacidade ociosa, evitando os elevados custos de crescimento interno. A transferência de tecnologia e <i>know-how</i> complementa a intenção da busca por economias.
	Efeitos anticompetitivos	A eliminação da concorrência é preocupação constante da administração e uma ação de F&A, mesmo que hostil, pode, resolver este risco. A ideia de criação de império é algo presente neste tipo de operação.
Fusões conglomeradas e cosseguro	Segurança para os investidores e para o negócio	Maior capacidade de solvência nos casos de empresas envolvidas possuírem fluxos de caixa sem uma correlação perfeita, e com isto gerar mais valor econômico para as empresas e reflexos para os investidores. O risco de insolvência em conjunto é menor do que se estivessem separadas, e tal efeito é tido pelo mercado como cosseguro.
Razões gerenciais	Mercado de controle corporativo	A empresa (e sua administração) sendo detentora de maior controle corporativo daria maior segurança aos investidores, maximizando suas riquezas. Tenta mostrar uma correlação positiva entre o poder de controle e desempenho gerencial com a capacidade de maximizar riquezas.
	Teoria do fluxo de caixa livre	A existência de fluxo de caixa livre (excedente para financiar a atividade), permite a possibilidade de expansão através de F&A, o que desperta o interesse do poder de controle, a maximização do poder gerencial, pode refletir na maximização da riqueza dos acionistas.

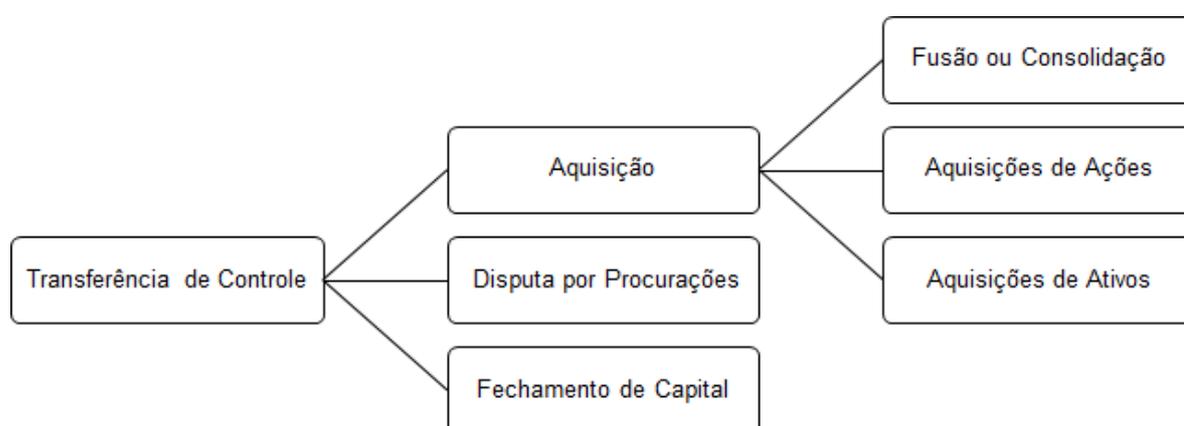
Fonte: Kloeckner (1994, p. 47-51).

Rappaport (2001) também afirma que o objetivo principal dos eventos de F&A é gerar e adicionar valor para as empresas e para seus acionistas, no entanto, concorda que é muito difícil identificar se de fato houve a criação ou maximização de valor, em especial para os acionistas.

Vários são os motivos que justificam as transações de F&A, tais como, o aumento da sinergia administrativa, financeira e operacional; o aumento do poder de mercado; ganhos tributários; reorganização do corpo diretivo; reestruturação do quadro de empregados e enxugamento da estrutura com fins de reduzir os custos que passam a ser compartilhados, dando lugar à economia de escala; padronização de processos, etc. (CAPRON; PISTRE, 2002).

Considerando as razões para a busca de operações de F&A, mais precisamente pelo aumento do controle corporativo no mercado, buscaram-se nos estudos de Kloeckner (1994) e de Camargos e Barbosa (2003) os entendimentos sobre a transferência de controle, que pode ser representado por meio da Figura 3, com o esquema de transferência de controle corporativo, possibilitando a visualização das ramificações da operação, encerrando-se com a fusão ou consolidação, com a aquisição de ações ou a aquisição dos ativos. No entendimento apresentado nestes estudos demonstram que o maior controle pode potencializar maior segurança e o aumento das riquezas.

FIGURA 3 – FORMAS DE TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE



Fonte: Modelo adaptado de Camargos e Barbosa (2003, p. 20).

De acordo com Copeland, Weston e Shastri (2005) a respeito das fusões e aquisições ocorridas nos Estados Unidos nos anos 1990, um conjunto de mudanças

de forças na economia mundial exerceram influência nas F&A, destacando as dez principais delas:

- a) O ritmo da mudança tecnológica cada vez mais acelerada;
- b) A redução dos custos de comunicação e transportes;
- c) A internacionalização dos mercados;
- d) A expansão da concorrência em intensidade e formatos diferentes;
- e) O surgimento de novas indústrias;
- f) Oportunidades devido aos movimentos de regulação em algumas áreas e desregulação em outras;
- g) Períodos favoráveis em termos econômicos e financeiros entre 1982 a 1990 e 1992 a metade de 2000;
- h) Os problemas reais dos consumidores passaram a desenvolver as economias e as indústrias individuais num ambiente de forte crescimento econômico;
- i) O aumento das desigualdades de distribuição de renda; e
- j) As relações de retorno de capital na década de 1990 subiram significativamente para níveis muito acima dos padrões históricos.

Identificando e agrupando os fatores motivadores das transações de F&A, Batistella (2005, p. 22-23) relata que dentre os diversos fatores motivadores, destacam-se: a) o aumento da carteira de clientes ou do *market share*; b) a expansão para novos mercados; c) exploração de economias de escala; d) ganhos fiscais; e e) diversificação. Ressalta-se que esta lista de motivos não é exaustiva, e são mais bem entendidos quando expostos no Quadro 4 abaixo:

QUADRO 4 - IDENTIFICAÇÃO E AGRUPAMENTO DOS FATORES MOTIVADORES DAS F&A.

Fatores motivadores	Conceituação
Aumento da carteira de clientes ou do <i>market share</i>	Alcançar um crescimento mais rápido por meio de estratégias de F&A, em função de ser mais custoso e demorado o crescimento interno. A empresa com geração de caixa excedente tem mais facilidade para as aquisições, que funcionam como uma alternativa à devolução extraordinária aos acionistas.
Expansão para novos mercados	Entrar em novos segmentos de mercado ou expandir as fronteiras do mesmo segmento que atua, as F&A tornam-se o caminho mais curto e menos oneroso e permite entrar em pleno funcionamento no mercado novo.

continua

Fatores motivadores	Conceituação
Exploração de economia de escala	A diluição dos seus custos e despesas fixas muitas vezes é a única forma de aumento da rentabilidade, sendo que o ganho de escala se revela pela combinação das operações de duas ou mais companhias que antes atuavam separadamente, sendo a sinergia preponderante para o atingimento do ganho de escala.
Ganhos fiscais	Planejamento tributário quando combinado com transações de F&A pode fortalecer as empresas envolvidas, e em casos de empresa altamente lucrativa e outra com prejuízos recorrentes, de imediato ganha-se com benefícios fiscais de dedução dos prejuízos nos lucros tributáveis.
Diversificação	A diversificação do ramo de atuação pode beneficiar as empresas ao dar mais flexibilidade, menor dependência de mercado, estabilização nos lucros e no fluxo de caixa. Cabe ressaltar que a diversificação é vista com certas reservas por alguns teóricos, como Ross et al. (1995), que alertam que os próprios investidores podem diversificar sem fazer grandes inversões em aquisições de outra empresa, limitando-se a adquirir ações de companhias diferentes e com isto criando uma carteira própria e diversificada.

Fonte: Batistella (2005, p. 22-23).

Para Brigham e Ehrhardt (2006), a sinergia é a principal lógica por trás das F&A, se revelando como a principal força motivadora da maioria dos eventos de F&A. Por meio da sinergia pode ser possível o aumento do retorno da empresa adquirente e conseqüentemente sua rentabilidade e lucratividade, sendo que além da sinergia, os autores ainda referenciam os ganhos tributários; a possibilidade de compra de ativos por valor abaixo do seu custo normal de reposição; e a diversificação do negócio.

Em alguns casos os processos de F&A podem ser vistos e analisados por outros aspectos que não o da lucratividade, como é o caso do estudo realizado por Oliveira, Forte e Aragão (2007) que buscava o entendimento sob a perspectiva da vantagem competitiva. Segundo estes estudos, a busca da sinergia a fim de que proporcione mais capacidade concorrencial; a criação do império e a liderança de mercado; a eliminação da concorrência; a oportunidade deixada por períodos de crise; entre outras, são motivações para a busca de operações de fusão ou aquisição por parte das empresas.

Oliveira, Forte e Aragão (2007), trouxeram uma adaptação conceitual extraída do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDS), bastante prática a respeito dos tipos de F&A, suas definições simplificadas e os possíveis objetivos aos quais as F&A se propunham, permitindo a percepção da similaridade com os conceitos de outros autores.

QUADRO 6 - TIPOS E OBJETIVOS DA OCORRÊNCIA DE F&A

Tipo	Definição	Possíveis objetivos
Horizontal	Fusões dentro de uma mesma indústria ou segmento	Obter economias de escala e escopo Elevação do <i>market share</i> Penetração rápida em novas regiões
Vertical	Fusões 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 Assegurar matérias-primas e custos mais baixos
Conglomerado	Fusões sem qualquer tipo de sinergia	Diversificação do risco Aproveitar as oportunidades de investimento
Concorrência	Fusões de empresas com produtos ou serviços similares que apresentam algum tipo de sinergia	Diminuição dos custos de distribuição Diversificação do risco Adquirir rapidamente know-how no setor Ampliar a linha de produtos Entrar em novos mercados

Fonte: Adaptado de Oliveira, Forte e Aragão (2007, p. 95).

O cenário macroeconômico parece influenciar diretamente o ânimo das empresas para decidirem a respeito de processos de F&A, isto é reforçado por Málaga (2007), quando explica que a atividade de fusões e aquisições parece ser sensível a fatores macroeconômicos, corroborando com esta assertiva o fato de que, no Brasil, em períodos de maior risco o número de F&A foi inferior aos demais períodos, mais precisamente em 1994 com a introdução do Plano Real, em 1999 com a crise cambial e também com a crise e desvalorização cambial de 2002/2003.

Se do ponto de vista da criação de riqueza adicional, as F&A não atingem um grau acima da normalidade, restava entender o que levava, então, as empresas a se engajarem em processos complexos, caros e muitas vezes tumultuosos e traumáticos, para adquirirem ou fundirem-se com outras companhias. Tal necessidade de entendimento ajudou a nortear a pesquisa de Málaga (2007) que discorreu sobre os fatores motivadores e inferiu que as F&A não se apresentavam para o mundo ou para uma empresa como um veículo de criação de riqueza

adicional pós-evento, mas sim como um conjunto de objetivos diretos e indiretos, sendo o *market share* um dos mais recorrentes neste conjunto, na medida em que pode eliminar a iminente concorrência.

Transferindo o foco da visão sobre os motivos que levam as empresas a optarem por F&A do geral para o particular, neste caso o gestor, Málaga (2007) apresenta os motivadores pelo ângulo dos gestores, ou seja, da alta administração, utilizando primeiramente um levantamento de vários estudos. O pesquisador afirma que “as fusões e aquisições são, com certeza, uma ato de decisão dos gestores, e essas decisões são influenciadas por motivações, que se originam das características próprias dos gestores, de reação desses à forças externas”. Estas forças motivadoras originadas no perfil do gestor são:

- a) Orgulho gerencial;
- b) Comportamento de massa;
- c) Supervalorização das ações e a assimetria informacional;
- d) Monopólio e posicionamento competitivo;
- e) Choques setoriais;
- f) Crescimento;
- g) Sinergia e ganhos econômicos;
- h) Maximização da utilidade gerencial.

Araújo et al. (2007) explicam que além da teoria da maximização dos lucros, os incentivos pessoais dos gestores se caracterizam como outro ponto muito discutido pelos pesquisadores internacionais como fatores motivadores das operações de F&A, acrescentando que quando decisões de investimentos nos processos de F&A são motivadas somente por considerações econômicas, especialmente aquelas que irão maximizar os benefícios dos gestores, esta decisão é conhecida como Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial.

Patrocínio, Kayo e Kimura (2007, p. 208) afirmam que “os principais motivos que levam as empresas a adotar uma estratégia de F&A encontram fundamentação na teoria da firma”, aliado ao objetivo amplo dos investidores de maximizar suas riquezas, assim, é compreensível que os investidores esperem dos seus administradores ações que potencializem a sua riqueza. No entanto, “as evidências empíricas, parecem não confirmar a criação de valor proporcionada pelas F&A, especialmente no que diz respeito aos ganhos das empresas adquirentes”. Os

autores acrescentam que a literatura contemporânea sugere que existem vários motivos para a administração das empresas optarem para a decisão de investimento em F&A, sendo um dos principais a perspectiva de crescimento dos negócios, assim, considerando que a empresa espera expandir ou diversificar, existem dois caminhos possíveis: o crescimento interno ou as F&A.

Para Singh e Mogla (2010), as fusões são basicamente inspiradas por duas razões: pela maximização do lucro, que deve trazer benefícios diretos aos acionistas uma vez que os lucros são distribuídos entre os sócios; ou pela maximização do crescimento, que visa a expansão do tamanho em termos de ativos ou do capital utilizado e a expansão das vendas, normalmente acompanhada do aumento do *market share*.

O encontro da teoria e da prática estudada retrata em diversos momentos que esse agrupamento de razões é inspirado pela busca gerencial e não é destinado pura e simplesmente a melhorar a rentabilidade do negócio, ressaltando que os interesses de gestão podem levar ao aparecimento de fracassadas fusões em termos de rentabilidade, e isto corrobora com a literatura quando observa-se desempenhos medianos ou mesmo fracos relacionados com F&A. Na prática, rentabilidade não é o objetivo puro da fusão em todos os casos, assim, querer que as fusões levem a empresa a um melhor desempenho é uma questão discutível e em decorrência disto, muitos estudos têm sido feitos a fim de examinar o desempenho operacional de longo prazo de empresas que passaram por processos de fusão. (SINGH; MOGLA, 2010).

Acrescentam Wright, Kroll e Parnell (2010) que a fusão ocorre quando duas ou mais empresas, normalmente do mesmo porte ou bem equiparadas neste sentido, unem-se para partilhar ou transferir recursos e ganhar força competitiva possibilitando novos horizontes ou potencial de crescimento e desenvolvimento, assim, a união das forças potencializa, teoricamente, a nova empresa e faz dela uma maior e melhor organização. Desta forma as fusões teriam como principal razão a vantagem dos benefícios da sinergia que se dá quando a combinação de duas empresas resulta em maior eficiência e eficácia do que conseguiria isoladamente.

Gitman (2010) lista um grupo de motivos principais para justificar uma transação de F&A, considerando desde o início que as transações visam atingir determinados objetivos e que o principal deles é a maximização da riqueza dos

proprietários, refletida no preço da ação da empresa adquirente, assim, os acionistas recebem, ou deveriam receber, um ganho direto no seu patrimônio em função da operação havida. Em seguida, define que os motivos mais específicos agrupam-se em crescimento e diversificação, sinergia, captação de fundos, obtenção de capacidade gerencial ou tecnológica, benefícios fiscais, aumento da liquidez para os proprietários e, até mesmo, defesa contra aquisições hostis. No entanto, assevera que todos esses motivos específicos devem se justificar guardando simetria com o principal, ou seja, a maximização da riqueza dos proprietários.

Segundo o entendimento de Muhammad (2011), a busca pela sinergia e conseqüentemente o aumento da eficiência operacional, o ganho de escala e o aumento da participação no mercado são fatores motivadores para as empresas buscarem as operações de F&A. Esta afirmação se baseia em estudos mais voltados para o setor bancário.

Muhammed (2011) afirma que com a globalização da economia surgem necessidades que obrigam as empresas a gerar soluções diferenciadas, e estratégias de F&A estão sendo cada vez mais utilizadas em todo o mundo para melhorar a competitividade das empresas através da obtenção de maior participação de mercado, para ampliar a carteira de clientes e reduzir risco do negócio, para entrar em novos mercados, principalmente mercados emergentes internacionais, e realizar o aproveitamento de economias de escala. O autor ainda corrobora com diversos outros autores quando elenca os fatores motivadores das F&A, afirmando que os principais fatores motivadores por trás das F&A são: a economia de escala, a economia de escopo, a intenção de aumentar a quota de mercado e ampliar suas receitas, as vantagens relacionadas a impostos, a sinergia operacional, as facilidades geográficas e diversificação do negócio.

2.2 CRIAÇÃO DE VALOR

Nesta seção discorrer-se-á sobre os principais estudos focados na criação de valor para os acionistas de empresas que passaram por processos de F&A. A criação de valor para os acionistas, vista de ângulos diferentes, é um dos fatores motivadores para as transações de F&A e ainda, do ponto de vista da responsabilidade da administração, é algo intrínseco aos atos administrativos e

deveria ser sempre o objetivo principal do administrador no seu dia a dia. Stewart (2005) considera a criação de valor como o objetivo principal e presente na teoria de finanças corporativas, pois o valor criado adicionalmente é a recompensa dos investidores que se encorajaram a colocar seu capital no negócio e por isto são diretamente interessados na empresa, sejam os interesses de curto ou de longo prazos. Considera ainda que como fator indissociável que a busca pela criação de valor remete a empresa à utilização eficiente dos recursos, e quanto mais eficiente, mas estruturado, robusto e consistente será o crescimento da empresa com mais chances de retorno aos investidores.

O objetivo de criar valor aos acionistas exige um conjunto de estratégias de gestão financeira aliadas a medidas de desempenho e sucesso empresarial voltados para a agregação de riqueza, assim, criar valor para a empresa ultrapassa os objetivos de cobrir custos explícitos, pois deve incluir os objetivos de remunerar os custos de oportunidade do capital investido. A empresa se tornará criadora de valor quando passar a remunerar o capital dos seus investidores acima das expectativas mínimas de ganhos (ASSAF NETO, 2010). Assim, buscar remunerar o capital investido de forma que se torne mais atrativo para o detentor do capital e o coloque em situação de vontade de investir na empresa ao invés de fazê-lo em outro tipo de negócio, reflete a atratividade que a administração da empresa deve buscar oferecer aos investidores a fim de que eles acreditem no negócio e em contrapartida recebam o retorno em forma de valor adicionado.

Ao considerar que os administradores que se concentram na criação de valor possivelmente criarão empresas mais saudáveis, mais competitivas e mais lucrativas, acredita-se que o acionista se beneficiará com a criação de valor, e juntamente com isto, toda a sociedade será beneficiada também, pois as empresas mais saudáveis geram valor em toda a cadeia onde atuam, sendo responsáveis por economias com melhor desempenho, permitindo gerar melhoria nos padrões de vida da sociedade, distribuição de renda indireta com o aumento de oportunidades de trabalho diretas e indiretas, criação de produtos mais avançados e mais baratos, e geração de divisas para os países onde atuam. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002; CASTRO, 2010).

Copeland, Koller e Murrin (2002) ainda trazem para a atualidade a original visão de Adam Smith que há dois séculos já afirmava que as empresas mais

produtivas e visionárias poderiam gerar os maiores retornos para seus investidores, poderiam atrair empregados mais capacitados que elevariam ainda mais o retorno devido sua capacidade maximizada pela liderança que recebiam, criando assim um ciclo virtuoso, e por fim concluem dizendo que o segredo do sucesso da tarefa de administrar é a capacidade de criar e aumentar valor e, portanto, todas as decisões da administração devem se voltar para a maximização do valor da firma e consequentemente da riqueza dos acionistas.

O entendimento da criação de valor passa, necessariamente, pelo entendimento de que é o aumento da riqueza e tem como reflexo a melhoria da qualidade de vida para as pessoas e para a sociedade como um todo. Ressalta-se que o valor e a riqueza já eram relacionados desde há dois séculos pelos ensinamentos de Adam Smith acrescentando que várias formas e tentativas de medir e entender a relação, efeitos e os significados de ambos. (CASTRO, 2010).

Os administradores, na maioria das vezes, são pagos para responder por diversas coisas, sempre diferentes da criação de valor e por isto, em muitos casos, as decisões não levam em conta que a criação de valor engloba um conjunto de importantes fatores para os proprietários, entre elas a continuidade do negócio e a maximização da riqueza. Quando os administradores não são os donos do capital e mesmo quando são em pequenas proporções, não é surpreendente que a criação de valor não seja a principal prioridade, pois de fato, o valor que eles geram pertence a outras pessoas, assim, voltam-se para outras medidas que possam remunerá-los ou mantê-los no comando, como participação de mercado, distribuição de dividendos, crescimento de volumes, satisfação de clientes, atenção com outros *stakeholders* e até mesmo argumentos subjetivos conhecidos como estratégicos (YOUNG; O'BYRNE, 2003). Isto remete a problemas de agência, que devem ser solucionados de forma a evitar maiores impactos para a empresa e seus donos.

A busca pelo valor deriva de conceitos antigos desde as primeiras estruturas empresariais, aplicação de capital em conjunto com o trabalho a fim de gerar riqueza e não se afastou dos objetivos comuns das empresas modernas, ao contrário, tornou-se cada vez mais a preocupação da administração moderna para atrair capital. A estruturação clara e eficaz da governança corporativa tornou-se o conjunto de ações mais recentes para tornar a empresa mais atrativa, fundamentando-se em políticas e estratégias claras que busquem, em conjunto, a criação de valor para os

acionistas, porque preocupa-se fundamentalmente com que suas decisões sejam eficazes e possam vincular os resultados e a remuneração adequada do capital com a criação da riqueza. (ASSAF NETO, 2010).

Oliveira e Madruga (2004) afirmam que a administração financeira, fundamentalmente, está voltada para a criação de riqueza, e isto se consolida na orientação básica acerca das decisões financeiras da empresa seguindo o objetivo principal da maximização da riqueza de seus proprietários. Acrescentam que ao perseguirem este objetivo, os resultados beneficiam não somente os proprietários, mas proporcionam reflexos positivos nos recursos econômicos da sociedade e maximizam a riqueza de toda a economia.

Os olhares para a criação de valor se intensificaram nas últimas três décadas devido a uma série de fatores, que apareceram primeiramente nos Estados Unidos, seguido pela Europa e pela América Latina, fazendo com que os administradores repensem seu papel e o das empresas que administram. Entre estes fatores, predominam a globalização e desregulamentação dos mercados de capitais, fim dos controles sobre capitais e o câmbio, avanços em tecnologia de informações, maior liquidez no mercado de títulos, novas atitudes sobre poupança e investimento e expansão dos investimentos institucionais. Com estes cenários, não basta que a empresa seja competitiva no mercado comercial, necessário também que sejam competitivas no mercado de capitais, e para isto, as expectativas de remuneração do capital investido devem ser atrativas e possuir bases sólidas e confiáveis. Se for o contrário, o custo do financiamento da empresa será alto, muitas vezes maior do que seus concorrentes e, por conseguinte, colocará a empresa em desvantagem, assim, ser competitivo também nos custos do capital é fator primordial para a sobrevivência da empresa. (YOUNG; O'BYRNE, 2003).

Assaf Neto (2010) explica que o investimento do acionista revela o grau de atratividade econômica quando o retorno oferecido conseguir remunerar o custo de oportunidade do capital aplicado no negócio, entendendo que o custo de oportunidade é o retorno da melhor alternativa de investimento daquele capital. Assim, pode-se entender que, entre a opção de uma aplicação no mercado de menor risco o investidor opta por investir na empresa objetivando ganhos maiores do que oportunamente teria, e por gerar estas expectativas de ganhos superiores que são a criação de valor, a administração tem a responsabilidade de buscar a

concretização destas expectativas e isto será bem visto pelo mercado, em especial, pelo acionista que abandonou uma oportunidade mais segura na confiança de que teria retornos maiores para seu capital.

Castro (2010, p. 68) na busca pela definição mais abrangente de valor, afirma que:

Valor pode, portanto, ser interpretado de forma quantitativa, expressa em números e mensurável de acordo com critérios estabelecidos, ou pode ser visto de forma mais abrangente, envolvendo, adicionalmente aos fatores quantitativos, aspectos qualitativos de mensuração mais complexa, que, contudo, impactam as empresas e a sociedade, tais como os que dizem respeito à responsabilidade social, sustentabilidade e meio ambiente, entre outros. Estes são os princípios embutidos nas filosofias que se constituem nas bases da governança corporativa.

A autora acrescenta ainda que desta forma, a definição e valor tem considerável grau de subjetividade, exemplificando a busca do valor a curto prazo, que devido às decisões da administração que podem aumentar o valor da empresa no curto prazo também podem ser conflitantes com outros aspectos como benefícios à sociedade, sustentabilidade ou até mesmo com o objetivo de aumento do valor a longo prazo (CASTRO, 2010). Estas afirmações permitem inferir que a busca pela criação de valor pode tornar-se uma ação ou um conjunto de ações que de alguma maneira não permite a distribuição do valor criado, seja de forma quantitativa ou de forma qualitativa.

A questão da subjetividade envolvida nos conceitos e critérios de valor podem levar a resultados diferentes dependendo da ótica que o avaliador aplicar, gerando avaliação diferentes, principalmente devido às expectativas e potenciais vislumbrados (CASTRO, 2010), fazendo crer que quando se escapa do cenário quantitativo os riscos de identificação do valor criado aumentam proporcionalmente ao grau de subjetividade que se aplica.

Voltando-se para o enfoque quantitativo, a definição da *proxy* mais adequada para revelar a criação de valor torna-se fundamental e tem sido fonte de preocupação científica há décadas. Copeland, Koller e Murrin (2002) explicam que o valor da empresa deve ser determinado pelos fluxos de caixa futuros descontados e que a criação ou não de valor é variável dependente dos retornos obtidos nos investimentos, e se estes forem superiores ao custo de capital haverá a criação de valor.

Segundo Rappaport (2001), com foco no acionista, a criação de valor depende da relação entre dois componentes básicos, que são o valor presente dos fluxos de caixa livres aos acionistas e o valor residual, melhor traduzido pela diferença entre o capital aplicado e o valor da empresa.

Assaf Neto (2010) corrobora com autores anteriores visto que concordam que para um empresa atingir o objetivo de criar valor, fundamental será alcançar uma taxa de retorno superior ao custo de capital, refletindo no princípio básico de alavancagem.

Referindo-se aos aspectos quantitativos para a avaliação da criação de valor, ao examinar acerca do objetivo em finanças empresariais, Damodaran (2010) demonstra os objetivos macros por duas óticas, sendo a primeira de forma mais abrangente, a maximização do valor da empresa, e a segunda, de forma mais estrita, a maximização do preço das ações.

Com estes ensinamentos é permitido inferir que em ambos os casos espera-se que o acionista seja privilegiado quanto à informação útil acerca do seu investimento e que nas duas situações a maximização do valor recebe influência direta das decisões da administração, porém a maximização do valor da empresa, mais precisamente do valor econômico, toma proporções muito maiores do que a variação da cotação das ações, variável mais volátil e influenciada por fatores diversos, inclusive subjetivos como as expectativas geradas por ações ou manipuladas pela própria administração. Considerando esta explicação, parece mais apropriado utilizar as cotações das ações para estudos ligados às reações do mercado em relação a fatores mais subjetivos e guardar os estudos acerca da maximização do valor econômico da empresa para estudos mais abrangentes que consideram aspectos mais quantitativos do que qualitativos.

Ao considerar o custo de capital como fator fundamental para a criação de valor, Stewart (1999) afirma que tanto os administradores como os investidores, donos das empresas, devem ter o mesmo interesse: todos buscam a melhor utilização do capital e criarão valor tanto quanto conseguirem obter e usar o capital de forma eficiente. Assim, a taxa de retorno do capital revela-se como variável importantíssima para o sucesso na criação de valor. Também assume-se a premissa de que o investidor ficará mais rico somente se os ativos de sua propriedade passarem a valer mais do que o capital investido.

O imediatismo na busca por resultados pode levar a empresa a criação de expectativas difíceis de serem atingidas, distanciando a empresa da estrutura de fundamentação da perpetuidade e criação de valor a longo prazo, pois as decisões da administração se voltam para o imediato e isto remete a pensar a empresa como um negócio de curtíssimo prazo, cedendo muitas vezes à pressão do mercado e aos interesses da própria administração.

Acerca desta expectativa de criação de valor a curto prazo ou a longo prazo, Assaf Neto (2010) ensina que a gestão baseada em valor deve priorizar necessariamente o retorno a longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir no mercado ajustando-se às transformações naturais ou extraordinárias e ao final, criar riqueza para seus proprietários. As estratégias de finanças corporativas, bem gerenciadas, capacitam a empresa e sua administração a adotarem também atitudes diferenciadoras que as colocam em vantagem competitiva e facilitam a criação de valor ao longo do tempo. Considerando estes preceitos, pensar em criação de valor a curto prazo pode tornar-se um risco para a empresa, sua administração e principalmente para os investidores, pois pode colocar em risco a continuidade do negócio.

As empresas têm na sua estrutura e pensamento administrativo, de forma até inconsciente em alguns casos, a intenção constituir e desenvolver resultados que criem valor, pois seguem a ideia de que o valor criado resulta em acréscimo ao valor investido, imprimindo a ideia de valor econômico marginal fundamentando assim a abordagem financeira da empresa. Isto se relaciona com a ideia de criação de valor a longo prazo, pois conforme vai incorporando uma visão e direcionando para resultados a longo prazo, vai relacionando as expectativas de retornos com a continuidade do negócio, permitindo a agregação de riqueza aos investidores. (OLIVEIRA; MADRUGA, 2004).

Afirmam ainda, as autoras, que os diversos conceitos de criação de valor evoluíram do princípio de reter e reinvestir, com a intenção de devolver ao acionista o fluxo de caixa livre das empresas, e ainda, em relação aos componentes da lógica interna pela qual passa a criação de valor, são analisados os aspectos estruturais e processuais da organização (ambos de forma qualitativa), a estrutura de capital, o fluxo de caixa e a cadeia integrativa na criação de valor (estes de forma quantitativa).

A agregação de valor passa pela necessidade de a empresa conseguir remunerar seus proprietários acima do limite de suas expectativas mínimas de retorno (oportunidade), e se isto não ocorrer não criará valor, pois seu valor de mercado se limita ao custo de reposição de seus ativos. Em complemento a este entendimento, diz-se que o valor é criado ao acionista somente quando as receitas operacionais superarem todos os dispêndios (custos e despesas), inclusive o custo de oportunidade do capital investido. Se isto ocorrer, o valor da empresa excederá o valor de realização dos ativos (investimentos) e isto indica a existência de valor adicional, portanto ocorre a agregação de riqueza, conhecido como *Economic Value Added* (EVA[®])¹. (ASSAF NETO, 2010).

Stewart (1999) fundamenta seu entendimento e confiança no uso do EVA[®] para verificação da criação de valor afirmando que, embora o EVA[®] produza a mesma resposta para uma determinada previsão com o desconto do rendimento de fluxo de caixa, a abordagem EVA[®] tem a vantagem de mostrar quanto valor está sendo adicionado ao capital empregado em cada período. Além disso, é o único método que pode se conectar claramente com o orçamento de capital e às decisões estratégicas de investimento com a maneira com que o desempenho operacional real poderia ser posteriormente comparado e avaliado. Desta forma, a preferência pela utilização deste método toma escala maior em comparação com os outros métodos porque considera o crescimento econômico de forma mais ampla fugindo de medidas apenas financeiras, mostrando de fato a criação, ou destruição, de valor em consideração com a alocação e administração do capital empregado. Tanto para a administração como para o investidor, torna-se medida de suma importância e de fácil entendimento quando a preocupação é o valor econômico agregado ao investimento.

O EVA[®] se baseia na noção de lucro econômico – também conhecido como lucro residual – que considera que a riqueza é criada apenas quando a empresa cobre todos os seus custos operacionais e também o custo capital nela investido. Ao buscar esta visão de desempenho, a administração considera e aproveita a vital contribuição que o EVA[®] pode dar às empresas voltadas para a ideia de criação de

¹ Apesar dos conceitos de valor econômico agregado e riqueza são bastante antigos, tendo sido tratados por inúmeros economistas dos séculos XIX e XX (entre outros: Keynes, David Ricardo e Marshall), EVA[®] é marca registrada, em diversos países, de propriedade da consultoria Stern, Stewart Co.

valor ou mais precisamente, voltadas para a gestão baseada em valor. Pode, por assim dizer, servir como um referencial central de implementação de estratégias que se ligam com as funções de maximização da riqueza em todos os sentidos, pois a administração passa a considerar a criação de valor em todas as tomadas de decisão, inclusive acerca de alocação de capital. (YOUNG; O'BYRNE, 2003).

Ao considerar que todo investidor espera um retorno maior do que a oportunidade abandonada para investir seu capital na empresa, quando isto não ocorre há certa frustração das expectativas e isto é visto pelo mercado de forma desfavorável para a empresa, pois recebeu capital e não conseguiu produzir riqueza por meio da sua aplicação, e sendo este o principal compromisso da empresa com o proprietário, pode-se entender que a administração não cumpriu a contento seu mister, qual seja, o de criar valor.

Segundo Stewart (1999), o crescimento dos lucros pode ser um indicador enganoso de desempenho da empresa e das estratégias da administração quando se busca conhecer a agregação de valor. Afirma ainda que não é verdade que as empresas com mais altos preços das ações estão crescendo rapidamente, e ainda, que mesmo o crescimento rápido não é garantia de agregação de riqueza apenas pela evolução das altas dos preços e volume de negócios no mercado. Desta forma, o autor volta-se para o entendimento de que a agregação de valor econômico que remunere o capital acima do custo de oportunidade revela a criação de valor, independente do lucro contábil, das taxas de crescimento ou das cotações das ações.

Na contramão da criação de valor, uma empresa passa a destruir valor quando, mesmo gerando lucro contábil, o montante do resultado não consegue cobrir os custos de oportunidade do capital investido, e desta forma o retorno oferecido não consegue remunerar o risco assumido pelo investidor quando resolveu investir na empresa abrindo mão de outras oportunidades. Várias razões já consagradas na literatura definem o valor e não o lucro ou outra medida derivada dele como melhor medida de desempenho da empresa, pois o valor é uma medida bem mais completa e leva em consideração em seus cálculos a geração operacional de caixa atual e potencial futura, a taxa de atratividade dos proprietários (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento, mostrando ser uma visão a longo prazo e vinculada à continuidade do negócio e à sua viabilidade de poder de ganho.

A existência de lucro não garante a remuneração do capital e a atratividade econômica de um negócio, bem como a sustentação de uma empresa no futuro somente se dará se ela for capaz de criar valor para seus investidores, criando de fato um retorno acima das oportunidades deixadas em favor da aplicação na empresa. (ASSAF NETO, 2010; STEWART, 2005).

2.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES E A CRIAÇÃO DE VALOR

Estudos considerando as operações de F&A foram realizados ao longo das últimas décadas, com diferentes enfoques e, de forma esperada ou não, com diferentes conclusões (ARAÚJO et al., 2007; BATISTELLA, 2005; CAMARGOS; BARBOSA, 2003, 2007 e 2009; CASTRO, 2010; CHAISON, 2010; FERROZ; KIM; RAAB, 2005; KAYO; PATROCÍNIO; MARTIN, 2009; KIRCHHOFF; SCHIERECK, 2011; KUMMAR, 2009; LI; LUCINDA, 2009; MÁLAGA, 2007; MUHAMMAD, 2011; NARDI, 2012; PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007; SINGH; MOGLA, 2010). Percebe-se que vários foram os motivos destes estudos, mas é predominante o interesse de entendimento da viabilidade da F&A em determinado momento, segmento, ou mais detalhadamente, em determinadas empresas devido principalmente à sua representatividade para a economia. Considerando a construção do saber por meio da pesquisa empírica e a busca de guarida na teoria correlacionada, os estudos demonstraram a importância do assunto e as várias abordagens investigativas, bem como diversos resultados. Quando o foco era a criação de riqueza para o acionista, na maioria dos casos as conclusões guardavam simetria entre si, com resultados que remetem à não criação de riqueza adicional pós-F&A, mas evidenciaram, guardadas suas limitações e objetivos, outras vantagens para os acionistas das empresas envolvidas, principalmente para os da adquirente.

Estudando os efeitos das F&A na criação de valor, Hitt et al. (2012), concluem que apesar destas operações serem usadas com frequência por muitas companhias como estratégias para crescimento ao redor do mundo, em muitos casos são bem sucedidas, no entanto, mesmo assim muitas delas não criam valor. Citam ainda que muitas empresas usam as F&A para a diversificação do negócio fugindo do seu foco principal e tornam improvável a criação de valor. Detalhando ainda mais suas conclusões, os autores afirmam que as diferenças de tamanho

entre as empresas envolvidas, seja na fusão ou na aquisição, influenciam substancialmente na criação de valor. Quando a empresa adquirida é muito menor que sua adquirente é pouco provável que a transação influencie a criação de valor, por outro lado, quando a diferença diminui sensivelmente, o potencial de influência da F&A na criação de valor aumenta, e por fim, quando as duas empresas são de tamanho similar, devido à complexidade de consolidação da operação, é mais provável que seja destruído do que criado valor.

Outros dois fatores apontados nos resultados obtidos por Hitt et al. (2012), nos casos de aquisições, primeiramente é que quando a operação de aquisição se dá por pagamento em dinheiro as chances de criação de valor aumentam sensivelmente do que nos casos em que o pagamento se dá pela distribuição de ações da adquirente. O segundo fator é que se o histórico de desempenho da adquirente revela alto desempenho e é claramente bem divulgado e reconhecido pelo mercado, as chances de criação de valor também aumentam, e isto se dá pela expectativa do mercado de que a empresa adquirente, por meio da sua administração, conseguirá administrar adequadamente a adquirida e com isto conseguir para ela também alto desempenho, que por conseguinte, poderá se refletir na criação de valor.

Stewart (1999) define um processo de F&A como bem sucedido quando aumenta o preço das ações tanto do vendedor como do comprador, porque o valor criado como resultado da combinação do negócio, seja ele uma fusão ou aquisição, é compartilhado pelas duas partes nas suas respectivas proporções. Assim, se o valor adicionado por F&A exceder o prêmio oferecido pelo comprador, o preço das ações do comprador irá subir, mas se pouco ou nenhum valor é criado, ou se o valor criado é mais do que o oferecido aos acionistas vendedores, então o preço das ações do comprador irá sofrer razoavelmente. Assim, as operações de F&A estão ligadas inicialmente à disposição que a administração tem de empregar determinado volume de capital e posteriormente, à criação de valor que a operação pode gerar após a consolidação do negócio. Entender como o resultado será refletido no valor e na remuneração do capital pé parte importante para avaliar as F&A, mas necessário é saber a forma de evidenciar se houve ou não e qual a proporção ou volume de valor criado após a consolidação da F&A. Neste cenário de necessidades de evidenciar a criação de valor, surge o EVA[®] como *proxy* da criação de valor.

Fusões e aquisições devem ser atrativas para os acionistas das empresas envolvidas se criam valor que sem as operações de F&A não seria criado, assim, se devido a operação a riqueza do acionista é maximizada, a administração alcança o objetivo de agregação de valor, e se a F&A for uma das maneiras para que isto ocorra, o mercado irá interpretar positivamente a decisão tomada. Por outro lado, se não for criado valor, os esforços podem demandar enormes investimentos sem agregar valor adicional aos acionistas, e em muitas vezes, o contrário ocorre, pois as F&A acabam destruindo valor. O valor pode ser criado em F&A devido a vários fatores como economia de escala, acesso a novas tecnologias e a novos mercados, melhores práticas gerenciais, novos canais de distribuição, e de uma forma mais ampla, a sinergia. No entanto, a ideia de sinergia é complexa quando se inicia a prática nas operações de F&A e nem sempre resultam no atendimento das expectativas, chegando a ser consideradas em muitos casos como fracassos. Muito embora as aquisições sejam, aparentemente, mais fáceis de ser gerenciadas e consolidadas, também revelam alto grau de dificuldade para a consolidação satisfatória em relação às expectativas dos proprietários. (ARZAC, 2007).

De uma forma geral, a criação de valor em transações de F&A são possíveis, porém não ocorrem com frequência. Apesar de as empresas permanecerem ativas e remunerarem seus investidores, pouco se confirmam em termos de criação de valor e os complicadores para que isto ocorra compõem um grupo de fatores como o foco no negócio, o resultado imediato, as diferenças culturais, o ambiente institucional, os conflitos entre as administrações da adquirida e da adquirente, entre outros tidos como subjetivos, mas que têm grande peso no dia a dia da empresa, especialmente na fase de consolidação da operação de F&A. (HITT et al., 2012).

Quanto ao atendimento das expectativas de criação de valor para as partes envolvidas nos processos de F&A, Hitt, Harrison e Ireland (2001) afirmam que com grande frequência as transações falham, entregando aos investidores das firmas adquiridas retornos abaixo da média conseguida em outros negócios e para os investidores das firmas adquirentes os retornos entregues são normalmente negativos ou muito próximos de nulos, revelando vários problemas acerca dos processos de aquisição. Estes resultados também se revelam nos processos de fusões quando se observam os retornos da empresa resultante. Muito embora a

maioria dos estudos revelem resultados parecidos com estes, os autores afirmam que se não se pode generalizar que todas as aquisições não criam valor, pois em alguns casos, observaram-se altos desempenhos após as transações de F&A e aparentemente atingiram os objetivos de consolidação da nova operação e de criação de valor para os acionistas.

Por existirem tantas disparidades entre as expectativas e os resultados de fato alcançados e por ocorrer o aumento constante dos casos de F&A pelo mundo, os autores sugerem que este tipo de operação se mostra como um dos principais desafios e complexidade para a alta administração, que a seu turno precisa dirigir efetivamente a operação, iniciando pela escolha apropriada da empresa alvo e integrar as operações de forma satisfatória para as empresas e seus investidores. (HITT; HARRISON; IRELAND, 2001).

Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que as F&A tornaram-se um importante meio para a realocação de recursos na economia global e uma forma alternativa de execução de estratégias corporativas definidas e implementadas pelas administrações com variados fins, pois são motivadas por diversos fatores, mas em comum devem possuir sempre a preocupação da administração em maximizar a riqueza dos proprietários. Especialistas frequentemente debatem as F&A do ponto de vista dos benefícios para a economia e de fato existem tantas respostas diferentes quanto o volume de transações e pontos de vista. Uma F&A pode ser boa para os acionistas e ruim para a economia se cria uma concentração desequilibrada de poder de mercado, seguida de reestruturações que podem gerar desemprego em certa localidade ou reduza substancialmente o poder de escolha do consumidor. Pode ser boa se gerar eficiência capaz de reduzir os custos de determinado produto bem como elevar a qualidade dos bens e serviços, ainda, podem ser boas para os acionistas da adquirida que recebem um prêmio maior do que as expectativas normais e ruim para os acionistas da adquirente que pagam mais do que o valor de mercado pela propriedade da adquirida. Assim, com poucos exemplos pode-se perceber a complexidade envolvida nas operações de F&A e seus reflexos futuros para os envolvidos e para a sociedade, no entanto, mesmo complexos os negócios deste tipo só aumentam ao redor do mundo. Do ponto de vista do proprietário, o ponto crucial é a maximização da sua riqueza e isto tem sido a preocupação central acerca dos estudos das F&A.

Ainda segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), estudos acadêmicos buscam com certa frequência avaliar a reação do mercado aos anúncios de uma F&A considerando além dos custos envolvidos também as expectativas do mercado, e ao fazer isto consideram que o mercado seja capaz de avaliar e de certa forma tentar prever os reflexos do negócio. Outra abordagem dos estudos visa evidenciar os resultados após a consolidação do negócio, de forma de retrospecto, a fim de compreender se os resultados atingiram as expectativas *ex post facto*. Os resultados têm revelado que os ganhos são bastante limitados ou nulos para os acionistas das empresas adquirentes enquanto que podem ser positivos para os acionistas das empresas adquiridas. No quadro 7 demonstram-se tais conclusões:

QUADRO 7 - RESULTADOS EMPÍRICOS ACERCA DE F&A E SEUS RETORNOS

Tipo de evento	Origem do investidor	Retorno médio para o acionista (em porcentagem)
Fusão	Companhia adquirida	20
	Companhia adquirente	2 a 3
OPA	Companhia adquirida	35
	Companhia adquirente	3 a 5
Venda	Desmembramento	2 a 5
	Alienação – Vendedor	0,5 a 1
	Alienação – Comprador	0,34
	Cisão	2

Fonte: Adaptado de Copeland, Koller e Murrin (2002) e Copeland, Weston e Shastri (2005).

Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que não se pode concluir de forma generalizada que os acionistas nunca são bem sucedidos, e na maioria dos casos alguns dos seguintes fatores estão sempre presentes e contribuem para o sucesso da operação:

- a) Maior criação geral de valor;
- b) Menor pagamento de ágio;
- c) Adquirentes mais bem administrados.

Por outro lado, os mesmos autores relacionam os fatores mais presentes em casos de fracassos de operações de F&A, sendo:

- a) Avaliação excessivamente otimista do potencial do mercado;
- b) Superestimativa de sinergias;

- c) Lances excessivos (ofertas muito elevadas);
- d) Má integração após a aquisição.

Partindo do entendimento de que as decisões administrativas devem considerar os reflexos gerados para os donos da empresa, ou seja, para os acionistas, é aceita a ideia de que quaisquer atos administrativos devem perseguir sempre o aumento da riqueza dos acionistas, e aí se inserem as operações de F&A como atos administrativos que devem criar valor para os acionistas. Ao identificar os reais motivos das F&A (apresentado na seção 2.1.3), verifica-se que existem vários fatores motivadores e nem sempre estão ligados diretamente à criação de valor, e por vezes prevalecendo os interesses da administração à frente do interesse principal dos acionistas.

Na busca do entendimento das pesquisas já realizadas, identificou-se que Camargos e Barbosa (2003) realizaram um vasto levantamento² das pesquisas internacionais relacionadas ao tema F&A, demonstrando cronologicamente este acervo de forma a possibilitar a compreensão do esforço em pesquisas para entender os eventos estudados e ampliar a ciência acerca das F&A. Assim, emprestando destes autores os dados levantados bem como a modalidade de exposição, no Quadro 8 este estudo relaciona os autores, a localidade, o ano em que se realizaram as pesquisas, os períodos estudados, aspectos genéricos da metodologia e as considerações e conclusões encontradas, mais especificamente aquelas voltadas para a criação de valor por se relacionarem com os principais interesses deste estudo.

² Aspectos da seleção dos estudos: coletaram-se várias pesquisas empíricas publicadas entre 1973 e 2002 e, a seguir, fizeram uma triagem dos objetivos e dos resultados obtidos por cada uma. Para fins práticos, reduziram-se os objetivos dos autores (muitos dos quais eram mais amplos) envolvendo um certo grau de subjetividade que não interferiu nas conclusões. Por fim, foram levantados o período analisado por cada pesquisa, a periodicidade dos dados e a metodologia, para torná-la mais completa.

QUADRO 8 – PESQUISAS INTERNACIONAIS ACERCA DA CRIAÇÃO DE VALOR EM F&A

Autor	Ano	Local	Período testado	Metodologia	Considerações e conclusões
Mandelker	1974	EUA	1941 a 1967	Estudo de eventos	Tanto acionistas-alvo como adquirentes obtiveram retornos anormais em fusões e as informações sobre a fusão influenciaram os preços das ações.
Kummer e Hoffmeister	1978	EUA	Jan./58 a jun./74	Estudo de eventos	Firmas sujeitas a <i>takeovers</i> ³ têm baixos retornos anormais anteriores ao anúncio destes, reflexo de ganhos não realizados pela substituição de administradores. <i>Takeovers</i> aumentam a riqueza tanto das firmas-alvos como das adquirentes.
Bradley	1980	EUA	jul./62- jul./77	Estudo de eventos	Nas <i>tender offers</i> ⁴ os acionistas de ambas as firmas (adquirente e adquirida) obtiveram ganho significativo de capital e as firmas adquirentes sofreram perda significativa de capital nas ações das firmas-alvo.
Firth	1980	UK	1969 a 1975	Estudo de eventos	Fusões e <i>takeovers</i> criaram valor para os acionistas das firmas adquiridas, e verificou-se que as <i>takeovers</i> foram motivadas mais pela maximização da utilidade gerencial do que pela maximização da riqueza.
Asquith, Bruner e Mullins Jr.	1983	EUA	1955 a 1979	Estudo de eventos	Os retornos anormais são positivamente relacionados com o tamanho das firmas envolvidas na fusão, e ainda encontraram consistência com a hipótese da maximização da riqueza.
Malatesta	1983	EUA	1969 a 1974	Estudo de eventos	Os retornos anormais foram positivos e elevados nas firmas adquiridas, mas maior em valor absoluto e negativo nas firmas adquirentes.
Schipper e Thompson	1983	EUA	1952 a 1969	Estudo de eventos	As aquisições têm impacto favorável (retornos positivos) no valor das firmas.

continua

³ Processo de mudança do controle societário de uma empresa através de compra da maioria ou da totalidade das ações dessa empresa. O *takeover* pode ser amigável (quando há acordo entre as partes) ou hostil.

⁴ OPA - Oferta Pública de Aquisição – trata-se de uma oferta aberta ao público ou convite (geralmente anunciado em um anúncio de jornal) pelo adquirente potencial a todos os acionistas de uma empresa de capital aberto (da empresa-alvo) para apresentação de propostas de ações para a sua venda a um preço especificado durante um tempo especificado.

conclusão

Autor	Ano	Local	Período testado	Metodologia	Considerações e conclusões
Dennis e McConnell	1986	EUA	1962 a 1980	Estudo de eventos	Retornos anormais para acionistas de firmas adquiridas foram positivos e estatisticamente significantes.
Huang e Walkling	1987	EUA	abr./77-ago./82	Estudo de eventos	Retornos anormais foram mais elevados em <i>tender offers</i> do que em fusões, e mais elevados em <i>tender offers</i> com mais resistência.
Franks e Harris	1989	UK	Jan./55-jun./85	Estudo de eventos	No período do anúncio os acionistas-alvo ganharam entre 25% e 30% e os adquirentes obtiveram ganhos modestos ou nenhum.
Morck, Shleifer e Vishny	1990	EUA	1975 a 1987	Estudo de eventos	Os retornos para acionistas adquirentes foram mais baixos quando as firmas diversificaram ou tiveram um desempenho ruim antes da aquisição.
Vijh	1994	EUA	1962 a 1990	Estudo de eventos	Os acionistas de firmas fusionadas por meio da permuta de ações obtiveram um excesso de retorno de 1,5%.
Maquieira, Megginson e Nail	1998	EUA	Jan./63-dez./93	Estudo de eventos	As fusões em conglomerado criam sinergias financeiras ou beneficiam credores às expensas de acionistas e os acionistas da firma adquirente perdem, enquanto para os demais portadores de títulos das firmas o retorno é nulo.
Rau e Vermaelen	1998	EUA	Jan./80-dez./91	Estudo de eventos	Acionistas adquirentes tiveram um desempenho ruim nos três anos seguintes à aquisição, enquanto os de <i>tender offers</i> obtiveram um pequeno retorno anormal positivo.
Ely e Song	2000	EUA	1989 a 1995	Análise fatorial	Os resultados empíricos foram consistentes com a hipótese da maximização da riqueza para acionistas adquirentes. Os benefícios estão associados mais a grandes aquisições do que a várias aquisições de pequeno porte.

Fonte: Adaptado de Camargos e Barbosa (2003)

Agundu e Karibo (1999) iniciaram seus estudos sobre análise de riscos nas operações de fusões afirmando que muitas organizações empresariais estavam em cenários difíceis e desafiadores quando, com sucesso, se fundiram para formar uma companhia mais forte e com unidades econômicas robustas, ainda alertam que a consideração primordial para a decisão pela opção de fusão estratégica normalmente apresenta-se com foco nas sinergias financeiras e ganho de escala, no entanto, na mesma medida em que estas sinergias são muito necessárias, elas estão longe de ser suficientes para garantir o sucesso da operação, e desta forma afirmaram que outras perspectivas precisam ser exploradas para tornar o resultado das análises da transação mais completa. Consideraram que, para a tomada de decisões em operações de fusões, concentrar-se apenas em sinergias financeiras e gerenciais como justificativas pode acarretar na perda da visão dos riscos e das oportunidades. Assim, a possibilidade de considerar pesos significativos de riscos e retornos apresenta uma dimensão mais estratégica e pragmática quanto a viabilidade da fusão, e conseqüentemente estando mais bem informado pode-se aperfeiçoar o planejamento das etapas da fusão e com isto conseguir melhores resultados.

Para o citado estudo, os autores levaram em consideração alguns indicadores de desempenhos financeiros e operacionais, analisando o evento em uma empresa nigeriana criada a partir de uma fusão de duas outras. Os dados comparativos dos períodos anteriores e posteriores à fusão revelaram que a variabilidade dos lucros das empresas pré-fusão era significativamente maior do que aqueles calculados para empresa pós-fusão e a maior previsibilidade dos ganhos trazidos pela fusão funcionava como um grande e especial atrativo para potencializar a decisão dos investidores que, por sua vez, sempre dependem de dados do passado para a análise de novos investimentos. (AGUNDU; KARIBO, 1999).

Buscando testar a sinergia obtida por meio de processos de F&A, Firth (1978), replicou no Reino Unido um modelo de pesquisa aplicada nos Estados Unidos por Haugen e Langetieg naquele mesmo ano, a fim de confirmar se os resultados iriam corroborar com aqueles obtidos pelo estudo americano. A base estudada se constituiu por 150 processos de F&A havidos entre os anos de 1972 a 1974, sendo que tiveram como requisitos mínimos que ambas as empresas envolvidas na operação de F&A tivessem ações negociadas na bolsa de Londres,

que a operação se caracterizava pela troca de ações, e por final, que nenhuma das duas empresas tivesse alguma outra transação de F&A num período de 48 meses em torno da operação em estudo. Assim, o pesquisador tentava retirar qualquer viés existente na amostra previamente selecionada. O período de dados levantados correspondeu a 48 meses, sendo 24 meses anteriores e 24 posteriores à F&A. Os resultados encontrados revelaram que não existiam significativas diferenças nos retornos entre os dois grupos, o estudado e o de controle. Em consequência destes resultados, o estudo sugeriu que não existia sinergia criada pelos processos de F&A, assim corroborou com aqueles resultados encontrados no estudo americano.

Em estudo a respeito dos motivos para as F&A, Kloeckner (1994) comparou as teorias da separação da propriedade e controle, a teoria neoclássica da empresa do ponto de vista do racional da eficiência, passando pelos conceitos de propriedade passiva e propriedade ativa, pelos interesses do corpo gerencial que não é o fornecedor do capital, pela ideia de maximização da utilidade gerencial, pela dificuldade do acionista minoritário exercer pressão sobre a administração, e pelo entendimento do interesse do administrador em buscar o crescimento e não exatamente a rentabilidade. Para o desenvolvimento do seu estudo baseou-se em diversos estudos estrangeiros que buscaram entender o evento F&A de diversos pontos de vista.

Ao final, Kloeckner concluiu que ao redor da data da transação de F&A, tanto as empresas compradoras quanto as empresas compradas obtiveram retornos positivos, muito embora tendo mostrado que alguns estudos encontraram retornos negativos nos mesmos períodos para as empresas compradoras, que por vários meses seguintes ainda apresentaram retornos negativos, prevaleceu a suposição de retornos positivos para ambas as empresas. A segunda conclusão foi de que a maior parte da evidência empírica pareceu dar suporte às hipóteses de maximização da riqueza e de ganhos operacionais, podendo inferir que:

- a) Os diretores, tanto de empresas compradoras como empresas compradas, geralmente procuram maximizar a riqueza dos proprietários da organização para a qual trabalham;
- b) A geração de ganhos operacionais parece ser a motivação principal para as F&A; e

- c) A hipótese da maximização da utilidade gerencial não recebeu sustentação empírica.

Assim, o autor finaliza afirmando que “mesmo que o verdadeiro fator motivador dos gerentes seja a maximização da própria utilidade, procuram, de forma geral, maximizar a riqueza dos acionistas, promovendo fusões compatíveis com o racional da eficiência”. (KLOECKNER, 1994, p. 58).

Na busca de maiores esclarecimentos sobre as variadas formas de associação entre empresas no Brasil, Triches (1996) desenvolveu um estudo por meio de vasto levantamento de dados e da discussão dos conceitos a respeito das principais modalidades como *joint venture*, consórcios, fusões, aquisições, incorporações e alianças estratégicas, seguida de uma exemplificação sobre as ondas de associações no mercado internacional. Mais adiante o estudo buscou analisar o comportamento destas operações no mercado brasileiro, identificando a forte influência do capital estrangeiro e o papel das fontes de financiamento neste cenário.

Dentre as suas conclusões destaca-se que, aparentemente, aquela em que a F&A não trazia prejuízos aos consumidores com elevação de preços como havia ocorrido entre os anos 1960 e primeira metade dos anos 1980 quando houve grande concentração de poder de mercado e elevação anormal dos preços. Segundo o pesquisador, ocorreu elevação da oferta de bens e serviços finais e expressiva melhoria no acesso aos bens e na sua qualidade. O exame evidenciou que a maioria das transações no ocidente era de empresas pertencentes a indústrias que estavam vivenciando rápidas mudanças tecnológicas, destacando as empresas europeias como mais agressivas nas aquisições fora de seu mercado doméstico, mas na média geral as transações foram cordiais, isto é, não hostis do ponto de vista da abordagem, e a criação de grupos econômicos teria predominado nas grandes transações. Quanto à participação do capital estrangeiro, ficou evidenciado que a influência se devia à estabilização econômica que dava seus primeiros sinais, pela abertura de mercado e que o avanço dos estrangeiros deveria se intensificar nos anos seguintes (TRICHES, 1996). Tal previsão de fato se concretizou.

Batistella (2005) empreendeu um estudo a fim de identificar se ocorria uma valorização acionária extraordinária e conseqüentemente aumento do valor gerado para os acionistas das empresas compradoras após um processo de F&A de

empresas do setor financeiro, ocorridas entre 1995 a 2004, considerando 22 aquisições com transferência de controle. Seus resultados não puderam afirmar que as transações de F&A geraram retornos anormais significativos para as ações, e ainda que o mercado acionário não reagiu nem positivamente tampouco negativamente com o anúncio da transação, ressaltando que isto não significava que a F&A não havia gerado valor para os acionistas daquelas empresas compradoras, mas que os métodos estatísticos aplicados não revelaram retornos anormais. O estudo corroborou com as conclusões da maioria de outros estudos do setor bancário feitas em outros países, seguindo certa tendência no que diz respeito aos retornos anormais para os acionistas dos bancos adquirentes em função de determinado evento. Embora não testado pelo estudo, observou-se que ocorreram retornos anormais positivos para os acionistas dos bancos adquiridos.

Considerando os efeitos da governança corporativa nos resultados das F&A, Feroz, Kim e Raab (2005) estudaram 45 transações ocorridas num período de vinte anos (1974-1993), sendo que para cada transação foram estudados intervalos de dez anos, divididos em cinco anos antes e cinco anos depois da F&A. O foco da análise foi a eficiência do desempenho administrativo, buscando compreender se os graus de eficiência podiam ser influenciados pelos movimentos de F&A das empresas. Os dados foram analisados segundo os critérios do modelo *data envelopment analysis* (DEA). Segundo os autores, os principais resultados encontrados demonstraram que na maioria das empresas, de uma forma geral, o desempenho administrativo melhorou no período pós-F&A, e contraditoriamente, em cerca de 18% dos casos, não houve melhora significativa. Acrescentaram os autores que estes resultados apresentam implicações para as análises de desempenho administrativo e sua governança corporativa, com evidentes influências causadas pelas estratégias de F&A.

Ainda esclarecem que, normalmente, as medidas convencionais de eficiência trabalham no nível agregado e não levam em consideração ações específicas ou isoladas da gestão, assim como decisões de nível da governança corporativa, tais como fusões e aquisições, muitas vezes são tentativas de disciplinar o comportamento ou desempenho gerencial e seus resultados diretos, e muito embora reflitam em resultados para o mercado, e mais especificamente para os investidores, na visão dos autores, estas tentativas de determinar o impacto das

atitudes e desempenho administrativo, e da governança, não podem depender apenas das reações dos preços das ações (FEROZ; KIM; RAAB, 2005).

Ao identificar que alguns estudos anteriores apresentavam uma tendência em sugerir que uma das principais motivações para a realização de operações de F&A seria a tentativa das empresas adquirentes em incorporar ativos intangíveis de propriedade das empresas-alvo, Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) realizaram uma pesquisa quantitativa-descritiva focada na análise da relação entre a intangibilidade e a criação de valor nos eventos de aquisição de empresas brasileiras. O pressuposto que testaram foi de que os ativos intangíveis poderiam proporcionar importantes fontes de vantagem competitiva sustentável e oportunidades de crescimento, com isto poderiam criar valor para a empresa adquirente e conseqüentemente seus investidores. Os pesquisadores aplicaram o método de estudo de eventos, para verificar a influência do anúncio de aquisições sobre os retornos acumulados das empresas adquirentes. As amostras foram subdivididas em duas, sendo a primeira parte composta por eventos envolvendo empresas intangível-intensivas e a segunda por tangível-intensivas.

Tecnicamente os eventos foram estudados com intervalos diários, propondo a hipótese nula de que não existiria diferença nas médias de retornos anormais acumulados entre as aquisições realizadas por empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas, testando tal hipótese por meio da Análise de Variância (ANOVA) em oito diferentes períodos de acumulação de retornos: 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35 e 40 dias (antes e depois do evento). O Retorno Anormal Acumulado (CAR - *Cumulative Abnormal Return*) foi a principal variável para medir a criação de valor dos eventos obtida pela diferença do retorno da ação da empresa compradora (EAR) e o retorno de mercado ajustado (MAR).

Como resultados, foram revelados que o evento pareceu exercer uma influência muito importante sobre os retornos. Quanto à análise da variância observaram que os retornos acumulados médios dos eventos que envolveram empresas tangível-intensivas foram sempre negativos, ao contrário dos eventos relativos a empresas intangível-intensivas, desta forma rejeitaram a hipótese nula. Por fim, mostraram que as F&A que envolveram empresas intangível-intensivas apresentaram um potencial de retorno significativamente maior que as operações que envolveram empresas tangível-intensivas, sugeriram que “as operações [de

fusões e aquisições] podem constituir importantes mecanismos de incorporação de ativos intangíveis para as empresas adquirentes”. (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007).

Camargos e Barbosa (2007) efetuaram uma série de análises para identificar o comportamento do retorno anormal das ações em função da divulgação da transação e da seguida reação do mercado, selecionando para este estudo uma amostra de 32 eventos de F&A em empresas não financeiras ocorridas no Brasil entre 1994 e 2001. Partiram da premissa de que o mercado incorpora rapidamente toda informação relevante e que ele é o melhor avaliador do resultado de uma combinação entre empresas.

Nesta pesquisa os autores adotaram como teste empírico a hipótese da criação de valor para os acionistas e a hipótese da eficiência de mercado, calculando os retornos anormais pelo modelo de retornos ajustados ao mercado (MAR). No cálculo dos retornos das ações, os pesquisadores usaram as cotações de fechamento diárias, e em seguida foram comparados com o índice da bolsa de valores, numa janela de 60 dias antes e depois do evento. Foram consideradas as médias dos retornos e após sua apuração, comparadas por meio do Teste *t*.

Foi constatado que o anúncio de uma F&A tem um conteúdo informacional relevante para a precificação das ações, identificado pelo aumento do desvio-padrão na data de sua divulgação, possibilitando concluir que o mercado comportou-se de maneira eficiente. A hipótese de criação de valor foi rejeitada porque não foram encontradas diferenças estatísticas ao se comparar as médias dos retornos anormais. Ao final, os pesquisadores encerraram afirmando que a criação de valor para os acionistas, assim como a maximização de riqueza nos processos de F&A são temas “ainda permeados por resultados controversos de pesquisadores que defendem ou encontraram evidências empíricas de sua existência contra os que a contestam”. (CAMARGOS; BARBOSA, 2007).

Esta afirmação, bastante incisiva, corrobora com outros autores quando discorrem sobre as complexidades enfrentadas ao buscar estudar o tema F&A, principalmente sob a ótica da maximização da riqueza. Parte desta complexidade se dá pela dificuldade de identificar o real motivo da transação, ou seja, o que de fato levou a administração a optar pela F&A.

Costa Jr. (2008) desenvolveram um estudo de eventos com as finalidades de investigar as operações de F&A brasileiras de 2002 a 2006, verificando se o anúncio gerou expectativas de maximização da riqueza, e explorar o elo existente entre as expectativas do mercado e o papel da contabilidade na validação dessas expectativas, incluindo ainda a averiguação dos reflexos das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) por alienação de controle nos preços das firmas-alvo.

Analisaram 104 operações, testando os retornos obtidos ao redor das operações, avaliando a eficiência do mercado e a relevância do evento e como o mercado precificou suas expectativas em relação às operações de F&A anunciadas. Em seguida, buscaram também verificar se a contabilidade, por meio das suas informações, mantinha simetria com os resultados do mercado, elegendo como métrica contábil o desempenho operacional, com o uso do EBITDA, correlacionado estatisticamente com o fluxo de caixa operacional, escalonado pelos ativos totais, confrontando estes dados em momentos distintos – antes e após o evento – para evidenciar se houve diferenças estatisticamente significativas.

O estudo concluiu que o anúncio das operações de F&A cria expectativas de maximização da riqueza dos acionistas, contudo, para as empresas alvo, no caso de uma OPA, inserido neste contexto a tensão no processo de definição do prêmio de controle aos acionistas não controladores, e também pela presença de investidores institucionais, o anúncio causa impacto diferenciado na precificação das ações, provocando no mercado uma reação similar à hipótese da miopia de curto prazo. Com relação ao desempenho operacional anormal, a Contabilidade não corroborou as expectativas do mercado quanto as possíveis sinergias derivadas da transação, esclarecendo ainda que os resultados econométricos mostram a necessidade de aplicação de um teste de *impairment* de ágios eventualmente contabilizados. (COSTA JR., 2008).

Málaga (2007, p. 10), no desenvolvimento da sua pesquisa, discorreu sobre os resultados das pesquisas anteriores a respeito dos retornos anormais após os eventos de F&A, afirmando que sugeriam, de forma agregada, que os retornos anormais para os adquirentes eram “[...] essencialmente zero, ou seja, os resultados de aquisições seriam, na média, projetos de investimento com valor presente líquido nulo para os adquirentes”, desta forma, do ponto de vista econômico-financeiro os resultados não têm o poder de invalidar a condução dos processos de F&A, no

entanto alertam que os possíveis retornos devem ficar dentro da média esperada sem o evento da F&A, trazendo aos adquirentes os mesmos níveis de retorno e não caracterizando, por este ponto de vista, a criação de riqueza adicional para o acionista.

A fim de encontrar evidências sobre os retornos obtidos por bancos brasileiros após transações de F&A, Araújo et al. (2007) empreenderam estudos com uma amostra de 232 bancos com informações financeiras publicadas entre 1995 e 2004, focando nos resultados dos retornos sobre o patrimônio líquido (ROE) e sobre os ativos (ROA) dos bancos adquirentes a fim de demonstrar se as operações ou eventos de F&A causaram alguma influência nestes resultados, especialmente se confirmavam a maximização dos lucros. Os pesquisadores concluíram que os resultados evidenciaram que as F&A não impactaram os retornos dos bancos adquirentes, tanto em relação ao retorno dos ativos como do patrimônio líquido, assim como não puderam confirmar a teoria da maximização dos lucros. As conclusões a que chegaram estes autores corroboraram com estudos feitos na Itália e na Argentina no setor bancário, sendo que todos foram unânimes em afirmar que não houve evidências suficientes para afirmar que os bancos adquirentes tiveram seus retornos aumentados após os eventos de F&A. As conclusões do estudo ainda corroboraram com a ideia de outros autores de que os processos de F&A no setor bancário, naquele período estudado, estavam mais ligados aos riscos da concorrência estrangeira do que a sua maximização dos resultados.

Elegendo o enfoque sobre o potencial anticompetitivo, Li e Lucinda (2009), realizaram um estudo sobre a transação havida entre a Oi e a Brasil Telecom e para chegar às suas conclusões os autores utilizaram a metodologia de estudo de eventos e a análise dos retornos anormais das ações. Partindo do princípio de que os efeitos poderiam ser classificados de diferentes formas permitindo que uma fusão ou aquisição pudesse ser avaliada como tendo um potencial anticompetitivo, aplicaram métodos estatísticos quantitativos em resultados de 28 empresas de telefonia fixa ou móvel. Os autores afirmam nas suas fundamentações, que normalmente as operações de fusão e aquisição estão associadas com ganhos anormais para as ações das empresas e que este fenômeno pode se explicar pelo fato de que, com a concretização da operação, deverão ser gerados ganhos aos acionistas, decorrentes do aumento nas margens operacionais. Asseveram que

essas maiores margens operacionais podem ser decorrentes de reduções de custos ou de aumento nos preços.

Em estudo conduzido nos últimos anos na Índia, Kumar (2009), analisou 30 transações de F&A ocorridas entre 1999 e 2002, excluindo o setor bancário, buscando a identificação do desempenho operacional das empresas compradoras em períodos posteriores às F&A. o estudo considerou como indicadores de desempenho o giro dos ativos, o retorno dos investimentos totais e do patrimônio líquido, revelando ao final que a lucratividade, o retorno dos investimentos e capacidade de solvência não sofreram impactos significativos nas empresas adquirentes no período pós-F&A, pois na média das empresas e dos indicadores, não foram identificadas melhorias quando comparadas com as médias de períodos anteriores às F&A. Muito embora declara que as medições financeiras encontram limitações para capturar completamente os impactos causados pelas F&A e as possíveis motivações ocultas para as empresas terem rumado ao encontro das F&A, o estudo conclui que ao contrário do que se tinha como expectativas, as F&A normalmente não levaram a uma melhoria de performance financeira para as empresa adquirente. Ainda supõe que os motivos que levaram aquelas empresas às transações de F&A foram a intenção de crescimento ou a criação de império, ganhos de mercado e combate à iminente concorrência.

Kayo, Patrocínio e Martin (2009) afirmam que vários estudos têm buscado compreender os motivos das F&A por meio das teorias econômicas, financeiras e de estratégias, sempre sugerindo que as empresas buscam nas F&A uma alternativa de crescimento, no entanto, os relatos de grande parte dos estudos acabam concluindo que em geral estas transações não geram retornos positivos para os acionistas da empresa adquirente. Diante destas conclusões, direcionaram seu estudo para a questão da influência da intangibilidade e do papel moderador do endividamento sobre a criação de valor, rumando a uma explicação alternativa quanto aos motivos reais para as F&A e a relação com a capacidade de criação ou destruição de valor.

Analisaram, em duas etapas, os dados de 183 aquisições ocorridas entre 1996 a 2007, sendo a primeira um estudo de eventos para a construção da variável de criação de valor (retorno anormal acumulado), e a segunda transformando o retorno anormal acumulado em variável dependente por meio de análises de regressão múltipla com o nível de intangibilidade e de endividamento como variáveis

explicativas. Foram apurados o CAR (*cumulative abnormal return*) e em seguida os retornos obtidos pelas ações e comparados com os índices da bolsa de valores, definindo em seguida as variáveis dependentes. Apuraram em seguida as variáveis independentes utilizando o Q de Tobin para inferir sobre a intangibilidade, e o nível de endividamento, efetuando em seguida a interação de ambos. Para dar mais qualidade aos resultados, incluíram ainda três outras variáveis, cujo papel era de controle, sendo elas: a experiência em aquisições, o grau de relacionamento e a recentidade da transação. Utilizaram a regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e uma janela de estimação de 180 dias, com aplicação de vários tipos de testes (estatística descritiva, Teste *t*, VF e estatística *F*).

Os resultados revelados não apresentaram evidências de que intangibilidade poderia exercer influência sobre a criação de valor nos eventos de aquisição, mas quando a intangibilidade é moderada pelo endividamento, mostrou-se um efeito relevante sobre a criação de valor. Puderam concluir ainda que as empresas intangível-intensivas com alto nível de endividamento tendem a destruir valor em suas aquisições, isto quer dizer que, se apresentarem predominância de capital próprio podem criar valor nas aquisições. Os autores ainda afirmaram que “a variável de interação entre intangibilidade e endividamento apresenta uma relação negativa e significativa com a criação de valor”, e de um ponto de vista mais amplo, também entenderam que “esse resultado rejeita o papel do endividamento como instrumento disciplinador contra os conflitos de agência, mas reforça a importância da folga financeira para a criação de valor”. (KAYO; PATROCÍNIO; MARTIN, 2009, p. 59).

Camargos e Barbosa (2009) dando sequência em seus estudos anteriores desenvolveram uma nova pesquisa, descritiva, agora com foco na criação de valor e de sinergias operacionais, tendo como amostra as transações brasileiras de F&A, considerando a relevância para o meio empresarial e a necessidade de identificar os benefícios econômicos gerados e a evidenciação destes para os acionistas e para os gestores, assim, elegeram como principal objetivo a verificação se as de F&A resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas.

A amostra envolveu transações de F&A entre 1996 a 2004, em empresas listadas na bolsa, cujo volume representou 72 transações. Para a identificação da criação de valor, elegeram as variáveis Q de Tobin, Valor de Mercado e Valor Patrimonial como uma variação do Q de Tobin e a *Firm Value*. Como variáveis de

sinergias operacionais elegeram a Margem EBIT, a EBITDA, Geração Bruta de Caixa e o Crescimento das Vendas Brutas. Justificando-se pela ausência de uma metodologia consolidada, optaram por fazer uma análise comparativa da média das variáveis de cada empresa nos períodos anterior e posterior (dois anos) à divulgação da F&A, para tal comparação usaram como ferramentas estatísticas o *Wilcoxon Signed Rank Test* e o *Rank Test* (Teste do Sinal) e o Coeficiente de Correção de Pearson (r).

Ao final, como resultados do estudo, afirmaram que, aparentemente, as F&A proporcionam sinergias operacionais para as empresas, levam à maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas e, da riqueza dos acionistas. Isto substanciado por conclusões específicas, a saber: mudanças significativas e positivas na média das duas variáveis sinalizadoras de criação de valor (QT, FV e VM/VP); as F&A estudadas resultaram em sinergias operacionais para as empresas; as empresas adquirentes apresentaram maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias operacionais. No entanto, os autores alertam para a necessidade de cautela com que estes resultados devem ser vistos, porque se referem a aspectos das empresas em um momento específico da economia brasileira e pelo curto espaço de tempo pós evento, pois muitos deles ainda poderiam revelar novos resultados ao longo do tempo (CAMARGOS; BARBOSA, 2009). Independente dos oportunos alertas dos autores, observa-se nestes resultados uma visão diferenciada dos reflexos das F&A, não só da criação de valor, mas também da criação de sinergias e esta, por sua vez, relacionando-se com os demais resultados das empresas.

Ao estudar a fusão que deu origem à *Unite Here*, Chaison (2010) afirma que nem sempre os processos de F&A fazem sentido e uniões derivadas de grandes processos de F&A nem sempre se constituem em melhores futuras operações, permanecendo a questão sobre porque algumas transações não são bem sucedidas e outras atingem o sucesso esperado. Em seu estudo, discute velhas perguntas a respeito das F&A, incluindo os fatores motivadores, a condução do processo de negociação e implantação, etc., afirma que as dificuldades começam na necessidade de intensivas negociações entre a alta administração de cada uma das empresas, bem como do seu *staff* e mesmo de outros níveis, o que coloca em jogo sentimentos e interesses que ultrapassam a lógica, orgulho, ego, e com isto a

necessidade natural de barganhas e competição, mesmo que velada. Neste conjunto surgem conflitos que, se não resolvidos, podem ruir as estruturas da união recém constituída, sendo que a F&A pode ruir não só nos estágios de negociação mas também, e principalmente, nos períodos seguintes à união. O autor afirma ainda que não existe de fato uma teoria geral para as F&A, assim, pode-se inferir que o enquadramento teórico depende mais dos interesses, dos objetivos reais, da operação do que do conceito geral que se pretende enquadrar.

Em estudo relativamente recente, Singh e Mogla (2010), empreenderam análises com base no período de *boom* de fusões na Índia, iniciado em 1994, onde estudaram 153 empresas listadas, que tiveram operações de F&A, com o objetivo de fornecer uma análise completa das mudanças na rentabilidade pós-fusão das empresas adquirentes. Pretendiam responder se as fusões são usadas, ou poderiam ter sido usadas, como uma ferramenta para a reabilitação operacional. Segundo os autores, o estudo buscou evidências em dois pontos básicos:

- a) Em primeiro lugar, para avaliar o impacto das concentrações sobre a lucratividade das empresas adquirentes, comparou-se a rentabilidade do período pós-fusão com a rentabilidade do período pré-fusão; e
- b) Em segundo lugar, tentou-se evidenciar se o declínio na lucratividade poderia ser influenciado pela utilização de ativos de baixo valor agregado ou de menores margens de lucro operacional.

Para possibilitar as análises, os autores basearam-se em dados contábeis de empresas de diversos segmentos, exceto do setor financeiro, que tiveram transações de F&A entre 1993 até 2003, assim, praticamente todas as empresas que se fundiram depois de 1990 constituíram o universo do estudo, não retroagindo mais em função da abertura da economia naquele país ter ocorrido a partir de 1990. Dois grupos foram identificados, sendo 38 empresas com prejuízos acumulados e 115 empresas saudáveis, e alterações de rentabilidade após a fusão foram analisadas dentro dos dois grupos, e a hipótese de que as fusões poderiam ajudar na revitalização das empresas doentes foi testada em ambos os grupos, e com isto foi feita uma análise comparativa para saber se as perdas históricas contribuíram como um campo fértil para melhorias que poderiam ser criadas diretamente no desempenho de empresas adquirentes.

Como resultados, o estudo de Singh e Mogla (2010) revelou que a maioria (55%) das empresas apresentou uma queda no desempenho após a fusão, sendo que apenas 29% das empresas melhoraram seu desempenho após a transação de F&A. Sugerem que a rentabilidade diminuiu devido a utilização de ativos de baixo potencial de retorno e, independentemente do fato das unidades adquiridas serem saudáveis ou apresentarem prejuízos, a rentabilidade das adquirentes permaneceu praticamente a mesma em ambos os casos. Por final, recomendam que os gestores devem dar a devida atenção à utilização adequada dos ativos recém adquiridos se de fato buscam a melhoria de rentabilidade e consequentemente de lucratividade para a empresa e seus investidores. (SINGH; MOGLA, 2010).

Castro (2010) objetivava estudar e avaliar os processos de F&A, então selecionou três casos recentes à época, ocorridos no Brasil com a expectativa de gerar respostas às perguntas recorrentes sobre a questão da criação de valor em processos desta natureza. Tais casos tinham como roupagem a estratégia de crescimento e daí o rumo que foi dado ao seu estudo para chegar a evidenciação da criação de valor. A autora elegeu como caminho a identificação das características conceituais fundamentais relacionadas à criação de valor, a forma de se identificar aspectos desta variável antes e depois da transação e os aspectos críticos para que o processo seja bem sucedido. Também explorou os fatores motivadores das F&A após considerar que, se os estudos anteriores, na sua maioria relatam que não é predominante a criação de valor, imperioso se fazia então, identificar os reais motivos.

Metodologicamente a pesquisa de Castro se caracterizou pelo estudo de casos, mais precisamente dos três eventos (Itaú Unibanco, VCP Aracruz e Brasil Foods). Em seguida aplicou o procedimento de casos múltiplos e contextualizou dentro das suas análises e após o relato histórico das operações. A abordagem qualitativa se deu por meio de entrevistas e a quantitativa por meio de dados que retratassem o valor de mercado das empresas, em janelas distintas de 3, 5, 41 e 61 dias, todos com metade antes e metade depois, tendo seu centro o dia do anúncio. As variáveis utilizadas foram o retorno sobre o patrimônio, o retorno sobre os ativos, margens de lucratividade operacional (EBIT) e margens líquidas sobre as vendas.

Os resultados demonstrados pelo estudo revelaram que a principal motivação para a F&A seria a criação de valor de forma ampla, caracterizado por

ganhos como competitividade, liderança de mercado e sobrevivência. A seguir a autora inferiu que em todos os casos estudados foram ressaltadas a importância da flexibilidade na avaliação das demandas e da composição do poder, bem como a rapidez nas decisões, clareza de comunicação em todo o contexto da condução da integração da F&A. Os entrevistados ressaltaram, em todos os casos, a importância da outra empresa envolvida na operação, isto parecendo ser um fator de convencimento sobre a viabilidade da operação. (CASTRO, 2010).

Estudando os fatores determinantes para o sucesso das F&A no setor farmacêutico e de biotecnologia, Kirchhoff e Schiereck (2011), analisaram dados de 104 transações ocorridas entre os anos de 1996 a 2006, em 16 países, no entanto com grande concentração de transações nos Estados Unidos (68 transações). As análises tinham como principal preocupação a identificação do comportamento dos preços das ações no período posterior à transação e conseqüentemente buscava identificar os fatores que influenciaram na variação dos valores. Além destes dados, foram analisadas também variáveis múltiplas, principalmente indicadores de desempenho. Os achados deste estudo indicaram que os benefícios podem ser melhor alcançados se a empresa alvo é consideravelmente menor que a compradora, uma vez que o risco de complexidade na integração aumenta substancialmente quando as duas empresas são de tamanhos relativamente similares, assim, volta-se para o problema da sinergia entre as administrações, que de certa forma encontra mais dificuldade de se consolidar. Também foram encontradas fortes evidências para a hipótese de que o foco na sinergia das vendas é avaliada pelo mercado como fator de sucesso para as operações de F&A, e que na amostra, as empresas combinadas não impactaram negativamente o valor para o acionista, além disso, encontraram ainda uma indicação para uma distribuição da riqueza para a empresa alvo, provavelmente devido às metas de obtenção de ganhos elevados, enquanto que as empresas adquirentes mostravam retornos anormais negativos.

Outros estudos feitos no mesmo setor, citados por Kirchhoff e Schiereck (2011) relatam que em geral as avaliações do desempenho das empresas depois da transação não apresentaram melhora significativa na maioria dos casos, concluindo que o negócio parece não ter cumprido as suas respectivas expectativas. Em testes de correlação entre o capital empregado e os retornos anormais em uma janela do

evento de dois anos apuraram uma relação positiva entre o capital e a qualidade da firma alvo e da realização da estratégia de fusão, bem como estudos de evento de curto prazo sobre os adquirentes, encontrando retornos negativos significativos de aproximadamente 1% nos dias que se seguiram ao evento (em uma janela de três e cinco dias). Também foram encontrados retornos positivos de curto prazo logo após o anúncio da transação, para ambas as empresas envolvidas. De acordo com estas descobertas, os retornos anormais dos adquirentes são positivamente correlacionados com o seu grau de informação sobre a empresa alvo antes da aquisição, por exemplo, por meio da experiência de vendas ou alianças no setor, por outro lado, constatou-se retorno zero ou até mesmo negativo para os adquirentes cujos principais indicadores operacionais mostravam um baixo potencial de inovação. Estas conclusões sugerem que a ideia de inovação neste setor (de pesquisa e desenvolvimento), parece merecer uma grande atenção dos investidores.

QUADRO 9 – ESTUDOS DAS F&A NO SETOR FARMACÊUTICO E BIOTECNOLOGIA

Autor	Ano	Resultados
Danzon	2003	Pós-F&A não demonstraram significante melhora no desempenho, e na maioria dos casos os resultados foram insatisfatórios ao comparar com as respectivas expectativas.
Higgins e Rodriguez	2006	Retornos anormais estiveram positivamente relacionados com o grau de informação prévia a respeito da empresa alvo e com o potencial de inovação das empresas em conjunto.
Sorescu et al.	2007	Encontrou retornos anormais positivos logo após o anúncio do evento.

Fonte: Kirchoff e Schiereck (2011, p. 26-27).

Visando entender se a fusão dos bancos melhora a sua rentabilidade, Muhammad (2011) estabeleceu um estudo dos efeitos da fusão sobre a rentabilidade do banco *Royal Bank of Scotland* (RBS), operação do Paquistão, e comparando os dados com os do *ABN AMRO Bank* antes da fusão havida, avaliando os índices de rentabilidade, de liquidez, valor de mercado, financeiros, por se mostrarem, na visão do pesquisador, mais confiáveis e eficientes para verificar a rentabilidade das empresas. Como resultados foram identificados que, em termos de liquidez, o banco estava em melhores condições antes da fusão, pois todos os índices médios foram melhores antes da fusão dos bancos. O mesmo ocorreu com os índices de rentabilidade, de retorno sobre o capital investido, e também com o

valor de mercado das ações. O único indicador que se mostrou positivo após a fusão foi o que se relaciona com a solvência a longo prazo, pois em termos da capacidade do banco pagar dívidas de longo prazo, a situação do RBS melhorou, significando que o banco, neste aspecto, melhorou após fusão.

O estudo conclui que do ponto de vista de um investidor, os achados são suficientes para descobrir que a operação não melhorou o desempenho do banco do ponto de vista de rentabilidade e de valor para o investidor, revelando-se, na verdade, como um caso de fracasso na história bancária daquele país. (MUHAMMAD, 2011). Há que se considerar o fator histórico ocorrido neste período, onde a crise financeira de 2008, que se alastrou pelo mundo, pode ter influenciado os dados de desempenho destas operações, no entanto, estes fatores não foram considerados pelo pesquisador.

Considerando a importância dos processos de F&A no cotidiano do mercado corporativo, que resulta tanto em simples mudanças de controle quanto em grandes e radicais transformações corporativas e no ambiente onde atuam tais empresas, Nardi (2012) estudou as F&A sob o ponto de vista da criação de valor influenciada pelo sentimento do mercado, definindo como questão básica de sua pesquisa a busca pelo esclarecimento sobre o sentimento do mercado no momento imediato ao anúncio da transação.

O período analisado por Nardi (2012) abrangeu uma janela de onze anos (2001 a 2011), com empresas listadas, totalizando uma amostra final de 346 eventos, separados em dois grupos, uma completa e outra apenas com 113 eventos sem nenhuma sobreposição de eventos. Em seguida foram calculados o retorno anormal e o esperado daquelas ações numa janela dividida em três, sendo a primeira a janela de estimação, a segunda o dia do evento, e a última a janela pós evento. Os dados foram comparados estatisticamente com análises de regressão e análises econométricas, e para o sentimento de mercado utilizou-se um conjunto de indicadores, envolvendo a confiança, de expectativa, de retorno do mercado, utilização da capacidade instalada e de atividade econômica.

O estudo revelou que a criação de valor na amostra de F&A estudada é positiva e não nula, e ainda, que os impactos observados nas empresas adquirentes foi de 0,6% no dia do anúncio e nos dias seguintes de 1% confrontando outros estudos cujos resultados mostravam uma negatividade ou nulidade na criação de

valor. Com isto o autor afirma que se não houvesse criação valor não faria sentido seguir em frente com uma transação, pois os acionistas não permitiriam tal curso de ação se não lhes favorecesse, ou seja, se não aumentasse o valor das suas empresas. Quanto ao sentimento de mercado, sugeriu que existe uma correlação com a criação de valor apenas no grupo que continha alguma sobreposição de transações em momentos de mercado em alta e quase insignificante nos momentos de mercado em baixa. (NARDI, 2012).

Com o intuito de facilitar a visão, de forma objetiva e focada, preferiu-se efetuar uma tabulação dos estudos desta seção, com os principais dados e as variáveis utilizadas. Após este levantamento, foi mais fácil definir a metodologia a ser aplicada nesta pesquisa uma vez que possibilitou o conhecimento das técnicas empregadas nos principais estudos acerca do tema, e assim, deste conhecimento derivou-se o entendimento e em seguida a capacidade de escolha dos métodos mais adequados aplicáveis na pesquisa. Dado este panorama e ressaltada a importância deste levantamento teórico, apresenta-se por fim o Quadro 10:

QUADRO 10 – VARIÁVEIS RELACIONADAS COM A CRIAÇÃO DE VALOR

Revista Programa	Ano	Autor	Objetivo	Local	Variáveis
Mestrado USP	2005	Batistella, F.D.	Identificar se ocorriam retornos anormais nas ações das adquirentes e se maximizavam os ganhos	Brasil	Análise dos retornos anormais por meio das cotações das ações numa janela em torno do anúncio dos eventos, com tratamento estatístico com regressão linear, bem como o teste de significância dos retornos anormais
Review of Accounting & Finance	2005	Feroz, F.I.M. Raab, R.	Identificar se os graus de eficiência administrativa podiam ser influenciados pelos processos de F&A	EUA	Análise dos dados por meio do modelo <i>data envelopment analysis</i> (DEA), ROE, DuPont Method
RAUSP	2007	Patrocínio, M.R. Kayo, E.K. Kimura, H.	Analisar se empresas com diferentes níveis de intangibilidade apresentavam diferentes padrões de criação de valor depois do anúncio da F&A	Brasil	Apuração do EVA [®] e do MVA seguido da análise de Variância (ANOVA) do retorno anormal (CAR - <i>Cumulative Abnormal Return</i>) que foi obtido pela diferença do Retorno da Ação da Empresa Compradora (EAR) e o Retorno de Mercado Ajustado (MAR)
Doutorado USP	2007	Málaga, F.K.	Investigar se as motivações para as F&A se assentavam no objetivo de reduzir os riscos de suas carteiras de investimentos, e se as aquisições alteram o risco total, o sistêmico e o não sistêmico do retorno das ações	Brasil	Variáveis dependentes: retorno das ações em diferentes janelas de observação, índice de mercado, em 24 meses antes e 24 meses depois e regressão linear múltipla e estudo da variância das cotações. Variáveis independentes: participação acionária, grau de governança, tamanho relativo da empresa alvo, tipo de aquisição e alavancagem
CONTEXTUS	2007	Araújo, C.A.G. et al.	Evidenciar os retornos obtidos pelos bancos após passarem por transações de F&A	Brasil	Variáveis acerca do retorno dos ativos (ROA) e do retorno do patrimônio (ROE), com base nas demonstrações financeiras públicas pelos bancos adquirentes. Analisaram dados de 232 bancos entre 1995 e 2004

continua

continuação

Revista Programa	Ano	Autor	Objetivo	Local	Variáveis
RAUSP	2007	Camargos, M.A. Barbosa, F.V.	Analisar os retornos anormais em períodos próximos aos anúncios de F&A testando a hipótese de criação de valor e do mercado eficiente depois do anúncio da F&A	Brasil	Hipótese da criação de valor para os acionistas (HCVA) e a hipótese da eficiência de mercado (HEM). Foram utilizadas as cotações das ações, e o índice de retornos ajustados ao mercado (MAR) em momentos similares, numa janela de 60 dias, para identificar possíveis retornos anormais. Considerou as médias dos retornos comparadas por meio do Teste <i>t</i>
ANPCONT	2008	Costa Jr., J.V.	Investigar se o anúncio das F&A brasileiras gerou expectativas de maximização da riqueza, e explorar o elo existente entre as expectativas do mercado e o papel da contabilidade na validação dessas expectativas	Brasil	Preço das ações na janela diária de 96 pregões em torno do evento. Para as métricas operacionais usou-se o EBITDA correlacionando com o Fluxo de Caixa Operacional. O período abrangido foi de 2002 a 2006
RAUSP	2009	Kayo, E.K. Patrocínio, M.R. Martin, D.R.	Encontrar uma explicação alternativa para a criação ou destruição de valor nos eventos de F&A, por meio do estudo da influência da intangibilidade e do papel moderador do endividamento	Brasil	A janela de estimação de 180 dias, que começa 210 dias antes do anúncio da aquisição e termina 31 dias antes dele, e o retorno anormal calculado pela diferença entre o retorno observado da ação e o retorno normal esperado. Utilizaram o CAR e os testes de estatística descritiva, Teste <i>t</i> , VIF, estatística <i>F</i> e <i>Q</i> de Tobin
RBEE	2009	Li, J.T.S. Lucinda, C.R.	Contribuir para o debate sobre a operação de fusão da Oi e BrTelecom e analisar seus potenciais efeitos anticompetitivos	Brasil	Cotação das ações para identificar os retornos anormais, comparados com as cotações de mercado, Test <i>t</i> e com o índice Dow Jones e variáveis <i>dummy</i> . Numa janela de estimação de 252 em torno do evento

continua

continuação

Revista Programa	Ano	Autor	Objetivo	Local	Variáveis
RAE	2009	Camargos, M.A. Barbosa, F.V.	Verificar se os processos de F&A de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas, identificar a existência de correlação entre três medidas utilizadas de criação de valor	Brasil	Variáveis da criação de valor: Q de Tobin (QT), Valor de Mercado / Valor Patrimonial (VM/VP) e Valor da Firma (FV). Variáveis de sinergias operacionais: Margem EBIT, EBITDA, Geração Bruta de Caixa e o Crescimento das Vendas Brutas. Tratamento estatístico: <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> e o <i>Rank Test</i> (Teste do Sinal) e o Coeficiente de Correção de Pearson (r)
Management Research News	2009	Kummar, R.	Identificar o desempenho operacional das empresas adquirentes, não financeiras, após os eventos de F&A	Índia	As variáveis consideradas foram o giro dos ativos, ROE e ROA e capacidade de solvência. Foram apuradas as médias posteriores e comparadas com as médias anteriores a F&A
Employ Respons. Rights J.	2010	Chaison, G.	Porque algumas F&A não são bem sucedidas e outras atingem o sucesso esperado? Esta pergunta é discutida no contexto do comportamento das organizações	EUA	Debate teórico sobre as várias ocorrências comportamentais (corporativas e pessoais) durante as transações de F&A
IUP Journal of Applied Finance	2010	Singh, F. Mogla, M.	Analisar as mudanças de rentabilidade nas empresas que passaram por processos de F&A	Índia	Variáveis contábeis para apurar a rentabilidade em períodos anteriores e posteriores à F&A, comprando dois grupos de empresas, um com lucratividade e outra com prejuízos acumulados

continua

conclusão

Revista Programa	Ano	Autor	Objetivo	Local	Variáveis
Mestrado USP	2010	Castro, D.M.F.	Avaliar processos de F&A, adotados como estratégia de crescimento, identificar a criação ou não de valor e entender os reais motivadores das F&A	Brasil	Variáveis quantitativas: valor de mercado, valor patrimonial, EVA [®] , faturamento, lucratividade, investimentos, retornos, EBTIDA, ROE, ROA, EBIT - todos comparados antes e depois. Variáveis qualitativas obtidas por entrevistas nas empresas (Itaú Unibanco e Brasil Foods), buscaram informações sobre os tipos de F&A, os motivos, as sinergias, integração e cultura
IUP Journal of Business Strategy	2011	Kirchhoff, M. Schiereck, D.	Identificar o comportamento dos preços das ações e quais os fatores que poderiam influenciar as variações e reflexos na riqueza dos acionistas	16 países	Retornos anormais das ações, calculados com as variáveis CAR - <i>Cumulative Abnormal Return</i> , CER – <i>Combined Entity Return</i> , e análise multivariada com variáveis de desempenho operacional e de retorno dos investimentos
International Journal of Business and Social Science	2011	Muhammad, U.K.	Identificar se a transação entre <i>Royal Bank of Scotland</i> e o <i>ABN Amro Bank</i> melhorou o desempenho e rentabilidade	Paquistão	Variáveis de desempenho, rentabilidade, liquidez e valor de mercado (cotação das ações) em períodos anteriores e posteriores ao evento da F&A
Mestrado USP	2012	Nardi, R.Y.S.	Analisar se o sentimento de mercado quando do anúncio da operação influencia na criação de valor em processos de F&A para os acionistas das adquirentes. Sentimentos de mercado: mercado em alta, em baixa e neutro/normal	Brasil	Variáveis comportamentais de mercado, como preços das ações, índice de mercado, receita, endividamento, valor de mercado e valor contábil da adquirente. Com base nas cotações apurou-se o retorno esperado da ação para entender a questão de retornos anormais e os índices de sentimento de mercado, indicadores como a confiança, expectativa, capacidade instalada e atividade econômica

Fonte: do Autor

Após esta análise acerca da teoria e dos estudos voltados para a as F&A e para a criação de valor, realizada neste capítulo, com destaque para o Quadro 10 onde foi feita a síntese dos estudos ligados à criação de valor, com a identificação dos seus objetivos, dos métodos aplicados e das variáveis que foram utilizadas, pode-se definir como variáveis de interesse deste estudo o Q de Tobin e o EVA[®]. Estas duas variáveis, juntamente com a estrutura metodológica da pesquisa, são explicadas detalhadamente no Capítulo 3.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este capítulo destina-se a descrever a estrutura metodológica da pesquisa que norteou os trabalhos de seleção, coleta, tratamento e discussão dos dados e resultados. Inicialmente são descritas as características da pesquisa, seguidas da identificação do campo de estudo, do detalhamento das variáveis de controle das variáveis da pesquisa, encerrando-se com as explicações e definições sobre a coleta dos dados e as limitações que esta tarefa apresenta.

3.1 CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA

A pesquisa possui características de uma com objetivos descritivos, abordagem quantitativa, com procedimentos classificados como *ex post facto* porque busca descrever os fenômenos ocorridos após o evento de fusões e aquisições onde os resultados destes eventos tornam-se o conjunto de dados mais importantes para o tratamento que será dado pelo estudo.

QUADRO 11 – CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA

Característica	Classificação	Explicação	Autor
Objetivos	Descritivo	Busca descrever as situações e como o fenômeno se manifesta, e ainda as características de determinada população ou fenômeno estudando a associação entre determinadas variáveis.	Silva e Menezes (2005) Gil (2008)
Procedimento	<i>Ex post facto (a partir do fato passado)</i>	Verifica a ocorrência de variações na variável dependente no curso natural dos acontecimentos, identificando as situações que se desenvolveram naturalmente após determinado fato. Assim, considerando os eventos ocorridos, busca compreender e depois descrever os efeitos após o evento.	Silva e Menezes (2005) Gil (2008)
Abordagem	Quantitativa	Considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las. Requer o uso de recursos e de técnicas estatísticas e matemáticas mais complexas.	Silva e Menezes (2005)

Fonte: Adaptado de Silva e Menezes (2005)

Quanto ao levantamento bibliográfico, intrínseco a toda pesquisa científica, foi feita vasta busca na bibliografia relacionada ao tema para a composição do Capítulo 2, tornando possível o entendimento e a confrontação dos resultados com a teoria existente.

3.2 CAMPO DE ESTUDO

O campo de estudo se liga diretamente à ideia de identificação do ambiente onde a pesquisa ocorreu, onde de fato os fenômenos foram selecionados para o estudo, e para selecioná-los utilizaram-se as definições prévias deste ambiente e do que se pretendia identificar e coletar. Partindo-se dos objetivos pretendidos, a pesquisa teve como campo de estudo as empresas listadas na BM&FBOVESPA, que tiveram transações de F&A no período de 2000 até 2010.

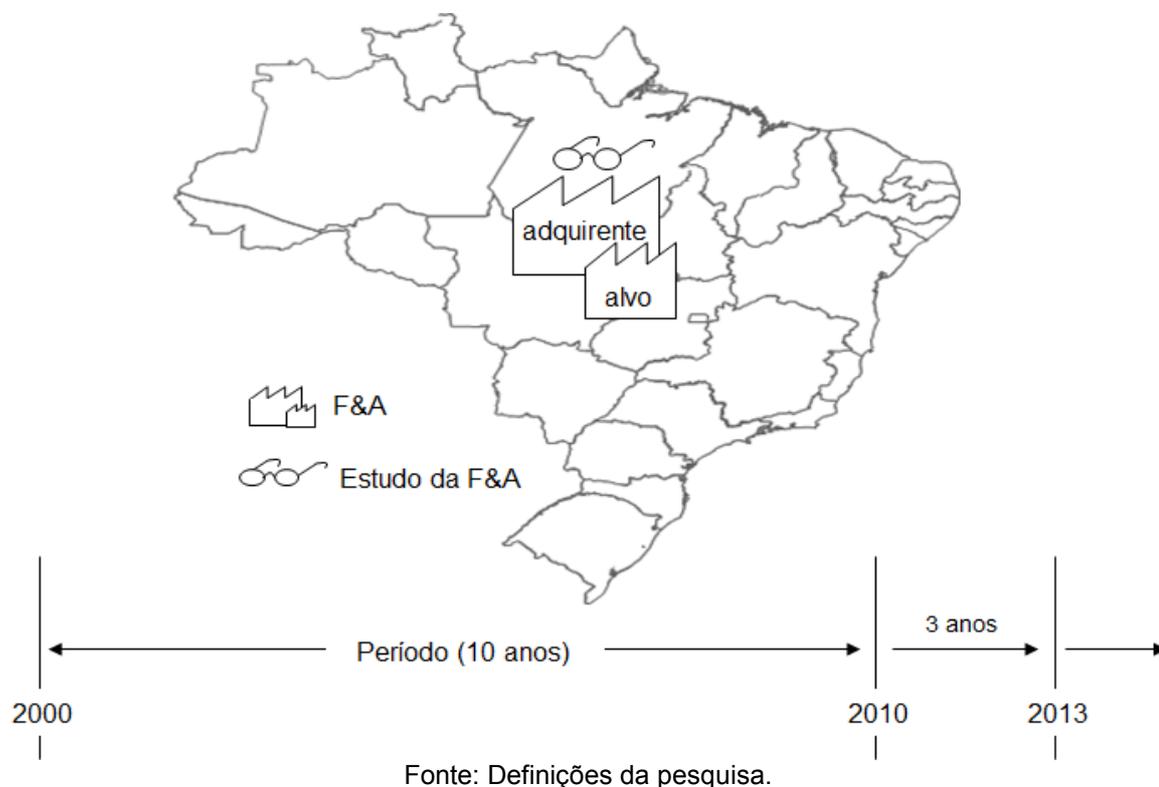
A identificação do campo de estudo partiu de duas fontes de dados, sendo a primeira do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e a segunda da BM&FBOVESPA. O CADE disponibilizou para a pesquisa um banco de dados com os julgamentos acerca do tema Atos de Concentração de Controle realizados no período de 2000 até 2010. Quanto a BM&FBOVESPA, foi localizada uma lista diretamente no website da bolsa, com empresas que tiveram seu registro cancelado entre o período de 2000 até 2010, e desta base foram selecionadas aquelas cujo registro foi cancelado devido a incorporação e concentração de controle por outra empresa.

Adicionalmente, informações de outras fontes foram utilizadas a fim de identificar a ocorrência dos eventos de F&A, sendo que destas fontes destacaram-se as comunicações oficiais das empresas com o mercado (anúncio da transação) e os estudos das consultorias *PricewaterhouseCoopers*, *Deloitte Touche Tohmatsu* e *KPMG*.

Assim, a partir das duas listagens, do CADE e da BM&FBOVESPA pode-se identificar as empresas que passaram por processos de F&A, sendo que a partir daí aplicaram-se os critérios de seleção dos eventos apropriados ao estudo e a coleta de dados, que será explicado por meio das Figuras 4 e 5 e na seção 3.4 deste capítulo.

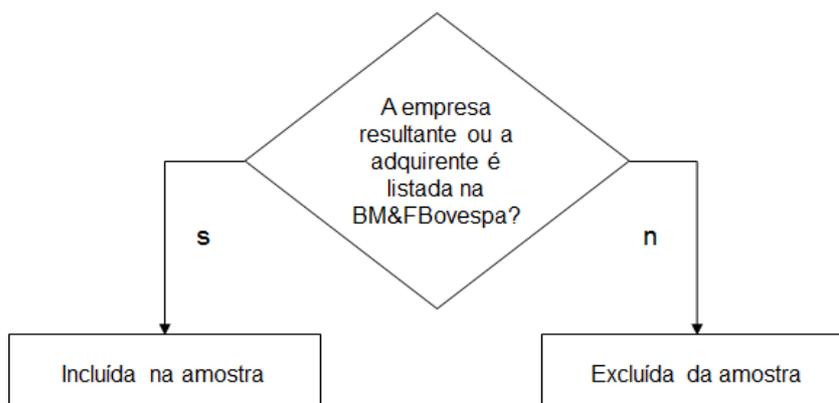
A Figura 4, demonstrada abaixo, visa facilitar o entendimento do período de estudo aplicado nesta pesquisa:

FIGURA 4 - PERÍODO DE ESTUDO



Para dar a relevância adequada à pesquisa e permitir a viabilidade da coleta de dados, foi necessário identificar os processos de F&A que fossem viáveis para a pesquisa do ponto de vista de acessibilidade dos dados das empresas envolvidas. Desta forma foi criado um critério de seleção para que a transação integrasse a amostra, e este critério relacionou-se com a disponibilidade dos dados financeiros, e após identificar as empresas e as transações de F&A havidas no período definido como janela de operações (2000 até 2010), em seguida deu-se a inclusão ou exclusão da F&A, da seguinte forma:

FIGURA 5 - CRITÉRIO DE DISPONIBILIDADE DE DADOS PARA INCLUSÃO OU EXCLUSÃO NA AMOSTRA



Fonte: Definições da pesquisa.

3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA

De acordo com o que foi mostrado na conceituação dada nas seções anteriores deste capítulo, com abordagens dadas quando se identificou estudos acerca da criação de valor e com base neles identificaram-se as variáveis que seriam utilizadas nesta pesquisa, dividindo-as em dois grupos: a) o grupo das variáveis de interesse e b) o grupo das variáveis de controle. A escolha destas variáveis baseou-se nos estudos dos autores que estão informados no Quadro 12. A seguir, pode-se entender melhor esta separação, conhecendo as variáveis, sua operacionalização e daí a discussão que elas permitirão.

3.3.1 VARIÁVEIS DE INTERESSE

Com base na análise da literatura sobre o tema, realizada no Capítulo 2, foram escolhidas como proxies do valor par ao acionista, as variáveis Q de Tobin e o EVA[®], classificando-as como variáveis de interesse por constituírem os principais indicadores do valor, cujos detalhes podem ser vistos no Quadro 12:

QUADRO 12 - VARIÁVEIS DE INTERESSE

	Variáveis	Fórmula	Significado	Autores
VALOR PARA O ACIONISTA	Q de Tobin (Simplificado)	$Q = \frac{VMA + D}{AT}$	Relaciona o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos	Tobin e Brainard (1968); Chung e Pruitt (1994); Schin e Stulz (2000); Famá e Barros (2000); Camargos e Barbosa (2009)
VALOR PARA O ACIONISTA	EVA® Economic Value Added	$EVA^{\circledR} = (RROI - WACC) \times INV$	Demonstra a criação ou destruição de valor considerando o custo de oportunidade de investimento do capital	Stewart (1999); Rappaport (2001); Copeland, Koller e Murrin (2002); Young E O'byrne (2003); Patrocínio, M.R.; Kayo, E.K. e Kimura, H. (2007); Assaf Neto, A.; Lima, F.G.; Araújo, A.M.P. (2008); Arzac, (2007); Damodaran (2010); Assaf Neto, A. (2010); Castro, D.M.F. (2010)

Fonte: do autor

Onde:

- VMA = Valor de mercado das ações negociadas na bolsa
- D = Valor contábil das dívidas a curto prazo menos os ativos circulantes mais líquidos somadas ao valor contábil das dívidas a longo prazo, dado pela fórmula:

$$D = VCPC - VCAC + VCE + VCDLP$$

Onde:

- VCPC = Valor contábil do passivo circulante
- VCAC = Valor contábil do ativo circulante

VCE = Valor contábil dos estoques
 CVDLP = Valor contábil das dívidas a longo prazo

- AT = Ativo total avaliado pelo valor contábil da firma
- RROI = (*Residual Return on Investment*) Retorno sobre o investimento formado pelo produto do giro do investimento e margem operacional:

$$\text{RROI} = \left(\frac{\text{Vendas}}{\text{Total de ativos}} \right) \times \left(\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}} \right) \times 100$$

- WACC = (*Weighted Average Capital Cost*) Custo médio ponderado de capital:

$$\text{WACC} = K_e \times \left(\frac{\text{PL}}{\text{PL} + \text{D}} \right) + K_d (1 - a) \times \left(\frac{\text{D}}{\text{PL} + \text{D}} \right)$$

Onde:

K_e = Custo do PL (custo de oportunidade do acionista)

$$K_e = K_f + \beta \times (E[\text{Rm}] - R_f) \times 100$$

R_f = Retorno do ativo livre de risco

β = Coeficiente beta da empresa, calculado pela covariância e pelo desvio padrão da oscilação da ação da empresa e do setor:

$$\beta = \frac{\text{Covar}[\text{OscAção}, \text{OscInd}]}{\text{Dvp}^2[\text{OscInd}]}$$

β_{alav} = Coeficiente beta alavancado da empresa, calculado pela participação dos capitais de terceiros e próprio, livres dos impostos:

$$\beta_{alav} = \beta \times \left[1 + \left(\frac{\text{Part. Cap. Terc.}}{\text{Partic. Cap. Próprio}} \right) \times (1 - a) \right]$$

$E[R_m]$ = Retorno esperado da carteira de mercado

D = Dívidas (capital de terceiros)

PL = Capital próprio

K_d = Custo da dívida com terceiros (passivo oneroso)

$$K_d = \left(\frac{\text{Despesas Financeiras}}{\text{Emprést. + Financ.}} \right) \times 100$$

$$K_{d_{lq}} = \left(\frac{\text{Despesas Financeiras}}{\text{Emprést. + Financ.}} \right) \times (1 - a) \times 100$$

a = Alíquota do imposto de renda

- INV = Total de recursos próprios e de terceiros aplicados no negócio

A fim de aumentar o entendimento e a consolidação destas variáveis como adequadas e aplicáveis à pesquisa, necessário se faz dar maiores explicações de cada uma delas, começando pelo Q de Tobin.

O Q de Tobin foi desenvolvido inicialmente por Tobin e Brainard em 1968 e um ano depois foi ajustado por Tobin, criando o quociente que viria a ser conhecido pelo nome do seu principal criador, e de acordo com Famá e Barros (2000), consolidou-se como “uma variável de utilidade em diferentes aplicações em pesquisas nas áreas de economia e finanças”. A versão original fazia a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos, assim, apresentando a razão entre dois valores atribuídos ao mesmo conjunto de ativos.

Com o passar do tempo, a fim de simplificar a fórmula de cálculo sem prejuízos nos resultados, diversos autores apresentaram versões modificadas do Q de Tobin, passando por variações que foram consideradas facilitadoras para a apuração sem alteração significativa nos resultados. As versões mais simples foram

apresentadas por Chung e Pruitt (1994) e depois por Shin e Stulz (2000), que encerrou o debate até então. O modelo escolhido para este estudo foi aquele desenvolvido, aproximado simplificado, por Chung e Pruitt, trazendo para a fórmula o valor de mercado da empresa (VMA) somando-se a ele o valor contábil das dívidas (D) a curto prazo menos os ativos circulantes mais líquidos, somadas ao valor contábil das dívidas a longo prazo, cuja apuração reduz constituindo-se tal soma no dividendo. Em seguida traz o valor do ativo total (AT) que passa a ser o divisor, e o quociente é o Q de Tobin. A literatura acabou denominando esta fórmula de aproximada simplificada, e aqui passa a ser chamada de Q de Tobin simplificado. (FAMÁ; BARROS, 2000).

O Q de Tobin vem sendo utilizado em pesquisas empíricas e teóricas há mais de 40 anos, servindo como revelador dos reflexos do mercado e da influência das políticas de estrutura de capital, de dividendos e do poder de monopólio das firmas, sendo que a riqueza nas suas interpretações e implicações testáveis confirma o sucesso que este índice tem alcançado nas pesquisas ao longo do tempo. (FAMÁ; BARROS, 2000).

Tecnicamente, quanto o Q de Tobin > 1 tem-se que as empresas terão incentivos para continuar investindo porque o capital investido excederá seu custo, da mesma forma, na visão do investidor, este terá incentivos para continuar acreditando no potencial criador de valor da empresa e por isto estimula-se a manter seu investimento ou mesmo aumenta-lo, pois teoricamente considera-se que o custo de reposição é superado pela criação de valor daquele capital investido, contrariamente, quando o Q de Tobin < 1 a empresa ou os investidores não têm incentivos para continuar investindo. (FAMÁ e BARROS, 2000).

Segundo Assaf Neto (2010) o Q de Tobin pode ser usado em conjunto com o EVA[®] para a comparação de desempenho das empresas, uma vez que ambos consideram a criação de riqueza, podendo ser comparados ao longo de um determinado tempo, para fins evolutivos. O Q de Tobin compara a relação entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição dos seus ativos revelando o potencial de valorização da empresa, a riqueza agregada pelo mercado como entendimento das suas decisões administrativas.

O EVA[®] tem por sua natureza a preocupação com valor para os acionistas, medindo a agregação de riqueza ao patrimônio dos investidores,

independentemente de outras medidas de desempenho, especialmente da geração de lucros. Ao considerar o potencial de criação ou agregação de valor, o EVA[®] possibilita a identificação do valor econômico, que se for superior ao custo de oportunidade que o capital teria se fosse aplicado em outro lugar, revelará a criação de valor econômico, sendo calculado sempre em relação a uma unidade de tempo.

O EVA[®] é uma medida de criação de valor identificado no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros e seu cálculo exige algumas adaptações nos demonstrativos de resultados, procurando, evidenciar sua parte operacional legítima, a segmentação dos efeitos do imposto de renda e dos benefícios fiscais do uso de capital de terceiros. Em suma, pode ser entendido como o resultado operacional que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital e indica se a empresa está criando ou destruindo valor por meio da prática de suas decisões administrativas. (ASSAF NETO, 2010).

O cálculo do EVA[®] exige o conhecimento de algumas variáveis específicas, compostas de um conjunto de informações encontradas nas demonstrações financeiras, mas que necessitam ajustes para a sua operacionalização. Uma delas é o conhecimento do custo total do capital, que é determinado pelo custo de cada uma das fontes de financiamento da empresa (próprio e de terceiros), ponderado pelo volume de participação do respectivo capital no total de investimentos realizados na empresa, assim, representa na verdade, o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no negócio. (ASSAF NETO, 2010).

A considerar que as medidas financeiras tradicionais de lucro e rentabilidade não possibilitam a identificação de criação ou destruição de valor, o EVA[®] traz, entre outras contribuições relevantes, a associação do custo de oportunidade do capital ao investimento realizado, desta forma, mostrando a real eficácia das decisões da administração da empresa. Segundo Assaf Neto (2010, p. 161) “empresas que convivem com uma gestão baseada no valor têm uma visão mais direcionada à concepção dos negócios, à continuidade do empreendimento e ao objetivo de maximização da riqueza de seus acionistas”.

Outros métodos para avaliar o valor da empresa poderiam ser utilizados a fim de atender às necessidades deste estudo, mesmo com suas limitações como

todos os métodos os tem. Identificam-se assim as alternativas de avaliação da criação de valor: Modelo de Fleuriet (análise dinâmica com base no capital de giro); Lucro por ação (LPA); Índice preço/lucro (P/L); Distribuição de Dividendos; Fluxo de Caixa Descontado (FCD); Valor Contábil do PL e o Valor Contábil dos Ativos Ajustado; Retornos Médios das Ações; Índices de Desempenho, de Atividade e de Rentabilidade; etc.

No entanto, seguindo os estudos que serviram de orientadores para esta pesquisa, identificou-se que houve preferência para a utilização dos métodos Q de Tobin e do EVA[®] quando o estudo se voltava para a criação de valor, por isto, optou-se por utilizá-los, elegendo-os como principais variáveis, ou seja, as de interesse do estudo.

3.3.2 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Para possibilitar uma melhor interpretação dos efeitos das operações de F&A estudadas, elegeram-se outras variáveis, denominadas de variáveis de controle, que poderão complementar o entendimento e trazer explicações adicionais para os fenômenos. Os estudos anteriores, Málaga (2007), Patrocínio, Kayo e Kimura (2007), Camargos e Barbosa (2003, 2007, 2009), Araújo et al. (2007), Singh e Mogla (2010), Castro (2010), Nardi (2012), usaram um misto de variáveis de controles e de interesse, e para este estudo selecionou-se um conjunto de indicadores por se mostrarem interessantes ao estudo. Em alguns casos a comparabilidade dos resultados pode revelar fatores ocultos, não percebidos ou percebidos apenas pelo mercado, revelando que certos indicadores podem guardar relação com o evento e com os retornos anormais das ações. Estas variáveis de controle estão demonstradas no Quadro 13, onde se pode constatar todas as informações relevantes quanto a elas.

QUADRO 13 - VARIÁVEIS DE CONTROLE

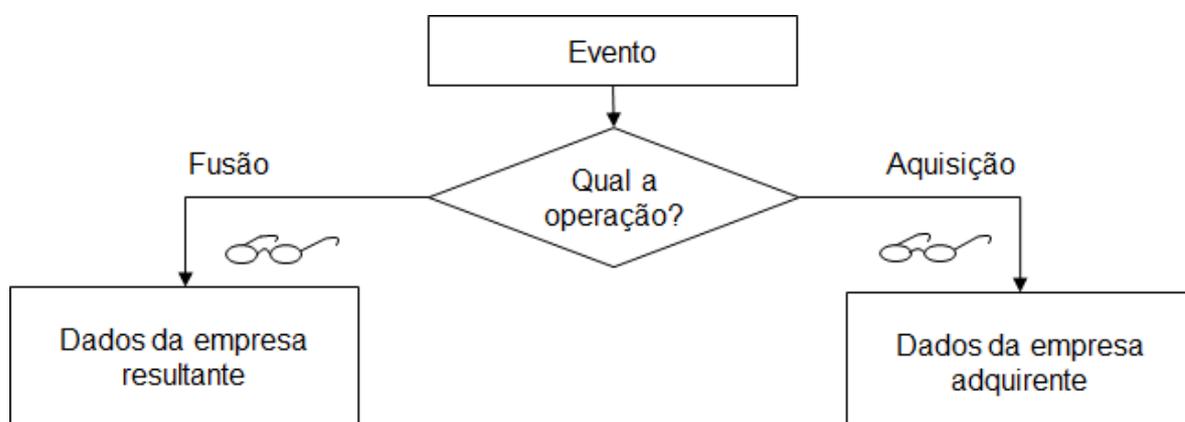
Variável	Descrição	Métrica ou Escala	Fonte da informação	Autores
Valor da transação (F&A)	Classifica a transação de acordo com a relevância do valor envolvido na transação. O valor da transação pode influenciar no resultado tornando-se um dos fatores de sucesso, inclusive pode chamar a atenção do mercado quanto mais vultosa for a operação	Faixas de valores (R\$): $F_1 \leq 100M$ $F_2 > 100M \leq 500M$ $F_3 > 500M$	Anúncio oficial da transação	Batistella (2005); Araújo et al. (2007); Kummar (2009)
Tipo de transação (F&A)	Demonstra a classificação da F&A de acordo com a teoria aplicada ao tipo de transação. O tipo da transação pode influenciar na sensibilidade do mercado quando este analisa os facilitadores e complicadores à frente da nova empresa, e isto pode ser considerado na expectativa de criação de valor por parte dos investidores	Tipos de transação: $Tp_1 = \text{Horizontal}$ $Tp_2 = \text{Vertical}$ $Tp_3 = \text{Conglomerado}$	Anúncio oficial da transação	Kloeckner (1994); Batistella (2005); Castro (2010)
Sobreposição de F&A	Demonstra a existência de sobreposição de F&A no campo de estudo para determinada empresa. Nos casos de sobreposição de eventos, ocorridos no período de estudos, pode haver um comportamento diferente influenciado por resultados de transação anterior, pela experiência da empresa nestas transações e experiência dos investidores com estes eventos	<i>Dummy</i> assume o valor 1 para os casos de existência de sobreposição de F&A	Divulgação da própria empresa via anúncios oficiais ao mercado ou em estudos especializados das empresas de consultoria no Brasil	Málaga (2007), Camargos e Barbosa (2007; 2009); Costa Jr. (2008); Nardi (2012)
Setor	Setor de atuação da empresa adquirente ou da empresa resultante da fusão. De forma complementar, o ramo de atividade pode ter influenciado no sentimento do mercado ou no estímulo às F&A, assim, identificar tal variável pode trazer explicações a respeito das transações e seus resultados	Assume o nome do setor numa escala \underline{n} de acordo com a coleta de dados	De acordo com a atividade predominante	Batistella (2005); Araújo et al. (2007); Li e Lucinda (2009); Kummar (2009); Kirchhoff e Schiereck (2011); Muhammad (2011)

Fonte: do autor

3.4 COLETA DE DADOS

A origem dos dados foram as empresas envolvidas na transação, seja a adquirente ou a empresa que resultou da transação. Assim, nos casos de a operação tenha sido uma fusão, os dados que foram analisados são aqueles constantes no histórico da empresa resultante da fusão. Quando a operação foi uma aquisição, os dados que foram analisados são os da empresa adquirente. Assim, ao identificar a transação de F&A, há que se ter a clareza se foi uma fusão ou uma aquisição e daí identificar com segurança onde serão coletados os dados.

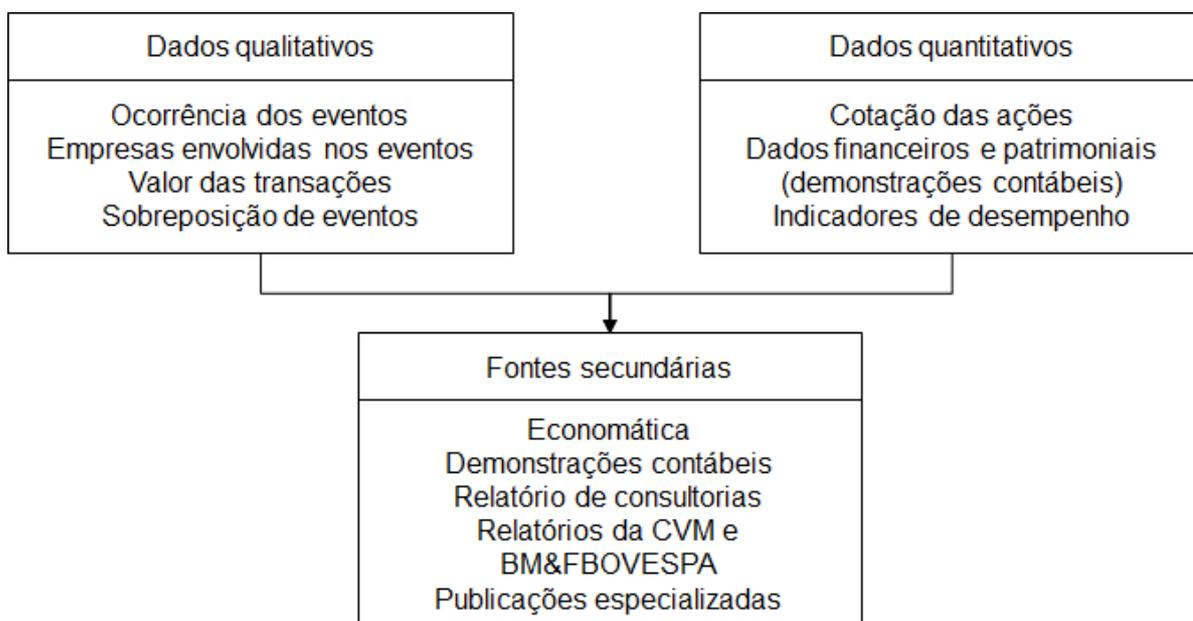
FIGURA 6 - DEFINIÇÃO DA ORIGEM DOS DADOS



Fonte: do autor.

Os dados quantitativos desta pesquisa foram coletados diretamente de fontes secundárias, pois de acordo com a natureza das variáveis definiu-se que as informações deveriam ser levantadas e coletadas diretamente da base de dados da Economatica, por sua vez, oriundas das demonstrações financeiras das empresas cujas F&A foram selecionadas e da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Em seguida pode-se demonstrar graficamente a estrutura das fontes dos dados considerados nesta pesquisa, bem como sua classificação quanto aos seus tipos:

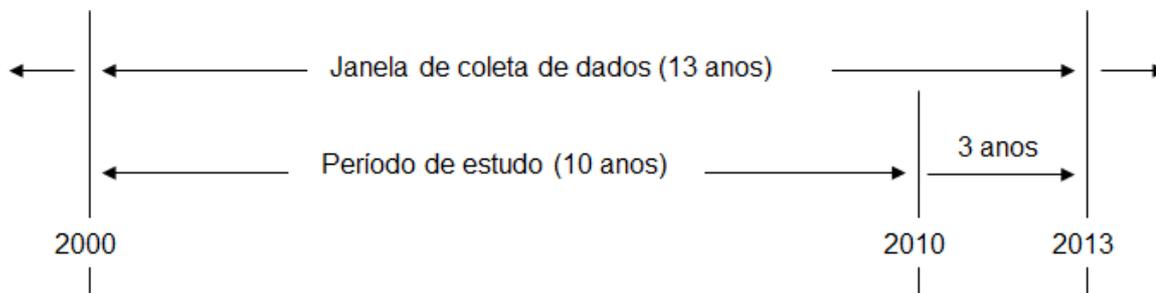
FIGURA 7 - RELAÇÃO ENTRE AS FONTES E OS TIPOS DOS DADOS



Fonte: do autor.

A coleta dos dados foi definida de forma a atender as necessidades do estudo, e para isto buscou abranger o período de estabilidade econômico do país, iniciando-se em 2000 logo após o início da consolidação do plano Real. O cuidado de não regressar além deste ano foi tomado para evitar os períodos inflacionários e turbulências econômicas que poderiam trazer algum viés para a comparabilidade dos dados. O último período considerado foi o ano de 2013 (três anos posteriores ao período de estudo), por ser o último exercício completo, com dados contábeis e publicações. Outra definição dada aqui é o período de janela dos dados de cada operação, ou seja, para cada operação ocorrida, os dados posteriores à operação de F&A tiveram que ser coletados das fontes secundárias, num período de três anos depois do anúncio da F&A. O período de três anos foi definido seguindo as orientações de estudos que buscaram intervalos de tempo suficientes para atestar a criação ou não de valor em função da evolução na linha do tempo, por isto não poderia ser muito curto tal lapso temporal. Desta forma, o período de estudo contém 10 anos (de 2000 até 2010) e a janela de coleta de dados contém 13 anos (de 2000 até 2013) conforme pode ser visualizado na Figura 8 abaixo:

FIGURA 8 - PERÍODO DE COLETA DOS DADOS



Fonte: do autor.

3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A versão simplificada do Q de Tobin, de Chung e Pruitt, facilitou a apuração dos resultados porque eliminou a complexidade, que por si era uma das limitações. Outra limitação bastante presente nas utilizações deste índice é a volatilidade do mercado quando influenciado por fatores exógenos, como mudanças na economia mundial, decisões políticas, mudanças tecnológicas, etc. Por isto, tais limitações devem ser vistas com cautela para não levar à uma interpretação equivocada e os fatores externos devem ser avaliados quanto a relevância e influência no índice e consequentemente nas interpretações. O valor de mercado da empresa segue as reações do próprio sentimento do mercado refletido nos retornos das ações, e quando se busca interpretar eventos ligados à este sentimento resta apartar os dados que sofreram alguma influência exógena, mesmo sendo difícil tal identificação. Quanto aos valores contábeis das dívidas e do ativo total, podem sofrer interferência intencional da administração, por diversos motivos, revelando-se também como uma limitação deste índice. Uma das formas de mitigar tal limitação é a apuração do Q de Tobin num espaço temporal que possa revelar tais estratégias e daí tirar as interpretações mais adequadas, inclusive compreendendo a política de endividamento da empresa e seus reflexos neste indicador.

Considerando as limitações das variáveis e as formas de mitigação das mesmas, encontra-se guardada suficientemente capaz de viabilizar a utilização das variáveis EVA[®] e Q de Tobin, e por fim, viabilizar a pesquisa como um todo.

Outras limitações existentes estão relacionadas à amostra. Mesmo tendo sido definidos os critérios para inclusão ou exclusão da amostra de acordo com a

disponibilidade de dados (já explicado na seção 3.2 deste capítulo), outros fatores e motivos podem excluir algum evento, como por exemplo, elevada frequência de mudanças estratégicas (como ramo de atividade, descobertas tecnológicas internas ou externas, etc.), e elevada repetição de transações, aqui definida como sendo elevada a existência de mais de duas F&A no período de estudo.

Pode-se entender desde já que outros fatores ou acontecimentos podem influenciar os retornos das ações, fatores esses aqui chamados de Fatos Relevantes, melhor entendidos como algum fato interno ou externo à empresa que pode causar impactos positivos ou negativos à operação da empresa e daí serem interpretados pelo mercado de uma forma positiva ou negativa. Independentemente de ser positiva ou negativa tal interpretação, estes fatos podem alterar as cotações das ações e suplantam a influência dos eventos em estudo (F&A), podendo levar a pesquisa à interpretações equivocadas.

Assim, quando do levantamento dos dados há que atentar se houve algum fato relevante que poderia causar tal efeito e se houver, a empresa ou grupo de empresas em questão deve ser apartado e receber uma avaliação focada a fim de garantir se há algum viés suficientemente capaz de prejudicar a interpretação do evento F&A, e caso isto ocorra, a operação ou o conjunto de operações de F&A deverá ser excluída da amostra ou analisado apartadamente se for importante para a pesquisa. Como fatos relevantes pode-se prever as mudanças políticas drásticas, crises mundiais, descobertas tecnológicas, regulação ou desregulação do setor, oferta hostil ocorrida contra a empresa, etc.

Feitas estas considerações acerca das variáveis, sua ligação com a pesquisa e suas limitações, pode-se entender que a utilização do EVA[®] e do Q de Tobin como variáveis de interesse está ligada intimamente com os objetivos da pesquisa e devidamente fundamentada nos estudos anteriores que serviram de orientadores desta pesquisa. Desta forma, dá-se a justificativa para a utilização destas variáveis encerrando na assertiva de que a natureza e os objetivos desta pesquisa se encaixam adequadamente ao que se propõem mostrar por meio do EVA[®] e do Q de Tobin.

3.6 TRATAMENTO DOS DADOS

Dando sequência aos procedimentos da pesquisa e em complemento ao processo de coleta dos dados, teve-se a seguinte sequência operacional:

1. Identificação das transações de F&A;
2. Coleta de dados acerca das transações como data do anúncio, valor da transação, empresas envolvidas, tipo de transação, sobreposição de F&A;
3. Seleção das transações de acordo com os critérios de inclusão e exclusão na amostra;
4. Coleta dos dados no banco de dados da Economática.

Estas quatro fases ocorreram entre os meses de outubro de 2013 à janeiro de 2014. Após a coleta dos dados, iniciou-se o tratamento das informações com a utilização do software Excel onde se produziram as planilhas eletrônicas contendo os dados por cada tipo de informação que era componente das fórmulas para se chegar às variáveis da pesquisa.

Foram coletados dados das empresas listadas na BM&BOVESPA, com papéis ativos e também cancelados, para o período de coleta, de janeiro de 2000 até dezembro de 2013. Somaram-se 689 empresas ao longo deste período. A decisão de coletar dados de todas as empresas partiu do pressuposto de que poderia servir de comparativo com os dados das empresas selecionadas na amostra, o que se mostrou bastante útil no decorrer da pesquisa.

Assim, foram coletados os seguintes dados:

QUADRO 14 – INFORMAÇÕES COLETADAS

Informação ou Categoria	Informação ou componente da fórmula	Objetivo da coleta da informação
Dados cadastrais	Nome da empresa País sede Nome da bolsa Tipo de ativo Setor (classificação NAICS) ⁵ Setor Economática Ativo ou Cancelado	Identificação da empresa e suas características no mercado

continua

⁵ NAICS = Setor, nível 2, de acordo com a classificação americana (EUA), que possui três níveis, sendo o nível 2 suficiente para a classificação cadastral nesta pesquisa.

conclusão

Informação ou Categoria	Informação ou componente da fórmula	Objetivo da coleta da informação
Q de Tobin	VMA – Valor de mercado das ações AT – Ativo total AC – Ativo circulante E – Estoques PC – Passivo circulante PLP – Passivo não circulante	Para calcular o Q de Tobin
RROI – Residual Return on Investment	Vendas Lucro líquido AT – Ativo total	Para calcular o EVA [®]
K _e – Custo do capital próprio	R _f – Retorno do ativo livre de risco representado pela taxa do CDI E[R _m] – Retorno esperado do ativo da empresa, representado pelo retorno das ações β – coeficiente beta da empresa calculado pela Economática β_{alav} – coeficiente beta alavancado da empresa	Para calcular o WACC
K _d – Custo do capital de terceiros	K _d de cada empresa calculado pela Economática	Para calcular o K _{d_{liq}} (líquido dos impostos)
K _{d_{liq}} – Custo do capital de terceiros líquido	K _d líquido de cada empresa calculado com base no K _d da Economática	Para calcular o calcular o WACC
WACC – Custo médio ponderado de capital (<i>weighted average capital cost</i>)	D – Dívidas representado pela soma do capital de terceiros PL – Patrimônio líquido da empresa K _{d_{liq}} – Custo de capital de terceiros líquido dos impostos K _e – Custo de capital próprio	Para calcular o EVA [®]
EVA [®]	RROI – Residual Return on Investment WACC – Custo médio ponderado de capital (<i>weighted average capital cost</i>) INV – Investimento total (todo capital investido na empresa)	Para calcular o EVA [®]

Fonte: do autor

Em seguida, selecionaram-se os dados calculados para cada uma das empresas da amostra, separando-os dos resultados das demais empresas, criando assim o grupo componente da pesquisa, empresas selecionadas e os seus dados apurados de acordo com os interesses da pesquisa. As demais empresas, não componentes da amostra, foram segregadas e serviram para comparativos dos possíveis efeitos das F&A nos resultados da amostra.

No Capítulo 4 serão discutidos os resultados da pesquisa, iniciando-se pela explicação da amostra obtida e sua descrição detalhada, em seguida, os dados apurados serão demonstrados de acordo com a sequência da seleção das variáveis de interesse, ou seja, primeiro o Q de Tobin e depois o EVA[®]. Após as demonstrações e explicações, serão apresentados os testes estatísticos para verificação da qualidade, correlação e confiança dos resultados, encerrando-se com a discussão aprofundada dos possíveis efeitos das F&A na criação de valor para o acionista.

4 RESULTADOS

Este capítulo destina-se a apresentar e analisar os resultados obtidos na pesquisa, a fim de que se possam compreender os possíveis efeitos das operações de F&A nos resultados das empresas resultantes da fusão ou da empresa adquirente.

4.1 AMOSTRA

A amostra selecionada seguiu os critérios definidos e já explicados no Capítulo 3, e após a aplicação de tais critérios e exaustiva pesquisa no campo de estudo, selecionaram-se 83 operações de F&A em 28 empresas resultantes destas operações ou adquirentes.

Foram incluídos no banco de dados da amostra os dados de acordo com a definição das variáveis de controle (quadro 13 constante no Capítulo 3). A identificação das empresas envolvidas na transação foi feita logo em seguida à identificação da transação, que por sua vez dependeu da pesquisa na base de dados da BM&FBOVESPA, listagem das empresas com registro encerrado no período de 2000 até 2013, disponibilizado no sítio eletrônico da bolsa. Muito embora o volume de registros encerrados na bolsa, no período citado, chegasse a 463 empresas, grande parte dos casos não serviram para a proposta desta pesquisa por não se caracterizarem como fusões, aquisições ou incorporações. Por outro lado, muitos resultaram de incorporação de empresas por meio de OPA que, em suas características guarda similaridade com as aquisições comuns exceto porque a adquirente já possuía parte do capital da empresa adquirida.

A base de dados disponibilizada pelo CADE foi útil para o melhor entendimento de alguns casos que tiveram necessidade de submissão ao julgamento daquele órgão regulador, no entanto, apesar de conter mais de seis mil julgados de concentração de mercado, não serviu com grande relevância à proposta da pesquisa devido a multidisciplinariedade dos motivos levados ao julgamento daquele órgão, e por isto não apresentava apenas dados de operações de F&A. As fontes para identificação das transações foram complementadas pelos relatórios das firmas de consultoria citadas no Capítulo 3, que periodicamente emitem relatórios sistemáticos acerca das operações de F&A havidas no mês, trimestre ou no ano.

Após a identificação das transações deu-se a avaliação acerca da inclusão ou exclusão na amostra, e para isto a disponibilidade dos dados patrimoniais e de mercado da empresa resultante da fusão ou da empresa adquirente foi o principal critério para a inclusão. Esta condição já havia sido explicada no Capítulo 3, Seção 3.2, por meio da Figura 5. A busca pelos dados complementares acerca da transação para se descobrir as variáveis e controle revelou-se como mais exaustiva e complicada do que a própria identificação das transações, pois os anúncios, de uma forma geral não traziam a real clareza das particularidades de cada transação. A dificuldade foi aumentada pelo tempo em que se deram as transações, muitas delas no período ainda dos primórdios da internet no Brasil, onde se encontra poucos registros confiáveis ainda disponíveis. A falta de um banco de dados oficial acerca destas operações é outro agravante, mas para as 83 transações selecionadas estes obstáculos foram superados e então compuseram a amostra significativa em relação ao que se buscava na pesquisa.

As 28 empresas resultantes ou adquirentes estão distribuídas em 14 setores diferentes, tendo predominado o setor de Finanças e Seguros com 41% dos casos, seguido do setor Químico (19%) e de Alimentos e Bebidas (13%), ficando os demais com participação menor e em escala gradativa conforme se pode ver na Tabela 1 a seguir.

TABELA 1 – DISTRIBUIÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR

N	Setor	Adquirentes ou resultantes	% na amostra	Transações	% na amostra
1	Finanças e Seguros	7	25%	34	41%
2	Química	2	7%	16	19%
3	Alimentos e Bebidas	2	7%	11	13%
4	Siderurgia & Metalurgia	4	14%	5	6%
5	Mineração	1	4%	4	5%
6	Papel e Celulose	3	11%	3	4%
7	Transporte Serviços	1	4%	2	2%
8	Construção	2	7%	2	2%
9	Máquinas Industriais	1	4%	1	1%
10	Comércio	1	4%	1	1%
11	Software e Dados	1	4%	1	1%
12	Petróleo e Gás	1	4%	1	1%
13	Indústria de móveis e afins	1	4%	1	1%
14	Serviços ambulatoriais de saúde	1	4%	1	1%

Fonte: dados da pesquisa.

4.1.1 INFORMAÇÕES RELEVANTES ACERCA DA AMOSTRA

Observou-se durante a seleção da amostra que muitos outros eventos similares às F&A ocorreram no período de estudo, no entanto, grande parte deles se deu com empresas de capital fechado, cujos dados patrimoniais não são divulgados ao público externo e mesmo nos casos em que havia demonstrações contábeis, não haviam os dados de mercado, mais precisamente aqueles que se relacionavam com o valor de mercado das ações, obviamente, por não estarem listadas na bolsa de valores. Para estes casos se aplicaria um estudo mais focado na empresa com dados obtidos internamente, o que se tornava inviável para esta pesquisa.

A participação das empresas dos setores financeiros e de seguros está em linha com o movimento deste setor na década passada, onde se deu uma corrida para aumento do *market share* por meio de aquisições. Este comportamento foi favorecido pela desestatização do setor, com a saída do Estado na linha de comando dos bancos estaduais por meio de inúmeras privatizações e em alguns casos de intervenção do Banco Central do Brasil, seguida de privatização. Desta forma, os principais bancos nacionais e alguns internacionais que visavam a entrada no mercado brasileiro foram às compras. Na amostra pode-se ver o elevado número de sobreposição de F&A neste setor. Outros setores que demonstraram elevado volume de F&A na última década foram o setor químico e o setor de alimentos, bebidas e de energias renováveis⁶, seguidos dos setores de metalurgia e siderurgia e depois do setor de mineração.

Uma das dificuldades foi identificar o valor da transação mais próximo do real, pois em muitos casos não se divulgou ou já não havia disponibilidade da informação devido o lapso temporal. Em outros, a transação se deu por OPA, especialmente nas incorporações, onde o valor relaciona-se com o preço da ação e o ágio pago pela oferta de aquisição. Independentemente desta dificuldade, pode-se apurar o valor, mesmo que em alguns casos aproximado, a fim de dar a visão da representatividade do negócio para o patrimônio da adquirente. Em outros casos o valor da transação foi divulgado em moeda estrangeira, especialmente o dólar americano e fez-se necessário converter pela cotação do dia do anúncio.

⁶ Neste caso, mais especificamente a COSAN do ramo de açúcar e álcool com 10 casos de F&A (sobreposição). Para dar maior visão deste setor agregou-se a terminologia Energias Renováveis (energia da cana de açúcar).

Ainda, a identificação precisa do dia do anúncio também se mostrou muito difícil devido o tempo transcorrido, no entanto, como se buscava identificar os efeitos das F&A a médio e a longo prazos, a data exata do anúncio deixou de ser tão relevante quanto seria se o interesse da pesquisa fosse um estudo de eventos. Assim, identificando o trimestre onde ocorreu a transação já se teria o parâmetro necessário para a continuidade da pesquisa e assim ocorreu.

As ocorrências descritas nesta seção se relacionam mais com as variáveis de controle por serem, de certa forma, complementares às variáveis de interesse, assim, o setor das empresas envolvidas, o valor da transação, a sobreposição de transações na mesma empresa adquirente e o tipo de transação são importantes para a correta interpretação dos resultados, mesmo que de forma complementar.

4.1.2 INFORMAÇÕES COLETADAS PARA A APURAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Conforme descrito no Capítulo 3, as principais variáveis da pesquisa, foram o Q de Tobin e o EVA[®], no entanto, para obter estes dois elementos, fez-se necessário coletar um volume de dados adicionais que pudessem compor as fórmulas de cálculos. A base destas informações foi o banco de dados da Economatica, mas mesmo esta, apresentou algumas dificuldades seja devido à particularidade da informação que se buscava ou pela falta de divulgação da própria empresa em estudo (adquirida ou resultante da F&A).

A primeira particularidade foi a frequência das informações contábeis, sendo que em alguns casos, pela falta de dados trimestrais, foi necessário obter dados semestrais e em outros, dados anuais. Assim, os períodos avaliados sofreram determinado ajuste, sendo a maioria trimestrais, alguns semestrais e outros anuais. Para efeito de comparabilidade, os períodos foram tabulados como T_1 , T_2 , T_3 ... T_n , independente da frequência de disponibilidade dos balanços, e as demais informações que não dependiam dos balanços também tiveram sua coleta em períodos equivalentes aos dos balanços para possibilitar a comparabilidade.

Das demonstrações financeiras foram extraídos os valores do ativo (AT), do ativo circulante (VCAC), dos estoques (VCE), dos passivos circulantes (VCPC), dos passivos não circulantes (VCDLP), das vendas líquidas (Vendas), dos lucros (Lucro

líquido), do capital próprio (PL), do capital de terceiros (D) e dos investimentos totais ($INV = AT$).

O custo médio ponderado de capital foi obtido pela soma dos custos de capitais de terceiros e próprio, e para isto, primeiro há que se obter estes custos e depois dar significação ponderada em relação ao ativo total. No entanto, como já se esperava, as empresas não praticam o *disclosure* muito claro destes custos e, para resolver estas dificuldades de ausência de informações, os estudiosos encontraram maneiras de aproximar estas informações, e desta forma, obteve-se estes componentes seguindo direcionamentos teóricos, mais especificamente de Assaf neto (2010). O custo de capital de terceiros, dado pela sigla K_d , é calculado pela Economática para a maioria das empresas, exceto para as os bancos que têm uma natureza particular quando aos capitais de terceiros, pois, na sua maioria são captados diretamente de seus clientes. Assim, para efeitos desta pesquisa, calculou-se o K_d para os bancos pela média aritmética das taxas de captação de recursos⁷, dado pela média entre o CDB - Certificado de Depósito Bancário⁸ e o CDI - Certificado de Depósito Interbancário⁹. Para as demais empresas o cálculo feito pela Economática, que também é aproximado, visto que considera as despesas financeiras e as comparam com os saldos iniciais dos empréstimos e financiamentos, sendo este critério consolidado na teoria e na prática de estudos acerca dos custos do capital de terceiros.

O custo de capital próprio (K_e) ou o custo de oportunidade do acionista é ainda mais complexo de se identificar, mesmo tendo a fórmula já convencionalizada pela teoria. Busca-se por meio do K_e identificar qual é o limite do acionista para continuar aplicando na empresa, assim, compara-se o retorno livre de risco, que neste caso foi dado pelo CDI do período, o beta alavancado (β_{alav}) da empresa calculado pela Economática, o retorno esperado dos papéis da empresa ($E[R_m]$).

⁷ Esta técnica é aplicada com certa frequência em trabalhos de perícias bancárias quando se busca conhecer os custos de captação e em seguida apurar o spread bancário. Deriva-se de interpretação do próprio Banco Central do Brasil acerca do tema.

⁸ Títulos nominativos emitidos pelos bancos e vendidos ao público como forma de captação de recursos.

⁹ São os títulos de emissão das instituições financeiras que lastreiam as operações do mercado interbancário. Suas características são idênticas às de um CDB, mas sua negociação é restrita ao mercado interbancário. Sua função é, portanto, transferir recursos de uma instituição financeira para outra.

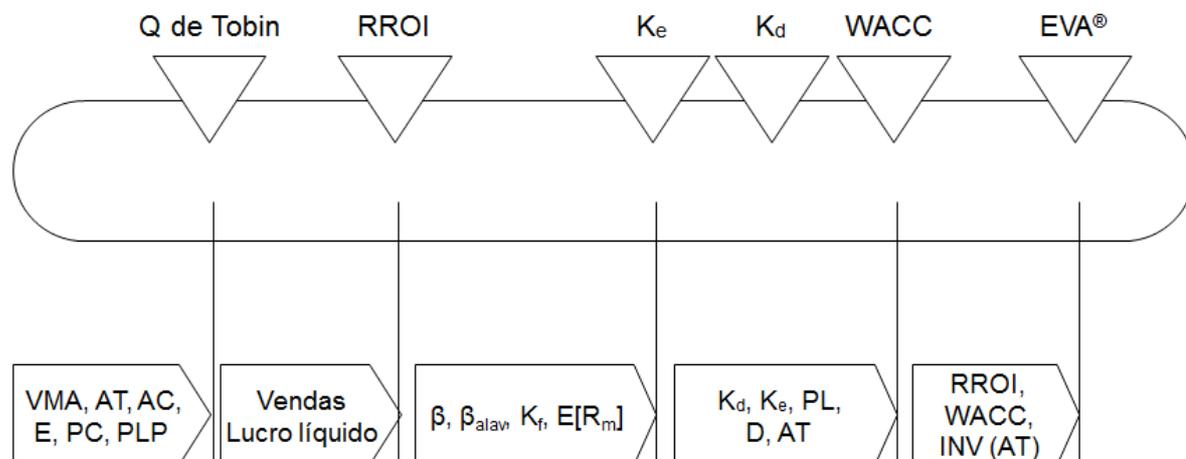
Assim, uma grande variação é esperada quando há de fato, oscilação da cotação das ações da empresa, e isto se observou com certa frequência no campo de estudo. Alguns casos de distorções foram identificados nas demais empresas que não faziam parte da amostra e para efeitos comparativos tais distorções foram excluídas da base de dados. Tais distorções não aconteceram nos casos da amostra, tendo apresentado valores equalizados o que permitiu as comparações dentro da amostra e depois, com o grupo que não fazia parte da amostra.

Devido a relevância da variável $E[R_m]$ optou-se por obter o retorno de cada empresa diferenciando-se de orientações contidas em estudos consultados que tinham como padrão o retorno esperado de um determinado índice e não exatamente o da empresa estudada. Na tentativa de encontrar o melhor indicador para esta variável, optou então, por utilizar o retorno individualizado da empresa e esta opção trouxe significativos ganhos para a qualidade dos dados, e por outro lado, dificuldades nos casos de variações bruscas nas cotações das ações que influenciaram a variação do $E[R_m]$. Como já foi explicado no parágrafo anterior, alguns casos destoaram de tamanha forma que foram excluídos a fim de não prejudicar a comparabilidade, mas isto ocorreu na parte não integrante da amostra.

O cálculo do EVA[®] seguiu os direcionamentos de Assaf Neto (2010), com a utilização do RROI e do WACC. Mesmo sabendo que outras modalidades de cálculos permitiriam encontrar as variáveis de interesse, optou-se por estes devido à praticidade operacional. No caso do Q de Tobin utilizou-se a fórmula simplificada de Chung e Pruitt (1994) pela sua aplicabilidade e também sua praticidade operacional e a convicção de que a simplificação não distorceria os resultados como foi muito bem explicado por Famá e Barros (2000).

A fim de complementar as explicações de forma figurada, acerca da operacionalização da pesquisa, esta seção se encerra com a demonstração do fluxo de trabalho de apuração dos dados, alinhando-se com a metodologia aplicada e a lógica sequencial dos cálculos aplicados, assim, a Figura 10 a seguir, conclui esta seção.

FIGURA 10 – SEQUÊNCIA DE APURAÇÃO DAS VARIÁVEIS



Fonte: definições da pesquisa.

4.2 RESULTADOS DAS VARIÁVEIS DE CRIAÇÃO DE VALOR

A pesquisa teve sequência com a apuração dos componentes das variáveis, e por fim, uma a uma das duas variáveis de interesse da pesquisa. Inicialmente apurou-se para todos os períodos em que se tinham dados disponíveis, tendo algumas das empresas chegado a 56 trimestres calculados (do 1T2000 até o 4T2013), no entanto, na maioria dos casos a totalidade dos períodos ficou entre 20 a 40 trimestres tendo ainda ficado alguns períodos momentaneamente interrompidos, e depois de certo intervalo de ausência de dados, recomeçado.

Independentemente de intervalos ou da totalidade de períodos calculados e da uniformidade das demonstrações contábeis disponíveis, como já explicado na seção anterior, houve a possibilidade de se calcular os dados necessários à pesquisa para todas as empresas da amostra e para todos os períodos desejados, que compreendiam o intervalo temporal de três anos a contar da data do anúncio da transação, por conseguinte, cada empresa deveria ter pelo menos 12 períodos calculados, salvo se houvesse encerrado as atividades na bolsa de valores antes deste ciclo de 12 períodos ser completado. De fato, isto ocorreu em sete casos, com as empresas Arcelor, Amil, Duratex, Fibria, PDG Realty, Santander e Ultrapar, mas isto não desqualificou a empresa para efeitos comparativos na pesquisa, pois nestes casos a periodicidade não foi trimestral, em alguns casos apresentou-se semestralmente e em outros anualmente.

Assim, foram efetuados os cálculos das duas variáveis de interesse da pesquisa, Q de Tobin e EVA[®], e desta forma, para cada uma das 28 empresas identificaram-se os resultados por períodos, tendo o ciclo de cada empresa sido individualizado de acordo com o trimestre do anúncio da transação, numerados de forma figurada com os indicadores T₀, T₁, T₃... T_n. Ressalta-se que o indicador não fixa e nem exige que seja o mesmo período do calendário para todas as empresas, podendo existir, e de fato existiram muitos casos, em que T₁ de uma empresa se deu em 2001 e o T₁ de outra empresa se deu em 2009, por exemplo. A fim de eliminar quaisquer preocupações quando a este critério, ressalta-se que a desigualdade de calendário não prejudicou as análises, pois as comparações se deram com os resultados da própria empresa, tão logo, não se comparou dados de períodos destoantes entre si.

Cabe explicar desde já que os dados apurados foram assim padronizados para toda a pesquisa:

Q de Tobin = Demonstrado pelo índice do Q;

EVA[®] = Demonstrado em milhares de reais;

As análises dos resultados, de forma mais objetiva são feitas nas próximas seções, separando inicialmente as duas variáveis de interesse, e mais adiante buscando a significância estatística para se complementar as análises. Os resultados calculados para as duas variáveis de interesse para as empresas da amostra pode ser visualizada por meio da Tabela X a seguir:

TABELA 2 – RESULTADOS CONSOLIDADOS (PRIMEIRA PARTE – T₀ ATÉ T₆)

Nome	Negoc.	Anúncio	Variável	T ₀	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆
All América Latina <small>(anual)</small>	Ativo	2T2001	Q	1,318	1,337	1,471	1,721	1,772	2,036	2,021
			EVA®	-93.597	-32.145	-60.852	-1.522.634	-569.801	-5.148.014	-1.388.291
Amil <small>(semestral)</small>	Cancel.	4T2009	Q	1,308	1,649	1,749	1,747	1,531	1,457	2,083
			EVA®	-187.616	-1.422.992	-444.192	-452.023	-692.846	-258.198	-1.443.929
Arcelor BR	Cancel.	4T2005	Q	1,192	1,181	1,342	1,291	1,394	1,481	1,666
			EVA®	-4.435.606	-1.136.197	-2.888.167	226.006	-1.466.608	-1.237.102	-1.632.046
B2W Digital	Ativo	1T2007	Q	8,004	4,618	2,503	1,324	3,023	2,630	1,579
			EVA®	-73.941	-469.279	-439.372	-1.417.942	-800.258	-327.920	-155.292
Bradesco	Ativo	2T2000	Q	0,373	0,345	0,388	0,365	0,356	0,309	0,297
			EVA®	-4.028.044	-2.576.531	-14.398.939	-12.374.147	-2.301.980	-11.474.538	-14.887.775
Brasil	Ativo	4T2008	Q	0,440	0,438	0,461	0,473	0,471	0,448	0,445
			EVA®	-113.825.332	-62.620.035	-91.024.582	-180.047.632	-27.879.665	-11.003.444	-82.857.342
Braskem	Ativo	1T2003	Q	0,716	0,741	0,797	0,923	0,917	0,836	0,873
			EVA®	-1.311.821	-11.596.054	-4.878.232	-6.024.602	-1.170.403	-3.130.715	-4.057.466
BRF SA	Ativo	4T2007	Q	1,309	1,173	1,200	1,011	0,798	0,817	1,012
			EVA®	-269.140	-184.230	-183.475	-1.007.731	-1.429.660	-318.932	-941.103
Cosan <small>(semestral)</small>	Ativo	4T2004	Q	2,016	2,110	1,638	2,040	1,252	1,570	0,954
			EVA®	-204.434	-263.401	-2.516.098	-1.462.259	-1.355.513	-957.112	-3.938.123
Duratex <small>(semestral)</small>	Ativo	2T2009	Q	1,402	1,945	1,641	1,552	0,930	0,953	1,201
			EVA®	-2.641.362	-3.191.949	-1.041.039	-248.026	-4.156.682	-317.059	-3.223.597
Fibria <small>(semestral)</small>	Ativo	3T2009	Q	0,834	1,101	0,738	0,565	0,666	0,725	0,859
			EVA®	-10.356.920	-11.840.266	-3.770.024	-1.460.106	-20.814.024	-6.314.149	-861.335

continua

continuação

Nome	Negoc.	Anúncio	Variável	T ₀	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆
Gafisa (semestral)	Ativo	3T2008	Q	0,905	0,579	0,820	0,847	0,761	0,676	0,363
			EVA®	-657.401	-4.084.138	-4.376.820	-440.772	-2.166.852	-1.085.523	-3.617.369
Gerdau	Ativo	4T2010	Q	1,101	1,129	1,048	0,886	0,736	0,783	0,883
			EVA®	-283.046	-702.084	-2.419.529	-4.285.476	-6.995.239	-3.545.395	-6.093.089
Itausa	Ativo	4T2000	Q	0,390	0,304	0,298	0,299	0,273	0,301	0,293
			EVA®	-85.153.295	-87.633.006	-24.643.587	-237.028.297	-321.594.710	-222.776.187	-209.201.391
ItauUnibanco	Ativo	4T2008	Q	0,324	0,326	0,358	0,406	0,426	0,406	0,360
			EVA®	-113.613.574	-14.231.978	-65.547.010	-86.579.097	-23.866.557	-7.770.557	-68.414.704
Klabin S/A	Ativo	3T2001	Q	0,709	0,792	0,814	0,835	0,877	0,817	0,940
			EVA®	-1.119.746	-1.129.758	-791.050	-1.088.294	-1.091.478	-184.160	-2.575.320
Paranapanema	Ativo	4T2009	Q	0,853	0,767	0,610	0,681	0,604	0,665	0,630
			EVA®	-781.754	-225.106	-801.678	-943.429	-775.816	-379.592	-303.613
PDG Realty (anual)	Ativo	2T2010	Q	1,206	0,867	0,815	0,502	0,493	0,322	0,438
			EVA®	-1.415.857	-5.727.033	-104.061	-6.990.704	-1.495.158	-2.066.853	-5.173.782
Petrobras	Ativo	3T2007	Q	1,635	2,212	1,866	2,162	1,606	1,144	1,310
			EVA®	-28.082.388	-111.993.884	-32.023.964	-50.362.819	-54.691.399	-88.552.944	-69.013.215
Ripasa	Cancel.	1T2001	Q	0,392	0,319	0,306	0,431	0,471	0,550	0,603
			EVA®	-24.783	-25.739	-92.447	-771.316	-11.592	-190.139	-132.534
Santander BR (anual)	Ativo	1T2000	Q	0,456	0,502	0,426	0,516	1,035	0,955	0,940
			EVA®	-11.418.108	-26.306.163	-20.715.907	-15.352.036	-3.047.888	-31.864.042	-14.746.799
Sudameris	Cancel.	3T2000	Q	0,273	0,274	0,301	0,331	0,348	0,489	0,368
			EVA®	-1.934.455	-722.670	-858.486	-474.208	-1.074.776	-1.152.463	-1.961.616

continua

continuação

Nome	Negoc.	Anúncio	Variável	T ₀	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆
Totvs (semestral)	Ativo	2T2008	Q	3,192	1,577	1,340	2,467	3,209	3,368	3,945
			EVA®	-10.249	-180.923	-95.158	-227.863	-194.754	-28.146	-195.496
Ultrapar (anual)	Ativo	1T2002	Q	0,444	0,612	0,637	0,881	1,133	0,792	1,016
			EVA®	-56.019	-183.011	-194.784	-212.687	-112.821	-255.009	-297.735
Unibanco	Cancel.	1T2000	Q	0,396	0,384	0,405	0,401	0,381	0,390	0,394
			EVA®	-1.412.147	-1.502.644	-749.856	-2.649.713	-4.841.018	-5.789.549	-9.740.270
Usiminas	Ativo	4T2004	Q	1,063	1,030	0,805	0,937	0,923	1,278	1,236
			EVA®	-1.643.086	-1.429.398	-3.735.916	-4.360.434	-115.272	-7.495.036	-875.171
Vale	Ativo	2T2000	Q	1,249	1,143	1,217	1,192	1,158	1,310	1,520
			EVA®	-1.053.615	-1.319.727	-3.259.529	-542.882	-1.441.024	-3.004.356	-6.733.305
Weg	Ativo	1T2007	Q	2,607	2,643	3,073	3,183	2,497	2,574	1,677
			EVA®	-240.821	26.073	-402.545	-286.791	-490.090	60.545	-700.990

continua

TABELA 2 – RESULTADOS CONSOLIDADOS (SEGUNDA PARTE – T₇ ATÉ T₁₃)

Nome	Negoc.	Anúncio	Variável	T ₇	T ₈	T ₉	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	T ₁₃
All América Latina (anual)	Ativo	2T2001	Q	1,083	1,501	1,313	0,963	0,923	0,883	0,894
			EVA®	-4.238.649	-4.265.433	-2.234.807	-2.359.092	-609.288	-851.300	-2.134.066
Amil (semestral)	Cancel.	4T2009	Q	2,303						
			EVA®	-1.379.211						
Arcelor BR	Cancel.	4T2005	Q							
			EVA®							
B2W Digital	Ativo	1T2007	Q	1,462	0,768	0,513	0,642	0,850	0,782	
			EVA®	-223.664	-1.291.800	-2.251.386	-4.398.875	-4.192.033	-6.924.420	
Bradesco	Ativo	2T2000	Q	0,314	0,264	0,212	0,254	0,213	0,212	0,216
			EVA®	-7.842.539	-18.910.456	-25.582.171	-35.818.568	-5.099.363	-13.978.161	-6.387.506
Brasil	Ativo	4T2008	Q	0,479	1,044	0,437	0,423	0,619	1,006	0,406
			EVA®	-136.763.216	-22.917.422	-41.531.183	-43.312.521	-76.066.690	-40.239.423	-63.196.951
Braskem	Ativo	1T2003	Q	1,185	1,028	0,802	0,903	0,848	0,786	0,770
			EVA®	-4.042.872	-1.191.150	-3.293.681	-1.105.856	-1.950.645	-1.971.099	-1.992.604
BRF SA	Ativo	4T2007	Q	0,986	0,971	1,005	0,990	1,060	1,090	1,181
			EVA®	-2.479.546	-1.453.048	-970.145	-385.731	-957.096	-769.126	-741.911
Cosan (semestral)	Ativo	4T2004	Q	0,743	1,037	1,239	1,118	0,890	0,964	1,052
			EVA®	-2.645.738	-4.289.468	-3.638.480	-1.491.424	-3.114.341	-12.581.639	-3.662.707
Duratex (semestral)	Ativo	2T2009	Q	1,282	1,202					
			EVA®	-1.319.615	-222.929					
Fibria (semestral)	Ativo	3T2009	Q	0,862						
			EVA®	-2.692.796						

continua

continuação

Nome	Negoc.	Anúncio	Variável	T ₇	T ₈	T ₉	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	T ₁₃
Gafisa (semestral)	Ativo	3T2008	Q	0,355	0,258	0,369	0,383	0,245	0,337	
			EVA®	-4.085.719	-14.692.258	-7.087.872	-691.976	-418.841	-2.083.181	
Gerdau	Ativo	4T2010	Q	0,862	0,909	0,895	0,829	0,706	0,790	
			EVA®	-712.852	-3.462.405	-2.420.121	-4.435.039	-7.583.583	-10.849.932	
Itausa	Ativo	4T2000	Q	0,306	0,261	0,294	0,273	0,278	0,315	0,364
			EVA®	-290.254.664	-6.474.291	-148.857.985	-270.108.643	-94.841.994	-267.205.010	-286.196.102
ItauUnibanco	Ativo	4T2008	Q	0,419	1,128	1,125	1,109	1,065	1,078	1,083
			EVA®	-84.403.765	-20.343.895	-10.082.238	-42.643.420	-102.366.982	-64.914.085	-44.014.063
Klabin S/A	Ativo	3T2001	Q	0,840	0,910	1,103	1,101	1,038	1,134	1,192
			EVA®	-1.908.841	-425.748	-423.555	-246.663	-53.557	-347.112	-221.103
Paranapanema	Ativo	4T2009	Q	0,436	0,420	0,463	0,478	0,574	0,739	0,747
			EVA®	-1.379.092	-950.371	-559.858	-1.314.254	-1.205.995	-2.290.099	-468.734
PDG Realty (anual)	Ativo	2T2010	Q	0,469						
			EVA®	-3.218.886						
Petrobras	Ativo	3T2007	Q	1,444	1,378	1,383	1,294	1,072	0,973	0,974
			EVA®	-33.789.674	-9.289.985	-5.529.286	-10.820.071	-72.917.155	5.088.786	6.651.239
Ripasa	Cancel.	1T2001	Q	0,643	0,617	0,660	0,780	0,914	0,866	0,816
			EVA®	-130.969	-122.559	-349.139	-887.949	-422.877	-161.818	-182.704
Santander BR (anual)	Ativo	1T2000	Q	0,951	0,451					
			EVA®	-34.363.370	-34.251.134					
Sudameris	Cancel.	3T2000	Q	0,305	0,327	0,348	0,384	0,446	0,396	0,444
			EVA®	-864.937	-652.184	-728.818	-1.449.686	-2.261.022	-2.603.386	-1.171.088

continua

conclusão

Nome	Negoc.	Anúncio	Variável	T ₇	T ₈	T ₉	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	T ₁₃
Totvs (semestral)	Ativo	2T2008	Q	3,742	3,940	4,536	4,857	4,428	3,732	3,940
			EVA®	-77.372	10.392	-1.881.906	-67.337	22.175	-57.820	-38.772
Ultrapar (anual)	Ativo	1T2002	Q	0,886	0,965	1,122	1,334	2,109		
			EVA®	-29.569	-857.053	47.449	-33.846	-1.128.468		
Unibanco	Cancel.	1T2000	Q	0,429	0,398	0,425	0,380	0,354	0,382	0,364
			EVA®	-7.593.391	-1.260.561	-7.456.851	-11.502.197	-9.719.835	-7.959.105	-4.885.122
Usiminas	Ativo	4T2004	Q	1,060	1,191	1,390	1,458	1,617	1,402	1,599
			EVA®	-1.778.256	-2.963.434	-3.859.638	-1.190.172	-1.903.405	372.314	-3.158.824
Vale	Ativo	2T2000	Q	1,557	1,602	1,490	1,777	2,270	1,981	2,297
			EVA®	-9.131.055	-2.311.995	-2.730.308	-8.518.334	-1.751.003	-3.481.585	-7.845.782
Weg	Ativo	1T2007	Q	1,392	1,331	1,633	1,920	2,088	1,864	1,466
			EVA®	-579.324	-92.930	-409.729	-523.229	-182.502	-100.085	-407.221

Fonte: dados da pesquisa.

4.2.1 Q DE TOBIN

As primeiras análises se deram em torno do Q de Tobin seguindo as premissas acerca desta variável conforme explicado no Capítulo 3. Foram apurados os valores para todas as empresas constantes na BM&FBOVESPA no período de estudo, somando-se 689 empresas, incluídas neste volume as ativas no final 2013 e aquelas cujas atividades foram encerradas em algum momento no período de estudo. O total das empresas ativas no final de 2013 foi de 367 empresas e destas, 23 empresas estão na amostra. Por conseguinte, as demais, 5 empresas da amostra, tiveram suas atividades na bolsa encerradas no período de estudo.

As primeiras demonstrações dos resultados apurados revelam o grau de crescimento linear do Q de Tobin de cada empresa estudada, para os 12 períodos objetos do estudo, no entanto, como várias destas empresas também tiveram esta variável apurada para períodos posteriores ao objeto principal, na mesma demonstração procurou-se informar o resultado prolongado, dado pela média dos últimos três períodos existentes, ainda, apurou-se a média geral dos períodos disponíveis. Assim, estes dados devem ser interpretados em conjunto, numa visão evolutiva e isto poderá ser melhor visualizado na Tabela 3 mais adiante.

Como pode ser observado, o comportamento do Q de Tobin não apresentou um padrão simétrico para todas as empresas, variando entre crescimento positivo e negativo entre os períodos. Apenas as empresas Amil, Arcelor, Braskem, ItauUnibanco, Klabin, Sudameris e Ultrapar apresentaram crescimento positivo em todos os períodos, mesmo a curva de crescimento sofrendo quedas, mantiveram-se sempre acima do Q inicial (T_0). Este desempenho do q se confirma em dois momentos futuros quando se apurou a média dos três últimos períodos disponíveis e também a média geral dos períodos, tendo revelado crescimento positivo também nestas duas médias, confirmando a tendência de crescimento.

As empresas B2W Digital, Bradesco, BRF, Gafisa, Itaú, Paranapanema e PDG Realty apresentaram variação negativa em todos os períodos, mesmo apresentando variações na curva de resultados, sempre estiveram abaixo do Q inicial (T_0). Quando se calculou a média dos períodos disponíveis, a variação negativa se confirmou em todos os casos. No entanto, como informação complementar, verificou-se sinal de possível recuperação deste indicador, as

empresas Bradesco e BRF apresentaram crescimento positivo quando se calculou a média dos últimos três períodos disponíveis.

Ao contrário destas 14 empresas que apresentaram consistência, ou um padrão, as demais não apresentaram um padrão, tendo o crescimento do Q em relação ao T_0 variado e alternado entre positivo e negativo com certa frequência. As empresas Cosan, Duratex, Gerdau, Petrobrás e Weg iniciaram com crescimento do Q no T_1 , T_2 e alguns casos até no T_3 , mas depois entraram em declínio apresentando uma sequência negativa contínua.

Diferentemente deste comportamento, para as empresas Ripasa, Totvs e Usiminas, o Q apresentou variação negativa nos primeiros períodos (T_1 , T_2 , T_3 e T_4) e depois passou a crescer com tendência forte de se manter em ascensão. Há que se ressaltar que isto pode não ser totalmente uma tendência para a empresa Totvs pois quando se apurou a média dos últimos três períodos disponíveis (relativos a 2013) esta foi negativa, mesmo sendo apenas em -1% deve levar à cautela quando se pretende inferir sobre a recuperação do crescimento do Q desta empresa.

As seis empresas restantes, não comentadas até aqui, são as que tiveram grande alternância nos resultados de crescimento do Q de Tobin, fugindo de qualquer padrão.

A existência de sobreposição de transações de F&A não parece ter exercido influência no resultado do Q das empresas adquirentes, visto que parte delas tiveram crescimento positivo (Braskem e Ultrapar) e as demais com variação negativa (Bradesco, Cosan, Itaú, Unibanco e Vale). Assim para estas empresas, que normalmente são chamadas em estudos desta natureza de Adquirentes Intensivas, a grande frequência de aquisições ou fusões parece não influenciar positivamente no Q de Tobin e na criação de valor, no entanto, para se chegar à conclusão acerca disso outras análises serão feitas com a variável EVA[®].

TABELA 3 – CRESCIMENTO DO Q DE TOBIN (T₁ ATÉ T₁₃) E MÉDIA DOS ÚLTIMOS TRÊS PERÍODOS E GERAL DA AMOSTRA

Nome	Negoc.	Anúncio	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆	T ₇	T ₈	T ₉	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	T ₁₃	Média 3 últimos períodos T _n	Média geral
All Amer. Latina _(anual)	Ativo	2T2001	1%	12%	31%	34%	54%	53%	-18%	14%	0%	-27%	-30%	-33%	-32%		5%
Amil _(semestral)	Cancel.	4T2009	26%	34%	34%	17%	11%	59%	76%								37%
Arcelor BR	Cancel.	4T2005	-1%	13%	8%	17%	24%	40%									17%
B2W Digital	Ativo	1T2007	-42%	-69%	-83%	-62%	-67%	-80%	-82%	-90%	-94%	-92%	-89%	-90%			-78%
Bradesco	Ativo	2T2000	-8%	4%	-2%	-4%	-17%	-20%	-16%	-29%	-43%	-32%	-43%	-43%	-42%	7%	-23%
Brasil	Ativo	4T2008	0%	5%	8%	7%	2%	1%	9%	137%	-1%	-4%	41%	129%	-8%	3%	25%
Braskem	Ativo	1T2003	3%	11%	29%	28%	17%	22%	65%	43%	12%	26%	18%	10%	7%	20%	22%
BRF SA	Ativo	4T2007	-10%	-8%	-23%	-39%	-38%	-23%	-25%	-26%	-23%	-24%	-19%	-17%	-10%	23%	-22%
Cosan _(semestral)	Ativo	4T2004	5%	-19%	1%	-38%	-22%	-53%	-63%	-49%	-39%	-45%	-56%	-52%	-48%	-42%	-37%
Duratex _(semestral)	Ativo	2T2009	39%	17%	11%	-34%	-32%	-14%	-9%	-14%							-5%
Fibria _(semestral)	Ativo	3T2009	32%	-11%	-32%	-20%	-13%	3%	3%								-6%
Gafisa _(semestral)	Ativo	3T2008	-36%	-9%	-6%	-16%	-25%	-60%	-61%	-72%	-59%	-58%	-73%	-63%			-45%
Gerdau	Ativo	4T2010	2%	-5%	-20%	-33%	-29%	-20%	-22%	-17%	-19%	-25%	-36%	-28%			-21%
Itausa	Ativo	4T2000	-22%	-24%	-23%	-30%	-23%	-25%	-22%	-33%	-25%	-30%	-29%	-19%	-7%	-35%	-24%
ItauUnibanco	Ativo	4T2008	1%	11%	25%	32%	25%	11%	29%	248%	247%	242%	229%	233%	234%	230%	121%
Klabin S/A	Ativo	3T2001	12%	15%	18%	24%	15%	33%	18%	28%	56%	55%	47%	60%	68%	56%	35%
Paranapanema	Ativo	4T2009	-10%	-29%	-20%	-29%	-22%	-26%	-49%	-51%	-46%	-44%	-33%	-13%	-12%	-14%	-30%
PDG Realty _(anual)	Ativo	2T2010	-28%	-32%	-58%	-59%	-73%	-64%	-61%								-54%

continua

conclusão

Nome	Negoc.	Anúncio	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆	T ₇	T ₈	T ₉	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	T ₁₃	Média 3 últimos períodos T _n	Média geral
Petrobras	Ativo	3T2007	35%	14%	32%	-2%	-30%	-20%	-12%	-16%	-15%	-21%	-34%	-40%	-40%	-57%	-11%
Ripasa	Cancel.	1T2001	-19%	-22%	10%	20%	40%	54%	64%	58%	68%	99%	133%	121%	108%	151%	57%
Santander BR <small>(anual)</small>	Ativo	1T2000	10%	-7%	13%	127%	109%	106%	108%	-1%							58%
Sudameris	Cancel.	3T2000	0%	10%	21%	28%	79%	35%	12%	20%	28%	41%	63%	45%	63%	53%	34%
Totvs <small>(semestral)</small>	Ativo	2T2008	-51%	-58%	-23%	1%	6%	24%	17%	23%	42%	52%	39%	17%	23%	-1%	9%
Ultrapar <small>(anual)</small>	Ativo	1T2002	38%	43%	98%	155%	78%	129%	99%	117%	153%	200%	375%				135%
Unibanco	Cancel.	1T2000	-3%	2%	1%	-4%	-1%	0%	8%	1%	8%	-4%	-11%	-3%	-8%	3%	-1%
Usiminas	Ativo	4T2004	-3%	-24%	-12%	-13%	20%	16%	0%	12%	31%	37%	52%	32%	50%	1%	15%
Vale	Ativo	2T2000	-9%	-3%	-5%	-7%	5%	22%	25%	28%	19%	42%	82%	59%	84%	-29%	26%
Weg	Ativo	1T2007	1%	18%	22%	-4%	-1%	-36%	-47%	-49%	-37%	-26%	-20%	-28%	-44%	-31%	-19%

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme explicado na seção 4.1.2, a apuração das variáveis de todas as empresas com dados disponíveis válidos, independentemente de estarem na amostra, permitiu a comparação das médias dos dois grupos, e desta comparação pode-se fazer as interpretações e as inferências.

Os resultados foram muito parecidos entre as empresas da amostra, tanto os resultados individualizados como os resultados evolutivos, sendo estes últimos demonstrados sob a ótica do crescimento do Q de Tobin. Importante ressaltar que por crescimento, neste conceito, é preciso entender a evolução, mesmo que negativa, o que de fato ocorreu com as empresas da amostra, tanto para os períodos de até três anos como para todo o período disponível (até dez anos).

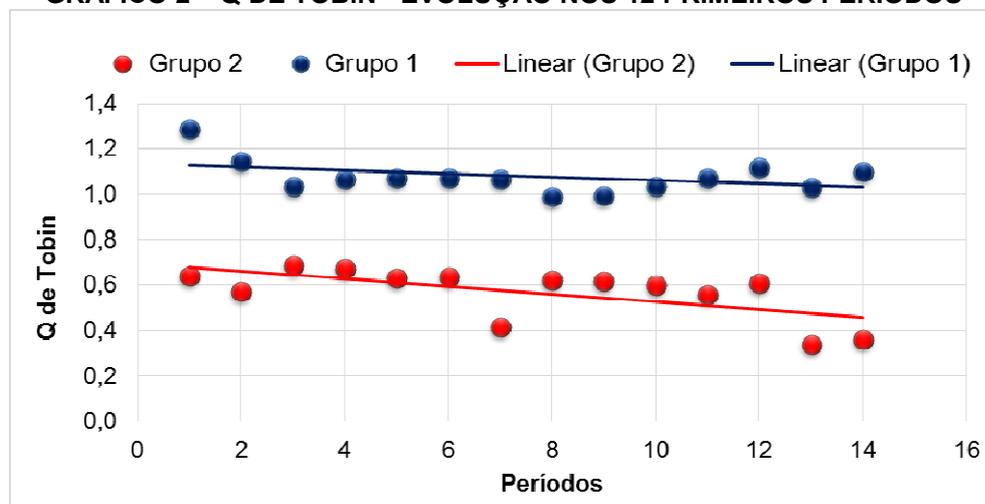
As comparações e interpretações dos resultados se deram dentro da amostra e também entre os dois grupos de empresas e para melhor entendimento, a partir deste ponto se fará referência às empresas da amostra (que tiveram F&A) como “Grupo 1” e às empresas não pertencentes à amostra como “Grupo 2”.

Juntamente com as interpretações utilizou-se o Coeficiente de Determinação (R^2) para identificação do grau de determinação ou explicação da evolução dos resultados na amostragem, sendo que o R^2 pode variar de zero a um e quanto maior é seu resultado melhor é a capacidade de explicação ou determinação do comportamento das variáveis numa regressão linear, que por sua vez tenta explicar ou estimar um valor condicionado ao relacionamento das variáveis da amostra. Assim, quanto maior o valor de R^2 maior é a confiança de que os resultados das variáveis tem comportamento similar e podem assumir uma tendência evolutiva, cuja visão é dada pela reta “linear”.

Passando para a visualização dos efeitos evolutivos propriamente ditos, verificou-se que as empresas que tiveram transações de F&A (Grupo 1), apresentaram, na média, uma variação negativa e contínua, tendo a média partido de um $Q = 1,29$ e encerrado o ciclo de 12 períodos com $Q = 1,10$. Já as demais empresas, não pertencentes à amostra (Grupo 2), tiveram uma variação negativa muito parecida com aqueles do Grupo 1, visto que partiram de um $Q = 0,64$ e fecharam o ciclo de 12 períodos com $Q = 0,36$. Apesar de muito similares, inclusive graficamente, o coeficiente de determinação R^2 , revelou um distanciamento entre os dois grupos, sendo mais determinante no Grupo 2, com $R^2 = 0,3928$ quando para o

Grupo 1 o $R^2 = 0,1828$, sendo este último estatisticamente incapaz de explicar, com razoável grau de confiança, o comportamento das variáveis no período.

GRÁFICO 2 – Q DE TOBIN - EVOLUÇÃO NOS 12 PRIMEIROS PERÍODOS

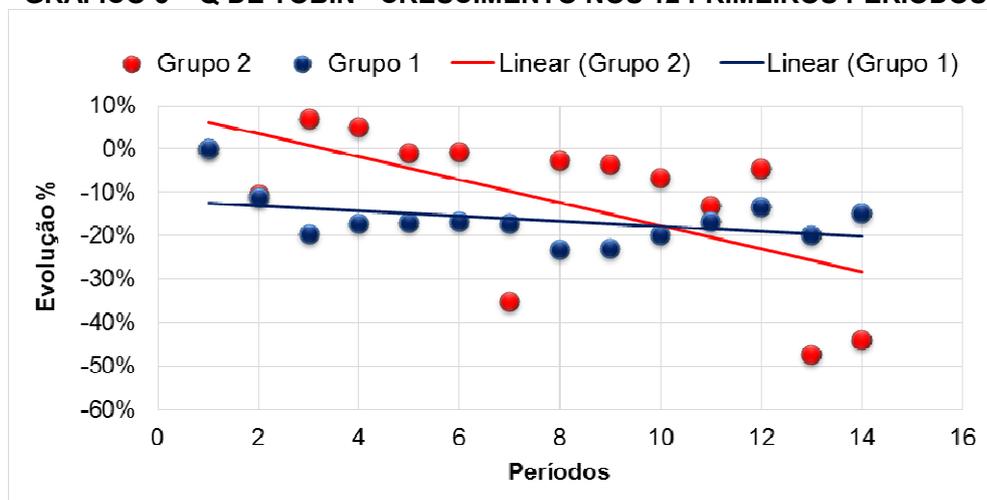


Fonte: resultados da pesquisa

No Gráfico 3 pode-se verificar o crescimento (percentual) dos resultados do Q de Tobin para os dois grupos de empresas, sendo que para efeitos estatísticos os valores do R^2 são os mesmos quando se observam os valores absolutos (Gráfico 2).

Para efeitos de apuração do crescimento, que nestes casos foram negativos, partiu-se de uma base unificada em zero para o T_0 , e dela se obteve o crescimento de cada período posterior, sucessivamente. Ocorreu que as médias dos dois grupos, por períodos, confirmou a variação negativa e, por conseguinte, a similaridade de comportamento da variável estudada, independentemente de ter havido F&A.

GRÁFICO 3 – Q DE TOBIN - CRESCIMENTO NOS 12 PRIMEIROS PERÍODOS

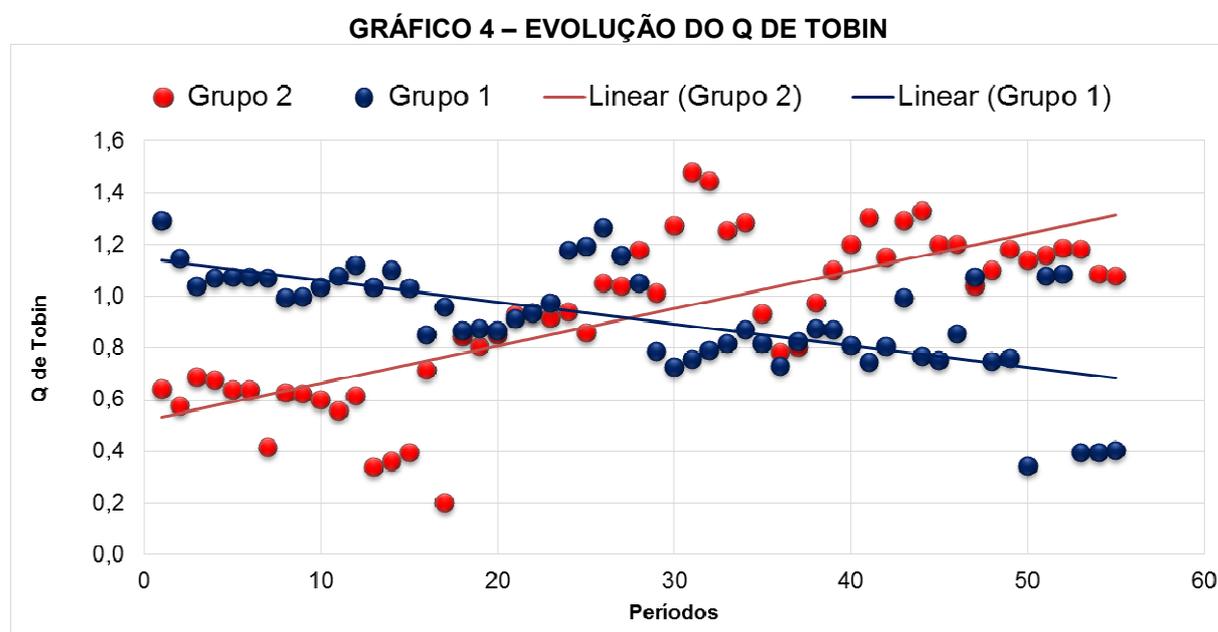


Fonte: Resultados da pesquisa

Os resultados parecem mostrar que as F&A não influenciaram o comportamento do Q de Tobin e que fatores externos poderiam ter forçado o comportamento dos resultados de todas as empresas, dos dois grupos, independentemente de terem passado por processos de F&A. No entanto, há que avançar mais períodos para compreender outros sinais destas variáveis, e este avanço se tornou possível devido o período de estudo ser extenso e a maioria das F&A ter ocorrido na primeira metade dele e com isto permitiu o avanço a fim de ampliar o entendimento do Q de Tobin. Cabe ressaltar que inicialmente não se previa avançar mais do que 12 períodos, mas pela oportunidade de fazê-lo, esta pesquisa aproveitou e, de certa forma, amadureceu um pouco mais os resultados e suas interpretações.

Assim, passa-se a avaliar o Q de Tobin por períodos futuros bem maiores, ao todo 56 períodos, o que pode ser verificado inicialmente no Gráfico 4.

Verifica-se uma mudança muito expressiva no comportamento das variáveis do Grupo 2 ao longo deste período prolongado, inclusive, o que mais chama a atenção é o distanciamento dos resultados entre os dois grupos.



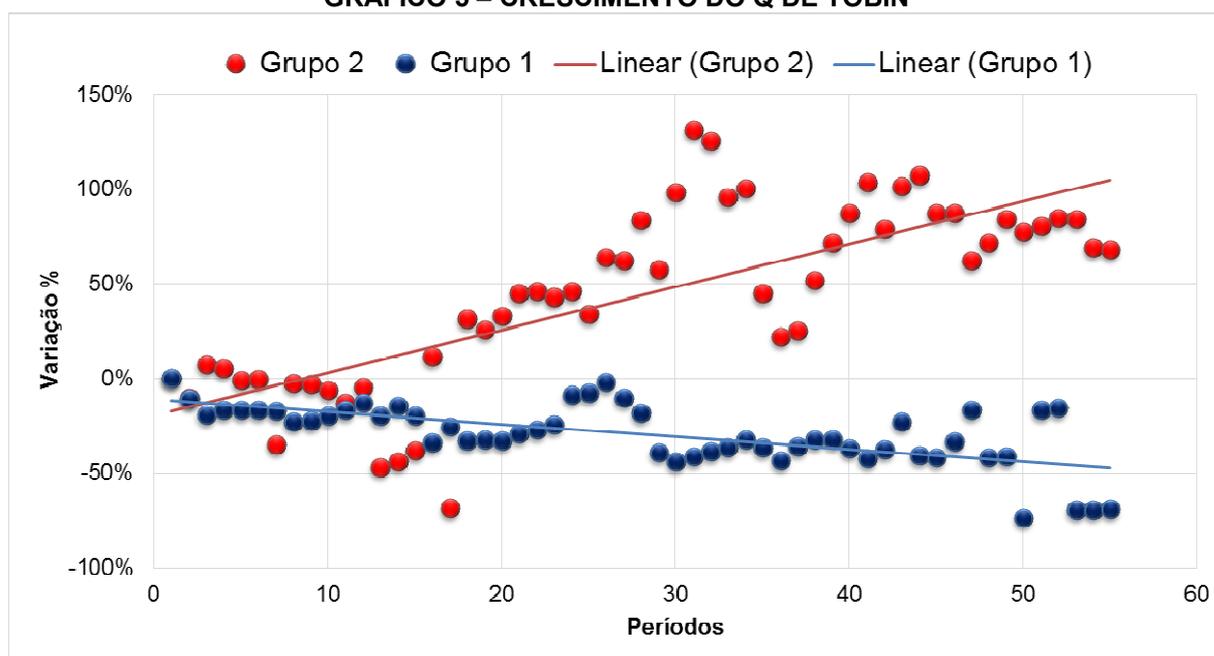
Fonte: Resultados da pesquisa

Com $R^2 = 0,5799$, portanto mais significativo na tentativa de determinar o comportamento evolutivo do Q de Tobin para as empresas do Grupo 2, pode-se verificar que após os 12 primeiros períodos a média das empresas deste grupo apresentou crescimento positivo contínuo, tendo a média saído de um $Q = 0,64$ e

chegado, ao término do período de estudo, ao $Q = 1,07$. A evolução percentual pode ser vista no Gráfico 5, onde partindo da base zero em T_0 apresentou crescimento de 68% no final (em T_{56}).

Exatamente o contrário se deu com a média do Q de Tobin das empresas do Grupo 1, cujo fator de determinação $R^2 = 0,4195$ portanto mais significativo do que o fator para apenas os 12 primeiros meses, mas não diferente quanto à tendência de queda ou variação negativa do Q. Em T_0 o $Q = 1,29$ e após 12 períodos já chegava a $Q = 1,10$ (em T_{13}) e ao final, em T_{56} , chegou ao $Q = 0,40$. Esta evolução pode ser vista melhor no Gráfico 4 onde fica explícito o comportamento da média desta variável e a tendência dada pela reta “linear”. Do ponto de vista da variação percentual, no Gráfico 5 pode-se ver com mais facilidade que nos primeiros 12 períodos o Q de Tobin médio já apresentava uma queda de -15% em T_{13} , e ao longo do período de estudo continuou o declínio, chegando a -69% em T_{56} .

GRÁFICO 5 – CRESCIMENTO DO Q DE TOBIN



Fonte: Resultados da pesquisa

Os resultados nos primeiros 12 períodos que podiam levar à interpretação de que os dois grupos apresentavam variação negativa não se mantiveram quando se observou todo o período disponível, pois as médias do Grupo 1 apresentaram declínio e as médias do Grupo apresentaram crescimento, distanciando um grupo do outro a partir do T_{15} . Os resultados parecem confirmar a necessidade de levar a

interpretação acerca da influência das F&A na criação de valor para o estudo de outras variáveis e não apenas o Q de Tobin isoladamente.

Apesar da instigante tendência a fazer inferências, elas não se aplicam nesta fase da apresentação dos resultados, muito embora se encerre aqui em relação ao Q de Tobin, dar-se-á sequência aos resultados com a variável EVA[®] nas seções seguintes.

4.2.2 EVA[®]

O *Economic Value Added* – EVA[®] dado pela aplicação da fórmula $EVA = (RROI - WACC) \times Investimento$, para a qual seguiram-se os ensinamentos de Assaf Neto (2010), busca indicar o valor criado pela empresa em determinado período, com base nos dados contábeis e de informações de mercado. Ocorre que, para se chegar a esta fórmula do EVA[®] que é relativamente simples, há que se percorrer uma série de outros caminhos, alguns complexos, para encontrar as informações componentes do RROI e do WACC, este último, especialmente dotado de complicadores devido à ausência de informações claras acerca do custo do capital próprio, e em menor grau, do custo do capital de terceiros. As alternativas para reduzir os complicadores do cálculo do EVA[®] aplicadas nesta pesquisa, foram descritas no Capítulo 3, baseando-se especialmente em Assaf Neto (2010), e após as devidas operacionalizações pode-se encontrar os valores destas variáveis.

As empresas da amostra apresentaram resultados com comportamento bastante simétricos, apesar de os valores apresentaram grande variação entre as empresas e isto não é estranho pois considera seus resultados de rentabilidade, de custo de capital e de investimentos de forma individualizada, portanto, não se esperava que os valores absolutos fossem parecidos. O que se buscou identificar, primeiramente, foi a variação do EVA[®] para cada uma das empresas e suas evoluções ao longo do período de 12 meses posteriores à transação de F&A, demonstradas por valores absolutos e por crescimentos percentuais, mesmo que negativos. Também foi possível verificar o comportamento destas variáveis e das suas evoluções por período prolongado devido o período de estudo permitir tal verificação como se deu com o Q de Tobin demonstrado na seção anterior.

Os dados absolutos do EVA[®] para os 12 períodos da amostra foram apurados por empresa e por período e todas as análises e comentários quanto ao comportamento das variáveis em valores absolutos fazem referência à esta base.

Inicialmente deve-se destacar que os resultados do EVA[®] foram positivos, ou seja, maior que zero, em apenas nove períodos da amostra, tendo ocorrido desta forma em seis empresas: Arcelor (T₃), Weg (T₁ e T₅), Petrobrás (T₁₂ e T₁₃), Totvs (T₈ e T₁₁), Ultrapar (T₉) e por fim Usiminas (T₁₂). O EVA[®] positivo indica a criação de valor, sendo o oposto a destruição de valor, quando negativos. Em todos os demais períodos e para todas as empresas os valores foram negativos e com grande variação entre os períodos para a mesma empresa, demonstrando a ausência de um padrão comportamental destas variáveis. A ocorrência destes nove períodos positivos não é suficiente para se identificar um padrão, seja para as variáveis ou seja pela empresa, visto que a ocorrência foi praticamente insignificante frente à amostra.

Ao verificar o comportamento das variáveis para as empresas consideradas Adquirentes Intensivas (Braskem, Ultrapar, Bradesco, Cosan, Itaú, Unibanco e Vale) os resultados parecem não mudar ou não sofrer alguma influência dada pela sequência de transações no período, pois apenas a Ultrapar apresentou o EVA[®] positivo, no entanto, apenas em um período (T₉), as demais, sempre revelaram resultados negativos.

Outros fatores como o tipo da transação, se foi uma fusão ou uma aquisição, bem como o valor das transações e o setor das empresas envolvidas também parecem não ter influenciado os resultados, nem mesmo se avaliados de forma combinada, pois praticamente em todos os períodos e para todas as empresas os resultados foram negativos, exceto os nove casos já citados.

Da mesma forma que o Q de Tobin, os dados permitiram a comparação da amostra (Grupo 1) com as demais empresas (Grupo 2) e dessa forma se deu mais amplitude às análises. Uma informação interessante foi o volume monetário envolvido nas empresas do Grupo 1 frente ao do Grupo 2, sendo a média do primeiro grupo muito superior à média do segundo, e isto faz sentido porque as

principais empresas negociadas na bolsa estão compondo o Grupo 1, tão logo, os valores serem substancialmente superiores.

A seguir apresentam-se os indicadores de crescimento da variável EVA[®], onde é possível verificar o comportamento ao longo dos 12 períodos da amostra. Adicionalmente a estes resultados, foram incluídas as médias dos três últimos períodos quando a empresa apresentou dados além dos primeiros 12 períodos, e ainda a média geral da amostra. Estas médias podem contribuir para as interpretações e dar sinais de modificação no futuro, no entanto, apenas por estas duas médias apresentadas não se pode inferir sobre uma possível mudança de curso quanto ao crescimento positivo ou negativo das variáveis ao longo do período estudado. Os percentuais de evolução estão demonstrados na Tabela 4, para o EVA[®].

TABELA 4 – CRESCIMENTO DO EVA[®] (T₁ ATÉ T₁₃) E MÉDIA DOS ÚLTIMOS TRÊS PERÍODOS E MÉDIA GERAL DA AMOSTRA

Nome	Negoc.	Anúncio	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆	T ₇	T ₈	T ₉	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	T ₁₃	Média 3 últimos períodos T _n	Média geral
All A. Latina _(anual)	Ativo	2T2001	66%	35%	-1527%	-509%	-5400%	-1383%	-4429%	-4457%	-2288%	-2420%	-551%	-810%	-2180%		-1989%
Amil _(semestral)	Cancel.	4T2009	-658%	-137%	-141%	-269%	-38%	-670%	-635%								-364%
Arcelor BR	Cancel.	4T2005	74%	35%	105%	67%	72%	63%									69%
B2W Digital	Ativo	1T2007	-535%	-494%	-1818%	-982%	-343%	-110%	-202%	-1647%	-2945%	-5849%	-5569%	-9265%			-2480%
Bradesco	Ativo	2T2000	36%	-257%	-207%	43%	-185%	-270%	-95%	-369%	-535%	-789%	-27%	-247%	-59%	-1290%	-228%
Brasil	Ativo	4T2008	45%	20%	-58%	76%	90%	27%	-20%	80%	64%	62%	33%	65%	44%	-2%	41%
Braskem	Ativo	1T2003	-784%	-272%	-359%	11%	-139%	-209%	-208%	9%	-151%	16%	-49%	-50%	-52%	-128%	-172%
BRF SA	Ativo	4T2007	32%	32%	-274%	-431%	-19%	-250%	-821%	-440%	-260%	-43%	-256%	-186%	-176%	-329%	-238%
Cosan _(semestral)	Ativo	4T2004	-29%	-1131%	-615%	-563%	-368%	-1826%	-1194%	-1998%	-1680%	-630%	-1423%	-6054%	-1692%	-1071%	-1477%
Duratex _(semestral)	Ativo	2T2009	-21%	61%	91%	-57%	88%	-22%	50%	92%							35%
Fibra _(semestral)	Ativo	3T2009	-14%	64%	86%	-101%	39%	92%	74%								34%
Gafisa _(semestral)	Ativo	3T2008	-521%	-566%	33%	-230%	-65%	-450%	-521%	-2135%	-978%	-5%	36%	-217%			-468%
Gerdau	Ativo	4T2010	-148%	-755%	-1414%	-2371%	-1153%	-2053%	-152%	-1123%	-755%	-1467%	-2579%	-3733%			-1475%
Itausa	Ativo	4T2000	-3%	71%	-178%	-278%	-162%	-146%	-241%	92%	-75%	-217%	-11%	-214%	-236%	-102%	-123%
ItauUnibanco	Ativo	4T2008	87%	42%	24%	79%	93%	40%	26%	82%	91%	62%	10%	43%	61%	59%	57%
Klabin S/A	Ativo	3T2001	-1%	29%	3%	3%	84%	-130%	-70%	62%	62%	78%	95%	69%	80%	-28%	28%
Paranapanema	Ativo	4T2009	71%	-3%	-21%	1%	51%	61%	-76%	-22%	28%	-68%	-54%	-193%	40%	-8%	-14%
PDG Realty _(anual)	Ativo	2T2010	-304%	93%	-394%	-6%	-46%	-265%	-127%								-150%

continua

conclusão

Nome	Negoc.	Anúncio	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆	T ₇	T ₈	T ₉	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	T ₁₃	Média 3 últimos períodos T _n	Média geral
Petrobras	Ativo	3T2007	-299%	-14%	-79%	-95%	-215%	-146%	-20%	67%	80%	61%	-160%	118%	124%	-159%	-44%
Ripasa	Cancel.	1T2001	-4%	-273%	-3012%	53%	-667%	-435%	-428%	-395%	-1309%	-3483%	-1606%	-553%	-637%	-859%	-981%
Santander <small>(anual)</small>	Ativo	1T2000	-130%	-81%	-34%	73%	-179%	-29%	-201%	-200%							-98%
Sudameris	Cancel.	3T2000	63%	56%	75%	44%	40%	-1%	55%	66%	62%	25%	-17%	-35%	39%	22%	36%
Totvs <small>(semestral)</small>	Ativo	2T2008	-1665%	-828%	-2123%	-1800%	-175%	-1807%	-655%	201%	-18262%	-557%	316%	-464%	-278%	199%	-2161%
Ultrapar <small>(anual)</small>	Ativo	1T2002	-227%	-248%	-280%	-101%	-355%	-431%	47%	-1430%	185%	40%	-1914%				-429%
Unibanco	Cancel.	1T2000	-6%	47%	-88%	-243%	-310%	-590%	-438%	11%	-428%	-715%	-588%	-464%	-246%	-652%	-312%
Usiminas	Ativo	4T2004	13%	-127%	-165%	93%	-356%	47%	-8%	-80%	-135%	28%	-16%	123%	-92%	-230%	-52%
Vale	Ativo	2T2000	-25%	-209%	48%	-37%	-185%	-539%	-767%	-119%	-159%	-708%	-66%	-230%	-645%	-3885%	-280%
Weg	Ativo	1T2007	111%	-67%	-19%	-104%	125%	-191%	-141%	61%	-70%	-117%	24%	58%	-69%	31%	-31%

Fonte: dados da pesquisa.

Como se pode observar nas Tabelas 3 e 4, a maioria das empresas apresentou variação negativa para as duas variáveis, no entanto, cabe destacar alguns casos em que houve crescimento sistemático e contínuo do EVA[®], mesmo em valores absolutos tendo sido negativo. Foi o caso das empresas Arcelor (média geral 69%) e ItauUnibanco (média geral 57%), pois ambas tiveram desde o T₁ até o T₁₃ um crescimento em relação ao T₀, cabendo ainda lembrar que a Arcelor foi uma das empresas que apresentou o EVA[®] positivo, e mesmo que isto tenha ocorrido em apenas um período da amostra (T₃), é de se supor que esta empresa conseguiu ao longo do tempo melhor o valor. No caso do ItauUnibanco o que pode-se perceber é que de fato ocorreu uma redução do EVA[®] negativo demonstrando que ao longo do tempo poderá haver uma reversão para tornar esta variável positiva, e isto pode ser ainda melhor entendido quando se observa a média dos últimos três períodos de coleta, dados de 2013, onde a média ficou positiva em 59%, muito embora ainda presente o EVA[®] negativo, o crescimento é positivo. No caso da Arcelor não se pode inferir acerca do futuro pois a empresa encerrou as negociações na bolsa em meados de 2007 quando sua controladora estrangeira realizou OPA.

Mesclando crescimento positivo em alguns períodos com negativo em outros observa-se um grande número de empresas. Destas destacam-se inicialmente aquelas que mesmo tendo transitado entre positivo e negativo mantiveram a média geral da amostra positiva, sendo: Banco do Brasil (41%), Duratex (35%), Fibria (34%), Klabin (28%) e Sudameris (36%).

Observou-se também um grande número de empresas que sempre apresentaram variação negativa, período após período, de forma sistemática e contínua. As variáveis de controle não puderam auxiliar alguma explicação deste comportamento do EVA[®], pois não se encontrou um padrão entre alguma das variáveis de controle e estas evoluções do EVA[®]. De fato, não se observou padrão entre as variáveis de controle em nenhum dos grupos de resultados, sejam aqueles com crescimento sempre positivo, ou aqueles sempre negativos e muito menos os mistos.

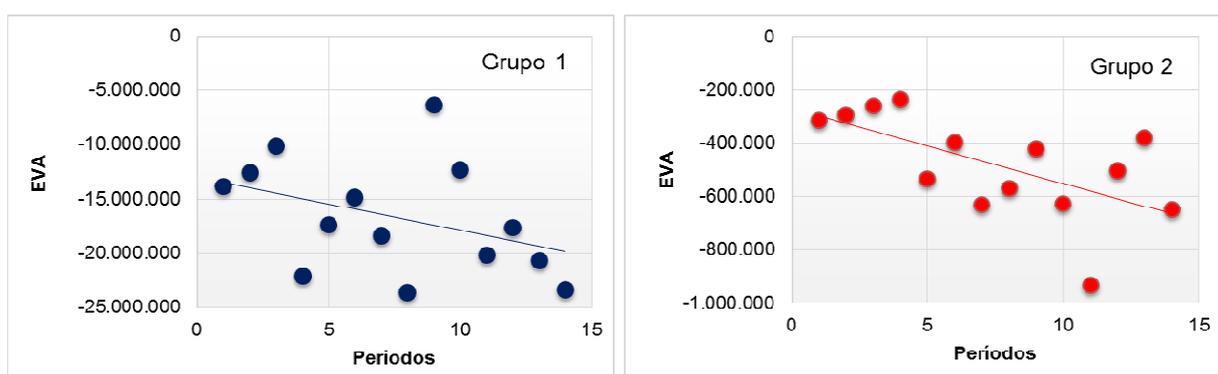
As empresas que sempre apresentaram variação negativa e suas médias gerais da amostra foram: Amil (-364%), B2W Digital (-2480%), Cosan (-1477%), Gerdau (-1475%) e Ripasa (-981%).

As demais 21 empresas foram aquelas com resultados de crescimento misto, transitando entre crescimento positivo e negativo com certa frequência, sem um padrão observável. Além das já citadas Banco do Brasil, Duratex, Fibria, Klabin e Sudameris, que apresentaram média geral positiva, as demais apresentaram média geral negativa revelando a dificuldade de recuperar os resultados do EVA[®] e reverter o quadro negativo, ou seja, criar valor ao invés de destruir.

Comparando o desempenho do EVA[®] para os dois grupos pode-se perceber que em ambos predominou a tendência de redução contínua dos valores do EVA[®] e ainda, do ponto de vista do crescimento percentual, também parece ser comum entre os dois grupos a variação negativa, sendo mais acentuado para o Grupo 2.

No Gráfico 6 e 7 pode-se verificar que em ambos os Grupos os valores absolutos do EVA[®] tiveram a tendência à redução contínua, mesmo em alguns casos isolados tendo aumentado, no geral a redução predominou. Apesar do coeficiente de determinação $R^2 = 0,1543$ ser quase insignificante para o Grupo 1 os dados confirmam a tendência de queda mesmo quando o valor do EVA[®] ficou acima da reta “linear” ainda era negativo. Para o Grupo 2 se repete a mesma situação, no entanto, com o aprimoramento do $R^2 = 0,3781$ que dá mais sustentação para a tendência observada.

GRÁFICOS 6 E 7 – EVA[®] - EVOLUÇÃO NOS 12 PRIMEIROS PERÍODOS

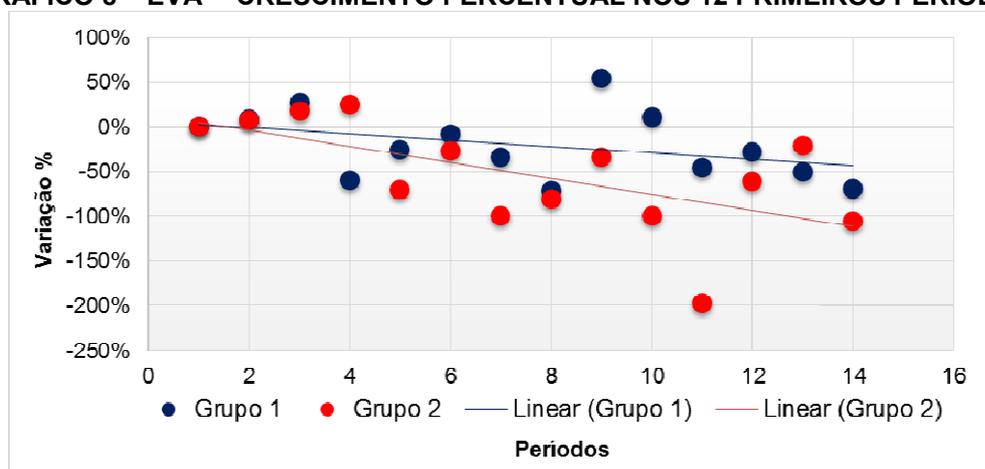


Fonte: Resultados da pesquisa

Em termos de crescimento percentual observa-se que em ambos os grupos as médias apresentaram a tendência de redução, ou seja, de variação negativa. Fato que se confirma pela representação dada pelo Gráfico 8 onde se pode verificar que em ambos os Grupos partindo da base unificada zero, nos 12 períodos as médias foram negativas e as tendências muito parecidas com o Grupo 2

apresentando queda mais acentuada. Observa-se que os fatores de determinação R^2 são os mesmos dos valores absolutos conforme já demonstrados nos Gráficos 6 e 7.

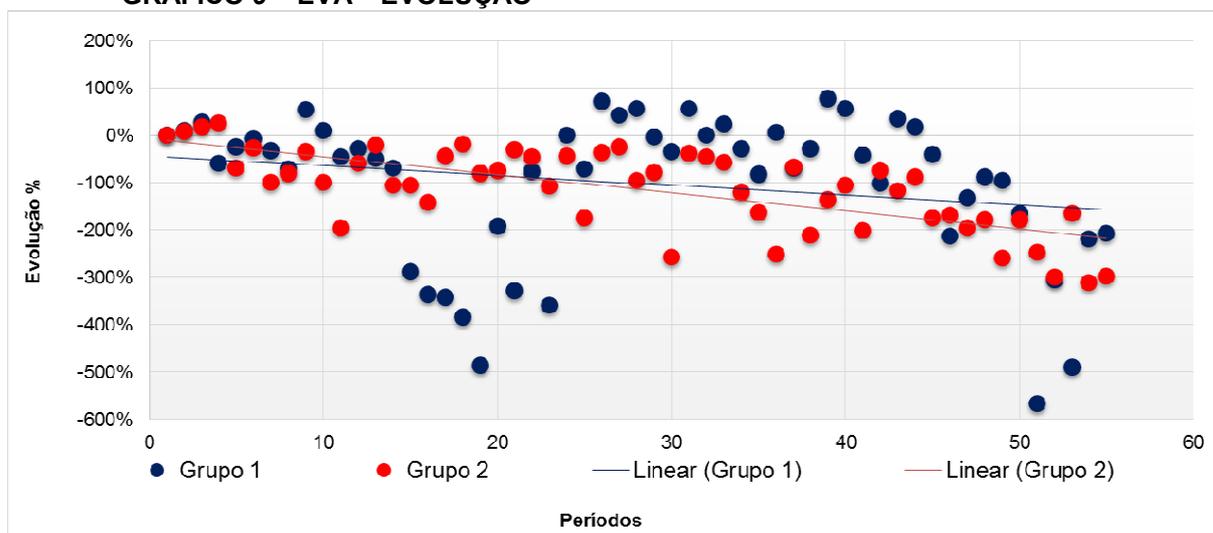
GRÁFICO 8 – EVA[®] - CRESCIMENTO PERCENTUAL NOS 12 PRIMEIROS PERÍODOS



Fonte: Resultados da pesquisa

Por fim, dado a disponibilidade dos dados e períodos futuros, pode-se calcular o EVA[®] para o período prolongado e com isto avaliar o crescimento dos dois Grupos ao longo do tempo, em até T_{56} . O que se viu nos 12 primeiros períodos se repetiu para todo o período de estudo, tendo a média de crescimento para ambos os grupos sido negativa com forte tendência ao declínio, sendo mais acentuada para os empresas do Grupo 2. Com o $R^2 = 0,0437$ para o Grupo 1 e $R^2 = 0,5065$ para o Grupo 2 pode-se inferir que, se forem mantidas estas tendências o EVA[®] deve continuar reduzindo, destruindo valor.

GRÁFICO 9 – EVA[®] - EVOLUÇÃO



Fonte: Resultados da pesquisa

4.3 TESTES DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Com base na teoria acerca das variáveis capazes de indicar a criação de valor para o investidor, selecionaram-se as duas principais, sendo o Q de Tobin e o EVA[®], sendo que estas duas últimas se relacionando entre si, pelo menos é o que se espera visto que uma deriva da outra. Já o Q de Tobin não se relaciona diretamente com as demais, no entanto, é comum se esperar que guarde simetria com as mesmas em função de procurarem descobrir e indicar um determinado comportamento da empresa e seus reflexos na criação de valor.

Ocorre que nos resultados apresentados, quando visualizados individualmente por variável, por empresa ou por período (T_n) não se encontraram simetria ou um padrão, pois houve muita variação entre os resultados, sem um padrão de fácil compreensão comportamental, principalmente acerca da possível influência das transações de F&A na criação e valor a médio prazo (até três anos).

A suposição de que quanto o Q de Tobin aumenta o EVA[®] também deveria aumentar e vice e versa, parece receber crédito à luz do conceito teórico de cada uma das variáveis e do ponto comum entre elas, ou seja, a identificação da criação de valor.

Feitas estas considerações pode-se entender que o padrão esperado seria o crescimento, mesmo que não proporcional, mas seguindo o mesmo sentido, para as duas variáveis ou o contrário, a variação negativa para as duas. Isto poderia ser confirmado pelo Coeficiente de Determinação R^2 se o grau de significância fosse parecido para os dois relacionamentos, ou pelo menos que nos dois relacionamentos as regressões lineares tivessem o mesmo sentido, ou seja, positivo para os dois ou negativo para os dois sendo então simétricos para cada empresa, a fim de explicar um padrão. Depois disso a tarefa seria identificar a significância do R^2 para buscar compreender se era forte o suficiente para explicar o comportamento das variáveis em cada período na amostra. O que de fato se viu foi uma grande disparidade, pois quando o Q de Tobin aumentava o mesmo na maioria das vezes não ocorria com o EVA[®] e vice e versa, impedindo a confirmação do relacionamento estreito entre as duas variáveis, conforme pode-se ver na tabela a seguir:

TABELA 5 – COEFICIENTE DE DETERMINAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS – R²

Empresa	Q → EVA®	
All América Latina <small>(anual)</small>	0,0308	—
Amil <small>(semestral)</small>	0,5486	—
Arcelor BR	0,0487	+
B2W Digital	0,2547	+
Bradesco	0,1389	+
Brasil	0,0942	+
Braskem	0,0254	+
BRF SA	0,1936	+
Cosan <small>(semestral)</small>	0,2750	+
Duratex <small>(semestral)</small>	0,0000	+
Fibria <small>(semestral)</small>	0,0075	—
Gafisa <small>(semestral)</small>	0,1636	+
Gerdau	0,5245	+
Itausa	0,0021	—
ItauUnibanco	0,0364	+
Klabin S/A	0,2098	+
Paranapanema	0,0274	+
PDG Realty <small>(anual)</small>	0,0650	+
Petrobras	0,1825	—
Ripasa	0,1093	—
Santander BR <small>(anual)</small>	0,0092	+
Sudameris	0,1317	—
Totvs <small>(semestral)</small>	0,0491	—
Ultrapar <small>(anual)</small>	0,3630	—
Unibanco	0,0336	+
Usiminas	0,0011	+
Vale	0,1950	—
Weg	0,0842	+

Fonte: dados da pesquisa.

Pode-se destacar inicialmente o comportamento das variáveis das empresas Amil, Petrobrás, Ripasa, Ultrapar e Vale que mostraram um padrão de relacionamento com regressão linear negativa, significando que quanto maior o Q de Tobin menor é o EVA®. O inverso ocorreu com a Braskem que apresentou um padrão positivo para a regressão linear significando que quanto maior é o Q de Tobin maior é o EVA®.

A princípio pode-se dizer que existe uma relação com tendência homogênea entre o comportamento das duas variáveis nos 12 primeiros períodos, no entanto, resta observar se a significância destes relacionamentos é expressiva o suficiente para se afirmar que o comportamento tem chance de ser repetido em outros períodos. Sendo assim, verifica-se que estas seis empresas apresentaram o R^2 muito próximo de zero em quase todos os relacionamentos, destacando-se excepcionalmente a Amil, a Ultrapar e a Vale com alguns casos de $R^2 > 0,5$, mas não repetindo este valor para as duas variáveis, tão logo, dizer que o relacionamento guarda estreito padrão comportamental para as variáveis é um tanto precipitado e sem guarida suficiente no campo estatístico.

Observou-se uma sequência bastante interessante quando a variável independente era representada pelo Q de Tobin, sendo que 13 empresas apresentaram a regressão linear positiva revelando que quanto maior era o Q de Tobin maior seria o EVA[®]. Há que se ressaltar que em apenas sete relacionamentos o $R^2 > 0,5$ e que nas demais seis empresas variou muito chegando muito próximo de zero em alguns casos. Isto mostra que cautela deve ser tomada antes de inferir que o Q de Tobin evidencia um padrão em conjunto com o EVA[®], pois quando seguem a mesma tendência o Coeficiente de Determinação R^2 é pouco significativo.

Ainda, cabe esclarecer que na maioria das empresas o coeficiente de Determinação foi muito baixo, não chegando nem ao menos com o $R^2 = 0,5$, o que demonstrou muito pouca significância na relação, e devido a isto não se pode afirmar que o comportamento seguiria as tendências demonstradas na Tabela 7. Para melhor entendimento destes testes decidiu-se juntar no Apêndice B os cálculos e os gráficos produzidos para a determinação dos coeficientes R^2 e das tendências das regressões lineares.

4.4 COMPARAÇÃO COM ESTUDOS ANTERIORES

Conforme foi exposto no Capítulo 2, diversos estudos buscaram compreender o comportamento de determinadas variáveis ligadas à criação de valor em situações parecidas com as analisadas neste estudo. Preocuparam-se basicamente com os reflexos das F&A, mais particularmente com os reflexos para os investidores. Muitas formas de medir tais reflexos foram empregadas, muitas delas

quantitativas e relacionadas com o desempenho financeiro da empresa adquirente ou resultante, e outras qualitativas relacionadas com a percepção dos gestores e com os sinais dados pela administração durante e após a consolidação das transações.

Os resultados não apresentaram unanimidade quanto aos reflexos positivos para os acionistas do ponto de vista de criação de valor, e por isso mesmo, continuam a ser estudados, pois deixam claro que as variáveis estudadas, a falta de informações detalhadas, os critérios de aproximação para as conclusões, os fatores alheios às F&A, etc., podem influenciar os resultados, e por isto não são conclusivos, e obviamente, não esgotam o assunto.

Muitos estudos buscaram evidenciar a percepção do mercado seguida do anúncio, outros buscaram evidenciar os resultados a longo prazo, e todos passaram pela tentativa de identificação dos reais motivos para as F&A, sabendo desde o início que muitas vezes as empresas envolvidas não revelam claramente os motivos. Assim, todos os estudos buscaram alternativas para explicar o fenômeno F&A e encontraram várias possibilidades, mas nenhuma encerrando o tema. É importante ressaltar que as pesquisas anteriores já demonstravam a grande dificuldade para pesquisar, discorrer e concluir acerca do tema, mais precisamente sobre a influência das F&A nos resultados futuros das empresas envolvidas e também sobre os efeitos para os investidores. Também já era evidente que havia discordâncias acerca dos benefícios das F&A para a criação de valor ou outras formas de benefícios para os acionistas, inclusive a respeito dos retornos anormais das ações após o anúncio das transações, e ainda com maior foco quanto à importância das F&A e seus efeitos para a empresa e seus acionistas e por isto tem sido um tema recorrente nas pesquisas acadêmicas. Estas assertivas encontram confirmação em estudos de Kloeckner (1994), Nardi (2012); Muhammad (2011); Singh e Mogla (2010); Castro (2010); Kayo, Patrocínio e Martin (2009); Kumar (2009); Camargos e Barbosa (2009); Costa Jr. (2008). Para completar as considerações cita-se Chaison (2010) que afirma que não existe de fato uma explicação teórica geral para as F&A, permitindo inferir que o enquadramento teórico depende mais dos interesses, dos objetivos reais, da operação, do que do conceito geral com o qual se pretende enquadrar os estudos.

Quanto ao efeito “criação de valor” pelas F&A pode-se verificar na pesquisa referencial que tem sido uma das vertentes mais recorrentes destes estudos e da mesma forma, trazem resultados divergentes, mesmo aplicando metodologias similares e a utilização das mesmas variáveis. Enquanto alguns confirmaram a criação de valor (CASTRO, 2010; CAMARGOS; BARBOSA, 2009; COSTA JR., 2008), outros refutaram tal hipótese concluindo que as transações estudadas não criaram valor para o acionista (ARAÚJO et al., 2007; BATISTELLA, 2005; CAMARGOS; BARBOSA, 2007; KAYO; PATROCÍNIO; MARTIN, 2009; KUMAR, 2009; MÁLAGA, 2007; MUHAMMAD, 2011; NARDI, 2012; SINGH; MOGLA, 2010).

As F&A parecem mais direcionar para um crescimento financeiro e estratégico, e não exatamente para a criação de valor, mantendo uma lacuna cujas pesquisas tentam preencher com alternativas, como por exemplo, pesquisas ligadas a sinergia operacional e à maximização da utilidade gerencial, que normalmente encontram bases para inferir sobre alguns efeitos benéficos das F&A, mas não são unânimes entre os pesquisadores. (ARAÚJO et al., 2007; KLOECKNER, 1994; MÁLAGA, 2007; RAVENSCRAFT; SCHERER, 1987).

As conclusões predominantes nestes estudos foram de que não houve criação de valor ou aumento significativo de sinergia nas empresas adquirentes ou resultantes, que em poucos casos ocorreram sinais de melhoria operacional e de retorno anormal das ações, mas sendo reflexos imediatos mais ligados à expectativa especulativa no mercado de ações do que a crença na criação de valor a médio ou a longo prazos.

A interpretação de que a transação foi bem sucedida pareceu predominar na maioria dos estudos, mesmo não tendo comprovado a criação de valor, ainda, que é possível a criação de valor, mas não é frequente sua ocorrência. A falta de significativas diferenças entre os retornos das ações após o anúncio pode sugerir a inexistência de sinergia, no entanto, é comum a visão de que mesmo não focando explicitamente a criação de valor para os acionistas, os administradores acabam buscando F&A compatíveis com o racional da eficiência mais por motivos internos à empresa como a utilidade gerencial, do que por objetivos de criação de valor. A melhora do desempenho administrativo, mesmo que subjetivo, pareceu ser recorrente nos estudos, recorrente também foi o entendimento de que os resultados nestes estudos ainda são controversos e carecem de mais aprofundamento. Estudos

que contemplam estas assertivas: Hitt et al. (2012); Firth (1978); Kloeckner (1994); Batistella (2005); Feroz, Kim e Raab (2005); Camargos e Barbosa (2007); Málaga (2007); Araújo et al. (2007); Kumar (2009); Kayo, Patrocínio e Martin (2009); Singh e Mogla (2010); Kirchhoff e Schiereck (2011) e Muhammad (2011).

Ao revisitar os estudos que nortearam esta pesquisa, pode-se verificar um alto grau de similaridade quando se observam os resultados acerca da criação de valor, pois mesmo as transações de F&A serem bem sucedidas, a continuidade dos negócios parecer bem fundada em fortes alicerces, os ganhos para os acionistas em função dos dividendos e do aumento da cotação das ações em muitos casos serem recorrentes, as empresas apresentarem lucros e crescimento da receita muitas vezes acima do crescimento do PIB e da inflação, assim como nestes estudos consultados, não se encontraram nesta pesquisa demonstrativos de criação de valor para o acionista com a utilização das variáveis Q de Tobin e EVA[®] que ainda contaram com o auxílio das variáveis de controle.

Se a criação de valor não era o foco da F&A ou se era e não foi atingido, da mesma forma que nos estudos anteriores, fica a indagação acerca dos fatores motivados para as F&A e como possíveis respostas pode-se ter um conjunto de fatores motivados, passando por razões estratégicas como economia de escala, *market share*, sinergia operacional, etc., e razões financeiras como melhoria dos fluxos de caixa, otimização dos custos e melhoria da rentabilidade, e ainda, razões mais subjetivas como sinal ao mercado sobre o potencial da empresa adquirente, combate à concorrência e a criação de império ou poder de mercado. Como o objetivo central deste estudo não era identificar os fatores motivadores porque partiu do pressuposto de que as F&A deveriam criar valor para os acionistas, tais respostas acerca dos motivadores ficam apenas no campo da subjetividade.

4.5 SÍNTESE DOS RESULTADOS

Praticamente no final da discussão dos resultados obtidos pela pesquisa, os resultados alcançados por este estudo não se distanciaram dos anteriores, mesmo daqueles com metodologias diferentes, tampouco daqueles que tiveram um espaço temporal diferente, bem como uma amostra com características também diferentes. A dificuldade para o levantamento de dados é menor a cada dia visto a

disponibilidade de dados para consulta em bancos de dados como o da Economatica e pela internet, no entanto, a identificação do anúncio, dos detalhes da transação e do motivo central da transação continuam a ser obstáculos complicados a ser transpostos. Não obstante os cuidados com os dados coletados, merece ainda maior cuidado os critérios que serão aplicados, as variáveis que serão estudadas e a atenção com os resultados a fim de não chegar a conclusões dúbias ou precipitadas.

Muito embora o foco principal fosse a criação de valor, outros aspectos foram contemplados e analisados e no transcorrer da pesquisa pode-se verificar a magnitude que as operações de F&A tem revelado, na maioria dos casos o histórico das empresas faz concluir que foram bem sucedidas, que têm sentido de continuidade e crescimento, mesmo que não revelaram criação de valor, pelo contrário, mostraram que as empresas estão destruindo valor, pelo menos pelos aspectos estudados, quais sejam pelo comportamento apresentado pelo Q de Tobin e pelo EVA[®].

A criação de valor, na sua essência, significa que a empresa é capaz de remunerar o investidor com retornos maiores do que ele obteria numa aplicação normal, mais segura, que não na empresa. Isto seria a superação do custo de oportunidade. Assim, quando a empresa não cria valor, está na contramão, pois passa a destruir valor, mesmo gerando lucro contábil, e não consegue cobrir os custos de oportunidade do capital investido e, portanto, não consegue remunerar o risco assumido pelo investidor. Esta assertiva está de acordo com o entendimento de Stewart (2005) e Assaf Neto (2010) que consideram a criação de valor como o objetivo principal e presente na teoria de finanças corporativas, pois o valor criado adicionalmente é a recompensa dos investidores que se encorajaram a colocar seu capital no negócio. Em resumo, a empresa é uma criadora de valor quando passa a remunerar o capital acima das expectativas mínimas de ganhos (oportunidade).

Entender os resultados como se fossem notas em uma avaliação, reprovando, portanto, as empresas que destruíram valor após as F&A, seria no mínimo um pretencioso julgamento, que obviamente não se aplica na pesquisa científica, pois mesmo que estes resultados vão na contramão da criação de valor da forma esperada no campo teórico, a viabilidade do negócio anunciado e concluído parece ser sustentada pela continuidade da empresa adquirente ou resultante, pela própria sobreposição de F&A, pela lucratividade apresentada e até mesmo pela

confiança dos investidores que continuaram a investir na empresa. Parece ainda, que os próprios investidores não buscam avaliar seus investimentos pelo ponto de vista da criação de valor, mas pela lucratividade e pela cotação das ações, lembrando que esta última não é consequência exclusiva de decisões da empresa, mas de um conjunto, inclusive macroeconômico. Os sinais da perpetuidade da empresa, sua experiência e os sinais de solidez talvez possam influenciar mais a decisão do investidor do que propriamente a criação de valor.

5 CONCLUSÕES

Após as análises dos resultados feitas no Capítulo 4, a pesquisa segue para as conclusões acerca do que se pretendia identificar e descrever, utilizando seus achados para avaliar o alcance dos objetivos, as confirmações dos pressupostos e a resposta à questão de pesquisa. Assim, neste último capítulo apresentam-se as considerações que servirão de base para em seguida discorrer sobre as conclusões do estudo.

No presente estudo, todas as situações elencadas anteriormente pela teoria se confirmaram, desde a dificuldade para levantamento dos dados, complexidade para a aplicação metodológica e escolha das variáveis, e ao final, quando os resultados direcionaram para apenas uma resposta, no caso a não criação de valor, restam outras indagações como descobrir os fatores motivadores de cada transação, pois o motivo parece não ser a criação de valor. De fato, mesmo não se confirmando a criação de valor não se pode deixar de considerar que historicamente as transações são benéficas para as empresas e isto se pode inferir pela continuidade e crescimento do negócio, pela manutenção no mercado das empresas adquirentes ou resultantes, pela lucratividade e pela confiança dos investidores que continuam investindo naquelas empresas.

O estudo delimitou-se à busca de transações de F&A ocorridas de 2000 até 2010, e a coleta dos dados avançou até três anos posteriores ao anúncio e como o período de estudo se estendeu de 2000 até 2013, muitas empresas tiveram dados coletados posteriores aos três anos e isto possibilitou análises adicionais sobre a evolução dos resultados em períodos prolongados maiores que apenas os três anos inicialmente previstos. Outra ocorrência interessante para a pesquisa foi a possibilidade de se apurar as variáveis para as outras empresas listadas na bolsa, mesmo aquelas que já tiveram o registro encerrado, e isto permitiu separar as empresas em dois grupos, sendo o Grupo 1 das 28 empresas que pertenciam à amostra pois tiveram transações de F&A no período de estudo, e o Grupo 2 sendo o restante das empresas que não pertenciam à amostra. Os comparativos dos resultados entre os dois grupos enriqueceu a discussão e deu subsídios às conclusões que passam a ser apresentadas.

Pode-se afirmar que a pesquisa e seus resultados devem ser considerados válidos para os propósitos que se pretendia, mais especificamente quanto ao

objetivo geral que era **identificar se as operações de F&A ocorridos entre 2000 a 2010 em empresas listadas na BM&FBOVESPA criaram valor para os acionistas**. Outro ponto complementar ao objetivo geral era o pressuposto de que o interesse do acionista deveria ser atendido, ou pelo menos, deveria ser considerado nas decisões da administração, por isto a necessidade de identificação da criação de valor pelas decisões de F&A. Apesar de ser colocada como se fosse uma expectativa e também parte da justificativa do estudo, mas de fato configurou-se como um objetivo complementar, foi a possibilidade de ampliar o entendimento da abordagem por meio das variáveis de criação de valor em operações de F&A, Q de Tobin e EVA[®], buscando compreender a viabilidade e a capacidade explicativa destas variáveis isoladamente ou em conjunto.

Os resultados apurados, suas comparações e as análises feitas, respeitados os critérios metodológicos e os direcionamentos teóricos acerca das variáveis utilizadas, revelaram que:

1. As empresas da amostra, Grupo 1, não criaram valor para os acionistas, pois apresentaram grande variação no Q de Tobin, e na maioria dos casos o $Q < 1$ e ainda com variação negativa ao longo dos 12 períodos posteriores ao anúncio bem como no período prolongado quando foi possível apurar além dos três anos;
2. Quando se avaliou pela variável EVA[®], as empresas da amostra, Grupo 1, apresentaram resultados negativos constantes, exceto em nove períodos de forma isolada e em empresas diferentes, assim os resultados não foram condizentes com a criação e valor, pois todas destruíram valor nos 12 períodos posteriores ao anúncio e também no período prolongado quando foi possível apurar além dos três anos;
3. Quando analisadas as médias de crescimento do Q de Tobin das empresas da amostra (Grupo 1) e também daquelas não pertencentes à amostra (Grupo 2), verificou-se que as médias de crescimento foram mais favoráveis para as empresas do Grupo 2 do que para as do Grupo 1,

tendo as empresas do Grupo 2 apresentando crescimento positivo após os 15 primeiros períodos (T_{15}) e as empresas da amostra mantiveram a variação negativa por todo o período estudado (Gráfico 5);

4. Quando analisadas as médias de crescimento do EVA[®] de ambos os grupos, tanto para os primeiros 12 períodos como para o período prolongado, os resultados foram muito parecidos entre os grupos, revelando a variação negativa contínua (Gráficos 9 e 14);
5. As variáveis de interesse Q de Tobin e EVA[®], não mostraram semelhança quanto aos resultados, nem individualmente por período, por empresa, e nem num conjunto quando se avaliou à luz da regressão linear, pois os Coeficientes de Determinação R^2 apurados para cada relacionamento foram insignificantes por estarem mais próximos de zero do que de 1, e não houve um padrão para o comportamento das variáveis na regressão, pois ora a relação era positiva e ora negativa (Apêndice A);
6. As variáveis de controle não contribuíram objetivamente para a interpretação dos resultados obtidos pelas variáveis de interesse, pois tanto os valores como os tipos de transação, bem como o setor e a sobreposição não possibilitaram uma diferenciação ou a identificação de um padrão que pudesse auxiliar nas explicações dos resultados.

A questão problema, inicialmente elaborada quando das definições da pesquisa, a saber, **“Os processos de F&A ocorridas entre 2000 a 2010 em empresas listadas na BM&FBOVESPA criaram valor para os acionistas?”**, pode ser completamente respondida com a assertiva de que os processos não criaram valor para o acionista, nem de forma geral para todo o grupo com suas médias ou valores absolutos e nem de forma isolada, por empresa.

Do ponto de vista do padrão existente na teoria, os resultados não surpreenderam, pois guardaram relação muito próxima com os resultados da maioria

dos estudos anteriores acerca do tema, tanto nacionais como estrangeiros, recentes ou já antigos, que já traziam as afirmações de que as F&A pareciam não exercer força ou criar possibilidades sobre a criação de valor para os investidores. De forma parecida, esta pesquisa traz conclusões muito próximas destas anteriores, mesmo tendo abordado o tema de forma diferenciada e pelas variáveis combinadas, não se encontrou indícios da criação de valor propriamente dita e entendida pelos conceitos do Q de Tobin e do EVA[®].

Não se pode afirmar que estas variáveis escolhidas para a pesquisa não são apropriadas para o propósito ou que outras variáveis encontrariam resultados diferentes, afinal, quando se fala em criação de valor o EVA[®] está altamente ligado ao conceito do valor residual e da remuneração além do custo de oportunidade, tão logo, entre tantas variáveis possíveis não poderia o EVA[®] deixar de ser considerado. Ainda quanto às variáveis, não se confirmou a simetria ou um padrão quando se comparou o Q de Tobin com as duas outras, e isto pode sinalizar que tal combinação não traz na sua essência uma lógica, ou de fato resultados comprovados sobre o uso em conjunto destas variáveis. No entanto, mesmo sem uma relação padronizada entre elas, as duas revelaram resultados similares, ou seja, a destruição de valor. Por isto deve-se ter cautela quando se decide usar variáveis em conjunto para não levar à conclusões que buscam a comprovação ou a correlação perfeita quando de fato não existe tal perfeição, mas isoladamente as variáveis direcionam para o mesmo rumo ou resultado.

Então, se não criam valor, qual é o real motivo para as empresas decidirem pelas F&A? Parece que esta pode ser a pergunta central e recorrente quando se busca compreender as F&A, e por isto merece novas pesquisas acerca deste tema com esta abordagem.

Pesquisas com amostras grandes, tanto para a criação de valor a longo prazo como para o retorno anormal das ações, direcionaram as conclusões para resultados negativos, e mesmo quando os retornos das ações são positivos, na maioria dos casos são estatisticamente pouco significantes, assim, pode ser uma boa alternativa empreender sobre o tema, pesquisas com a metodologia de estudos de caso, especialmente em empresas que passaram por F&A há mais de três anos. De posse dos dados internos que o estudo desta natureza permite, poder-se-ia avaliar não só acerca das variáveis usadas neste estudo, mas também outros

medidores de desempenho como os financeiros, os de liquidez, os de rentabilidade, de estrutura de capital incluindo o custo dos capitais, a distribuição de dividendos, tudo isto mesclado com os retornos das ações e o sentido de continuidade do negócio, com dados do mercado como *market share* e exposição da marca.

REFERÊNCIAS

AGUNDU, P. U. C.; KARIBO, N. O. Risk analysis in corporate merger decisions in developing economies: A case study of the Lipton-Level Brothers in Nigeria. **Journal of Financial Management & Analysis**, Mumbai, India, v. 12, n. 2, p. 13-17, 1999.

ARAÚJO, C. A. G. et al. Estratégia de fusão e aquisição bancárias no Brasil: evidências empíricas sobre retornos. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Fortaleza, v. 5, n. 2, p. 7-20, jul./dez. 2007.

ARZAC, E. R. **Valuation for mergers, buyouts and restructuring**. 2 ed. Hoboken, New Jersey (USA): Wiley, 2007.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan./fev./mar. 2008.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. **Administração Estratégica e Vantagem Competitiva: casos brasileiros**. São Paulo: Pearson, 2008.

BARROS, B. T. et al. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003.

BATISTELLA, F. D. **Uma análise do valor gerado para acionistas de bancos brasileiros que fizeram aquisições entre 1995 e 2004**. 2005. 94 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2005.

BIBLER, R. S. O processo de aquisição: um programa para o sucesso. In: KEY, S. L. **Guia da Ernest & Young para a administração de fusões: fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: Record, 1992. p. 18-31.

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

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

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 17-38, abr./jun. 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n2art2.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2013.

_____; _____. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de Administração USP**, São Paulo, v. 42, n. 4, p. 468-481, out./nov./dez. 2007. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1249>. Acesso em: 20 mar. 2013.

_____; _____. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, abr./jun. 2009. Disponível em: <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75902009000200007.pdf>. Acesso em: 15 out 2012.

CAPRON, L.; PRISTE, N. When do acquires earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, Chichester, v. 23, n. 9, p. 781-794, Sept. 2002. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.262/abstract>>. Acesso em: 28 ago. 2012.

CASTRO, D. M. F. **Criação de valor em fusões e aquisições**. 2010. 199 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2010.

CHAISON, G. Union mergers: the new interest and some old questions. **Employee Responsibilities and Rights Journal**, New York, Netherlands, v. 22, n. 2, p. 149-156, 2010.

CHUNG, K.H.; PRUITT, S.W. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**. v. 23, n. 3, p. 70-74, Aut. 1994. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/3665623?uid=3737664&uid=2&uid=4&sid=21104069135713>>. Acesso em: 18 set. 2013.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial Theory and Corporate Policy**. 4. ed. New York, NY (USA): Pearson Addison Wesley, 2005.

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

COSTA JR., J. V. **Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006**. 2008. 155 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-30062008-113212/>>. Acesso em: 10 nov. 2012.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v07-4art03.pdf>>. Acesso em: 01 mar. 2013.

FEROZ, E. H.; KIM, S.; RAAB, R. Performance measurement in corporate governance: do mergers improve managerial performance in the post-merger period? **Review of Accounting & Finance**, Patrington, United Kingdom, v. 4, n. 3, p. 86-100, 2005.

FIRTH, M. Synergism in mergers: some British results. **The Journal of Finance**. Chicago, v. 33, n. 2, p. 670-672, May 1978.

G1 ECONOMIA. **Standard & Poor's eleva nota do Brasil**. 2011. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/11/standard-poors-eleva-nota-de-risco-do-brasil.html>>. Acesso em: 16 set. 2013.

GIESSNER, S. R. Is the merger necessary? The interactive effect of perceived necessity and sense of continuity on post-merger identification. **Human Relations**, New York, v. 64, n. 8, p. 1079, 2011.

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

HITT, M. A.; HARRISON, J. S.; IRELAND, R. D. **Mergers & acquisitions: a guide to creating value for stakeholders**. New York (USA): Oxford University Press, 2001.

HITT, M.A. et al. Creating value through mergers and acquisitions: challenges and opportunities. In: FAULKNER, D.; TEERIKANGAS, S.; JOSEPH, R. **The handbook of mergers and acquisitions**. Oxford (UK): Oxford University Press, 2012. p. 71-98.

JENSEN, M. C. Takeovers: their causes and consequences. **Journal of Economic Perspectives**, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 21-48, 1988. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/1942738?uid=3737664&uid=2&uid=4&sid=21104069045333>>. Acesso em: 16 out. 2012.

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

KIRCHHOFF, M.; SCHIERECK, D. Determinants of M&A success in the pharmaceutical and biotechnological industry. **IUP Journal of Business Strategy**, Hyderabad, India, v. 8, n. 1, p. 25-50, 2011.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan./mar. 1994.

KPMG. **Pesquisa de fusões e aquisições**: espelho das transações realizadas no Brasil, 2009. 2010. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2009/Fusoes_Aquisicoes_4_trim_2009.pdf>. Acesso em: 20 fev. 2013.

KUMAR, R. Post-merger corporate performance: an Indian perspective. **Management Research News**, Patrington, v. 32, n. 2, p. 145-157, 2009. Disponível em: <doi:10.1108/01409170910927604>. Acesso em: 15 abr. 2012.

LI, J. T. S.; LUCINDA, C. R. Potencial anticompetitivo da fusão Oi-BrT: uma análise usando retornos anormais e estudo de evento. **RBEE - Revista Brasileira de Economia de Empresas**, Brasília, v. 9, n. 2, p. 25-40, 2009.

MADEN, C. Dark side of mergers & acquisitions: organizational interventions and survival strategies. **The Journal of American Academy of Business**, Cambridge, v. 17, n. 1, p. 188-195, Sept. 2011.

MÁLAGA, F. K. **Estudo do risco sistêmico das empresas resultantes de fusões e aquisições e as expectativas dos investidores e dos gestores**. 2007. 203 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2007.

MATIAS, A. B.; BARRETTO, A. C. P. M.; GORGATIL, V. **Fusões e aquisições no Brasil atual: possibilidades de ocorrência de uma onda**. São Paulo, 1996. Disponível em: <http://www.cepefin.org.br/publicados_pdf/fusoes_aquisicoes_brasil_atual.pdf>. Acesso em: 10 set. 2012.

MUHAMMAD, U. K. Post-Merger profitability: a case of royal bank of scotland (RBS). **International Journal of Business and Social Science**, New York, v. 2, n. 5, p. 157-162, Mar. 2011.

NARDI, R. Y. S. **Criação de valor em fusões e aquisições**: a influência do sentimento de mercado. 2012. 117 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2012.

OLIVEIRA, I.; MADRUGA, L. R. R. G. **Estratégias financeiras para a criação de valor nas empresas**. [2004]. Disponível em: <<http://www.sober.org.br/palestra/2/715.pdf>>. Acesso em: 06 nov. 2013.

OLIVEIRA, O.; FORTE, S. H. A. C.; ARAGÃO, L. A. Fusões e aquisições sob a perspectiva da vantagem competitiva: o caso da Perdigão Agroindustrial S.A. **Revista Brasileira de Gestão e Negócios**, São Paulo, v. 9, n. 24, p. 91-108, maio/ago. 2007.

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

PEAKS, D.; ARBOGAST, G. W.; OKEEFE, R. When a merge is not a merger. **The Business Review**, Cambridge, v. 12, n. 1, p. 39-45, 2009.

PORTAL BRASIL. **Brasil é investimento de baixo risco**. 2008. Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/linhadotempo/epocas/2008/agencias-de-risco-concedem-grau-de-investimento-ao-brasil>> Acesso em: 10 abr. 2012.

PWC. **Fusões e aquisições no Brasil**: dezembro de 2012. 2012. Disponível em: <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/relatorio-mea-dezembro-2012.pdf>>. Acesso em: 16 fev. 2013.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

RAVENSCLIFT, D. J.; SCHERER, F. M. **Mergers, sell-offs, and economic efficiency**. Washington, DC: The brookings Institution: 1987.

SHIN, H.; STULZ, R. Firm value, risk and growth opportunities. NBER Technical Working Paper. Cambridge: **National Bureau of Economic Research**. N. 7808, Jul. 2000. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w7808.pdf?new_window=1>. Acesso em: 25 jul. 2013.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia de pesquisa e elaboração de dissertação**. 4. ed. rev. e atual. Florianópolis: UFSC, 2005.

SINGH, F.; MOGLA, M. Profitability Analysis of Acquiring Companies. **IUP Journal of Applied Finance**, Hyderabad, India, Hyderabad, v. 16, n. 5, p. 72-83, 2010.

STEWART, G. B. **The quest for value**: a guide for senior managers. New York (USA): HarperCollins, 1999.

_____. **Em busca do valor**: o guia do EVA[®] para estrategistas. Porto Alegre: Bookman, 2005.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan./mar. 1996. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=143>. Acesso em: 15 ago. 2012.

WESTON, J. F.; CHUNG, K. S.; HOAG, S. E. **Mergers, restructuring and corporate control**. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1990.

WOOD JR., T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **RAE executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 41-45, nov./jan. 2003/2004. Disponível em: <<http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/2170.pdf>>. Acesso em: 08 ago. 2012.

WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. **Administração estratégica**: conceitos. São Paulo: Atlas, 2010.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA® e gestão baseada em valor**: guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003.

APÊNDICE A – Amostra

Neste apêndice apresentam-se a lista de todas as transações de F&A, somando 83 transações e 28 empresas adquirentes ou resultantes das fusões, onde se podem constatar as informações relativas à abordagem da pesquisa, incluindo os dados das variáveis de controle.

Apêndice A – Amostra

N	Empresa Resultante ou Adquirente	Empresas envolvidas	F/A	H/V/C	Anúncio	Valor da transação (R\$ M)	Setor	Sobreposição
1	All - América Latina Logística S.A.	Delara Transportes Ltda. All - América Latina Logística S.A.	A	H	2T2001	n/d ¹⁰	Transporte Serviços	1
2	All - América Latina Logística S.A.	Brasil Ferrovias E Novoeste Brasil All - América Latina Logística S.A.	A	H	2T2006	1.405	Transporte Serviços	2
3	Amil Assist. Médica Internac. S.A.	Medial Saúde S.A. Amil Assist. Médica Internac. S.A.	A	H	4T2009	612	Serviços ambulatoriais/saúde	1
4	Arcelor Brasil S.A.	CST Arcelor Brasil	F	H	4T2005	n/d	Siderurgia & Metalurgia	1
5	B2W - Companhia Global Do Varejo	Submarino S.A. B2W - Companhia Global	F	H	1T2007	n/d	Comércio	1
6	Banco Do Brasil	Nossa Caixa Banco Do Brasil	A	H	4T2008	5.386	Finanças e Seguros	1
7	Banco Do Brasil	Votorantim Banco Do Brasil	A	H	1T2009	4.200	Finanças e Seguros	2
8	Bradesco	Boavista Interatlântico Bradesco	A	H	2T2000	950	Finanças e Seguros	1
9	Bradesco	Mercantil de SP Bradesco	A	H	1T2002	1.370	Finanças e Seguros	2
10	Bradesco	BEA Bradesco	A	H	1T2002	183	Finanças e Seguros	3
11	Bradesco	Banco Cidade Bradesco	A	H	1T2002	366	Finanças e Seguros	4

¹⁰ N/d = dados não revelados de forma clara, calculados na maioria dos casos pelo preço da ação acrescido de ágio em publicação de OPA, por isto optou-se por não incluir o valor sem a certeza do *quantum*.

N	Empresa Resultante ou Adquirente	Empresas envolvidas	F/A	H/V/C	Anúncio	Valor da transação (R\$ M)	Setor	Sobreposição
12	Bradesco	BBV Bradesco	A	H	1T2003	2.479	Finanças e Seguros	5
13	Bradesco	Banco Zogbi Bradesco	A	H	4T2003	650	Finanças e Seguros	6
14	Bradesco	Bem Bradesco	A	H	1T2004	78	Finanças e Seguros	7
15	Bradesco	Banco Morada Bradesco	A	H	2T2005	80	Finanças e Seguros	8
16	Bradesco	BEC Bradesco	A	H	4T2005	700	Finanças e Seguros	9
17	Bradesco	Amex (Brasil) Bradesco	A	H	1T2006	1.034	Finanças e Seguros	10
18	Bradesco	BMC Bradesco	A	H	1T2007	800	Finanças e Seguros	11
19	Bradesco	IBI Bradesco	A	H	1T2009	1.400	Finanças e Seguros	12
20	Braskem S.A.	Nitrocarbono Braskem	A	H	1T2003	n/d	Química	1
21	Braskem S.A.	Trikem Braskem	A	H	2T2004	n/d	Química	2
22	Braskem S.A.	Politeno S.A. Ind. E Com. Braskem	A	H	2T2006	240	Química	3
23	Braskem S.A.	Polialden Braskem	A	H	2T2006	n/d	Química	4
24	Braskem S.A.	Cia Petroquímica Sul-Copesul Braskem	A	H	4T2007	1.300	Química	5

N	Empresa Resultante ou Adquirente	Empresas envolvidas	F/A	H/V/C	Anúncio	Valor da transação (R\$ M)	Setor	Sobreposição
25	Braskem S.A.	Triunfo Braskem S.A.	A	H	2T2009	118	Química	6
26	Braskem S.A.	Quattor Petroquímica S.A. Braskem	A	H	1T2010	870	Química	7
27	BRF S.A. (Perdigão S.A.)	Eleva Alimentos S.A. Perdigão S.A.	A	H	4T2007	1.700	Alimentos e Bebidas	1
28	Cosan	Usina Destivale Cosan	A	H	4T2004	120	Alimentos e Bebidas	1
29	Cosan	Usina Mundial Cosan	A	H	4T2005	105	Alimentos e Bebidas	2
30	Cosan	Usina Bonfim Cosan	A	H	1T2006	n/d	Alimentos e Bebidas	3
31	Cosan	Usina Tamoio Cosan	A	H	1T2006	n/d	Alimentos e Bebidas	4
32	Cosan	Usina Bom Retiro Cosan	A	H	1T2006	n/d	Alimentos e Bebidas	5
33	Cosan	Usina Benálcool Cosan	A	H	1T2007	n/d	Alimentos e Bebidas	6
34	Cosan	Agropecuária Aquidaban Cosan	A	H	2T2007	20	Alimentos e Bebidas	7
35	Cosan	Usina Santa Luiza Cosan	A	H	2T2007	60	Alimentos e Bebidas	8
36	Cosan	Nova América Agroenergia Cosan	A	H	1T2009	n/d	Alimentos e Bebidas	9
37	Cosan	Term. Export. Álcool Santos S.A. Cosan	A	C	4T2009	20	Alimentos e Bebidas	10

N	Empresa Resultante ou Adquirente	Empresas envolvidas	F/A	H/V/C	Anúncio	Valor da transação (R\$ M)	Setor	Sobreposição
38	Duratex S.A.	Satipel Industrial S.A. Duratex S.A.	A	H	2T2009	n/d	Indústria de móveis/afins	1
39	Fibria Celulose S.A.	Aracruz Celulose S.A. Fibria Celulose S.A.	A	H	3T2009	n/d	Papel e Celulose	1
40	Gafisa S.A.	Construtora Tenda Gafisa S.A.	A	H	3T2008	420	Construção	1
41	Gerdau S.A.	Aços Villares S.A. Gerdau S.A.	A	H	4T2010	n/d	Siderurgia & Metalurgia	0
42	Itaú	Banestado Itaú	A	H	4T2000	1.625	Finanças e Seguros	1
43	Itaú	BEG Itaú	A	H	4T2001	665	Finanças e Seguros	2
44	Itaú	BBA Itaú	A	H	4T2002	3.300	Finanças e Seguros	3
45	Itaú	Banco Fiat Itaú	A	H	4T2002	897	Finanças e Seguros	4
46	Itaú	Agf Itaú	A	H	4T2003	243	Finanças e Seguros	5
47	Itaú	Intercap Itaú	A	H	4T2004	65	Finanças e Seguros	6
48	Itaú	BankBoston Itaú	A	H	2T2006	4.500	Finanças e Seguros	7
49	Itaú	BankBoston Itaú	A	H	2T2006	1.070	Finanças e Seguros	8
50	Itaú	BankBoston Uruguai E Chile Itaú	A	H	3T2006	1.370	Finanças e Seguros	9

N	Empresa Resultante ou Adquirente	Empresas envolvidas	F/A	H/V/C	Anúncio	Valor da transação (R\$ M)	Setor	Sobreposição
51	ItauUnibanco	Unibanco Itaú	F	H	4T2008	87.900	Finanças e Seguros	1
52	Klabin S.A.	Ikpc-Inds Klabin Klabin S.A.	A	H	3T2001	n/d	Papel e Celulose	1
53	Paranapanema S.A.	Caraíba Metais S.A. Paranapanema S.A.	A	H	4T2009	n/d	Siderurgia & Metalurgia	1
54	Paranapanema S.A.	Eluma S.A. – Ind. E Com Paranapanema S.A.	A	H	4T2009	n/d	Siderurgia & Metalurgia	2
55	PDG Realty S.A. Empreendimentos E Participações	Agre Empreendimentos Imobiliários S.A. PDG Realty	A	H	2T2010	2.430	Construção	1
56	Petrobrás	Suzano Petroquímica Petrobrás	A	H	3T2007	3.300	Petróleo e Gás	1
57	Ripasa	Cia Santista De Papel Ripasa	A	H	1T2001	n/d	Papel e Celulose	1
58	Santander	Meridional (Bozano Simonsen) Santander	A	H	1T2000	1.300	Finanças e Seguros	1
59	Santander	Banespa Santander	A	H	4T2000	7.050	Finanças e Seguros	2
60	Sudameris	Banco América Do Sul S.A. Sudameris	A	H	3T2000	630	Finanças e Seguros	1
61	Totvs S.A.	Datasul S.A. Totvs S.A.	A	H	2T2008	700	Software e Dados	1
62	Ultrapar Participações S.A	Oxiteno Ultrapar Participações S.A.	A	C	1T2002	n/d	Química	1
63	Ultrapar Participações S.A	Shell Gás Ultrapar Participações S.A.	A	C	4T2003	170	Química	2

N	Empresa Resultante ou Adquirente	Empresas envolvidas	F/A	H/V/C	Anúncio	Valor da transação (R\$ M)	Setor	Sobreposição
64	Ultrapar Participações S.A	Thodia Especialidades Ultrapar Participações S.A.	A	C	2T2004	9	Química	3
65	Ultrapar Participações S.A	Grupo Ipiranga Ultrapar Participações S.A.	A	C	1T2007	2.000	Química	4
66	Ultrapar Participações S.A	Arch Química Ultrapar Participações S.A.	A	C	3T2007	15	Química	5
67	Ultrapar Participações S.A	União Terminais Ultrapar Participações S.A.	A	C	2T2008	482	Química	6
68	Ultrapar Participações S.A	Texaco Ultrapar Participações S.A.	A	C	3T2008	1.161	Química	7
69	Ultrapar Participações S.A	Puma Storage Ultrapar Participações S.A.	A	C	4T2009	44	Química	8
70	Ultrapar Participações S.A	DNP Ultrapar Participações S.A.	A	C	4T2010	85	Química	9
71	Unibanco	Credibanco Unibanco	A	H	1T2000	198	Finanças e Seguros	1
72	Unibanco	Banco Bandeirantes Unibanco	A	H	3T2000	1.000	Finanças e Seguros	2
73	Unibanco	Investcred Unibanco	A	H	3T2000	98	Finanças e Seguros	3
74	Unibanco	Fininvest Unibanco	A	H	4T2000	480	Finanças e Seguros	4
75	Unibanco	Creditec Unibanco	A	H	4T2003	47	Finanças e Seguros	5
76	Unibanco	BNL Unibanco	A	H	2T2004	120	Finanças e Seguros	6

N	Empresa Resultante ou Adquirente	Empresas envolvidas	F/A	H/V/C	Anúncio	Valor da transação (R\$ M)	Setor	Sobreposição
77	Unibanco	Dibens Unibanco	A	H	2T2005	129	Finanças e Seguros	7
78	Usinas Siderúrgicas De Minas Gerais S.A. - Usiminas	Cia Siderúrgica Paulista - Cosipa Usiminas	A	H	4T2004	310	Siderurgia & Metalurgia	1
79	Vale Do Rio Doce	S.A. Mineração Da Trindade Samitri Vale	A	H	2T2000	971	Mineração	1
80	Vale Do Rio Doce	Sibra Eletro Siderúrgica Brasileira Vale	A	H	3T2001	n/d	Mineração	2
81	Vale Do Rio Doce	Cia Paulista De Ferro Ligas Vale	A	H	3T2001	n/d	Mineração	3
82	Vale Do Rio Doce	Caemi Mineração E Metalurgia S.A. Vale	A	H	1T2003	1.400	Mineração	4
83	Weg S.A.	Trafo Equipamentos Elétricos Weg S.A.	A	H	1T2007	50	Máquinas Industriais	1

Fonte: dados da pesquisa

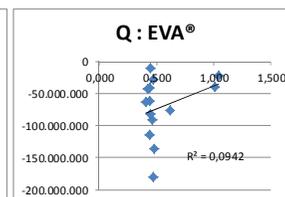
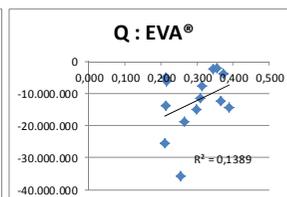
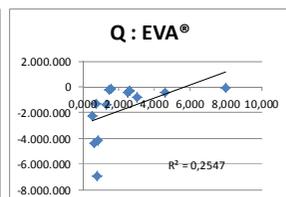
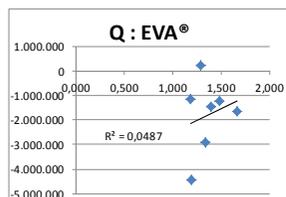
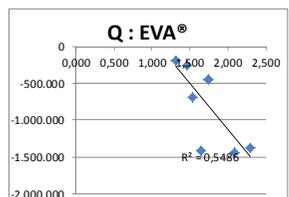
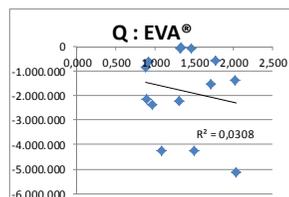
APÊNDICE B – Apuração do Fator de Determinação R^2

Conforme foi explicado no Capítulo 4, optou-se por apresentar os cálculos do Fator de Determinação R^2 para facilitar o entendimento dos resultados apresentados naquele capítulo. Foram listados todos os valores apurados para o Q de Tobin e para o EVA[®] emparelhados de acordo com o período (T_n), e para cada período foram apuradas a correlação e em seguida o R^2 , bem como foi elaborado o gráfico de cada relacionamento, que por sua vez apresentou a tendência da regressão linear, sendo positiva, nula ou negativa.

Apêndice B – Apuração do Fator de Determinação R²

	All Amer Lat (anual)		Amil (semestral)		Arcelor BR		B2W Digital		Bradesco		Brasil	
	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®
T ₀	1,318	-93.597	1,308	-187.616	1,192	-4.435.606	8,004	-73.941	0,373	-4.028.044	0,440	-113.825.332
T ₁	1,337	-32.145	1,649	-1.422.992	1,181	-1.136.197	4,618	-469.279	0,345	-2.576.531	0,438	-62.620.035
T ₂	1,471	-60.852	1,749	-444.192	1,342	-2.888.167	2,503	-439.372	0,388	-14.398.939	0,461	-91.024.582
T ₃	1,721	-1.522.634	1,747	-452.023	1,291	226.006	1,324	-1.417.942	0,365	-12.374.147	0,473	-180.047.632
T ₄	1,772	-569.801	1,531	-692.846	1,394	-1.466.608	3,023	-800.258	0,356	-2.301.980	0,471	-27.879.665
T ₅	2,036	-5.148.014	1,457	-258.198	1,481	-1.237.102	2,630	-327.920	0,309	-11.474.538	0,448	-11.003.444
T ₆	2,021	-1.388.291	2,083	-1.443.929	1,666	-1.632.046	1,579	-155.292	0,297	-14.887.775	0,445	-82.857.342
T ₇	1,083	-4.238.649	2,303	-1.379.211			1,462	-223.664	0,314	-7.842.539	0,479	-136.763.216
T ₈	1,501	-4.265.433					0,768	-1.291.800	0,264	-18.910.456	1,044	-22.917.422
T ₉	1,313	-2.234.807					0,513	-2.251.386	0,212	-25.582.171	0,437	-41.531.183
T ₁₀	0,963	-2.359.092					0,642	-4.398.875	0,254	-35.818.568	0,423	-43.312.521
T ₁₁	0,923	-609.288					0,850	-4.192.033	0,213	-5.099.363	0,619	-76.066.690
T ₁₂	0,883	-851.300					0,782	-6.924.420	0,212	-13.978.161	1,006	-40.239.423
T ₁₃	0,894	-2.134.066							0,216	-6.387.506	0,406	-63.196.951

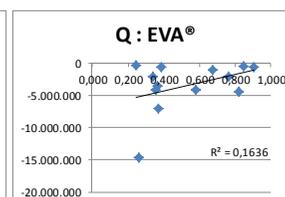
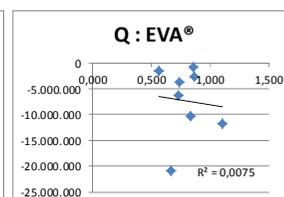
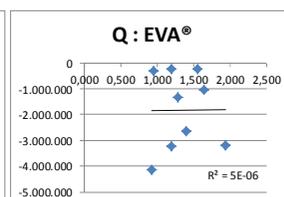
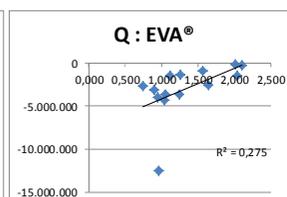
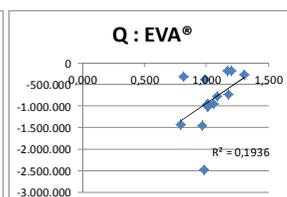
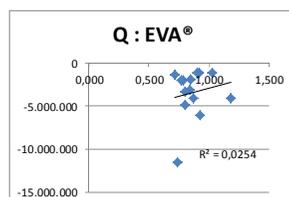
Variáveis	Correlação	R ²										
Q → EVA®	-0,1755	0,0308	-0,7407	0,5486	0,2206	0,0487	0,5047	0,2547	0,3727	0,1389	0,3069	0,0942



Apêndice B – Apuração do Fator de Determinação R²

	Braskem		BRF SA		Cosan (semestral)		Duratex (semestral)		Fibra (semestral)		Gafisa (semestral)	
	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®
T ₀	0,716	-1.311.821	1,309	-269.140	2,016	-204.434	1,402	-2.641.362	0,834	-10.356.920	0,905	-657.401
T ₁	0,741	-11.596.054	1,173	-184.230	2,110	-263.401	1,945	-3.191.949	1,101	-11.840.266	0,579	-4.084.138
T ₂	0,797	-4.878.232	1,200	-183.475	1,638	-2.516.098	1,641	-1.041.039	0,738	-3.770.024	0,820	-4.376.820
T ₃	0,923	-6.024.602	1,011	-1.007.731	2,040	-1.462.259	1,552	-248.026	0,565	-1.460.106	0,847	-440.772
T ₄	0,917	-1.170.403	0,798	-1.429.660	1,252	-1.355.513	0,930	-4.156.682	0,666	-20.814.024	0,761	-2.166.852
T ₅	0,836	-3.130.715	0,817	-318.932	1,570	-957.112	0,953	-317.059	0,725	-6.314.149	0,676	-1.085.523
T ₆	0,873	-4.057.466	1,012	-941.103	0,954	-3.938.123	1,201	-3.223.597	0,859	-861.335	0,363	-3.617.369
T ₇	1,185	-4.042.872	0,986	-2.479.546	0,743	-2.645.738	1,282	-1.319.615	0,862	-2.692.796	0,355	-4.085.719
T ₈	1,028	-1.191.150	0,971	-1.453.048	1,037	-4.289.468	1,202	-222.929			0,258	-14.692.258
T ₉	0,802	-3.293.681	1,005	-970.145	1,239	-3.638.480					0,369	-7.087.872
T ₁₀	0,903	-1.105.856	0,990	-385.731	1,118	-1.491.424					0,383	-691.976
T ₁₁	0,848	-1.950.645	1,060	-957.096	0,890	-3.114.341					0,245	-418.841
T ₁₂	0,786	-1.971.099	1,090	-769.126	0,964	-12.581.639					0,337	-2.083.181
T ₁₃	0,770	-1.992.604	1,181	-741.911	1,052	-3.662.707						

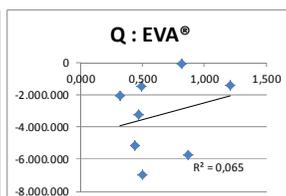
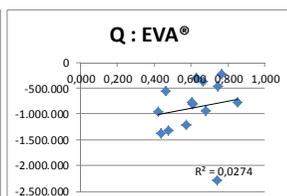
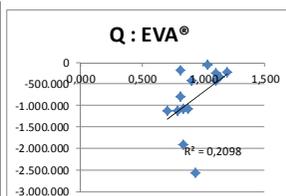
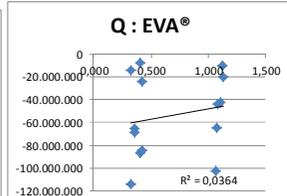
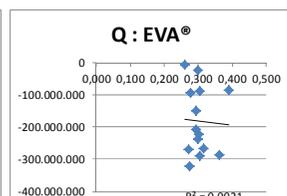
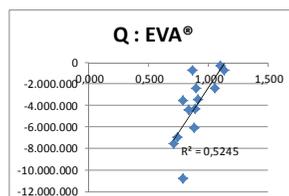
Variáveis	Correlação	R ²										
Q →EVA®	0,1592	0,0254	0,4400	0,1936	0,5244	0,2750	0,0023	0,0000	-0,0868	0,0075	0,4045	0,1636



Apêndice B – Apuração do Fator de Determinação R²

	Gerdau		Itausa		ItauUnibanco		Klabin S/A		Paranapanema		PDG Realt (anual)	
	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®
T ₀	1,101	-283.046	0,390	-85.153.295	0,324	-113.613.574	0,709	-1.119.746	0,853	-781.754	1,206	-1.415.857
T ₁	1,129	-702.084	0,304	-87.633.006	0,326	-14.231.978	0,792	-1.129.758	0,767	-225.106	0,867	-5.727.033
T ₂	1,048	-2.419.529	0,298	-24.643.587	0,358	-65.547.010	0,814	-791.050	0,610	-801.678	0,815	-104.061
T ₃	0,886	-4.285.476	0,299	-237.028.297	0,406	-86.579.097	0,835	-1.088.294	0,681	-943.429	0,502	-6.990.704
T ₄	0,736	-6.995.239	0,273	-321.594.710	0,426	-23.866.557	0,877	-1.091.478	0,604	-775.816	0,493	-1.495.158
T ₅	0,783	-3.545.395	0,301	-222.776.187	0,406	-7.770.557	0,817	-184.160	0,665	-379.592	0,322	-2.066.853
T ₆	0,883	-6.093.089	0,293	-209.201.391	0,360	-68.414.704	0,940	-2.575.320	0,630	-303.613	0,438	-5.173.782
T ₇	0,862	-7.12.852	0,306	-290.254.664	0,419	-84.403.765	0,840	-1.908.841	0,436	-1.379.092	0,469	-3.218.886
T ₈	0,909	-3.462.405	0,261	-6.474.291	1,128	-20.343.895	0,910	-425.748	0,420	-950.371		
T ₉	0,895	-2.420.121	0,294	-148.857.985	1,125	-10.082.238	1,103	-423.555	0,463	-559.858		
T ₁₀	0,829	-4.435.039	0,273	-270.108.643	1,109	-42.643.420	1,101	-246.663	0,478	-1.314.254		
T ₁₁	0,706	-7.583.583	0,278	-94.841.994	1,065	-102.366.982	1,038	-53.557	0,574	-1.205.995		
T ₁₂	0,790	-10.849.932	0,315	-267.205.010	1,078	-64.914.085	1,134	-347.112	0,739	-2.290.099		
T ₁₃			0,364	-286.196.102	1,083	-44.014.063	1,192	-221.103	0,747	-468.734		

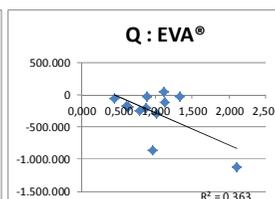
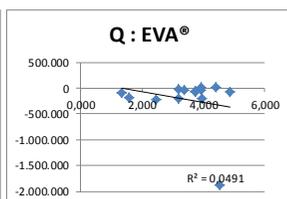
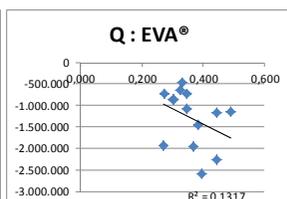
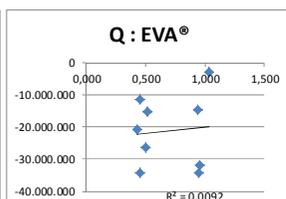
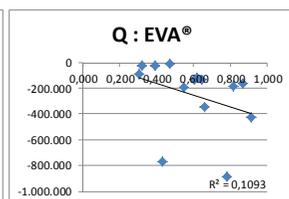
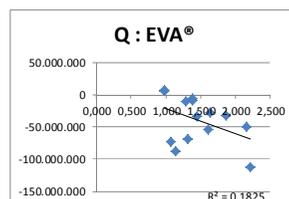
Variáveis	Correlação	R ²										
Q →EVA®	0,7242	0,5245	-0,0455	0,0021	0,1907	0,0364	0,4581	0,2098	0,1655	0,0274	0,2549	0,0650



Apêndice B – Apuração do Fator de Determinação R²

	Petrobras		Ripasa		Santander BR (anual)		Sudameris		Totvs (semestral)		Ultrapar (anual)	
	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®
T ₀	1,635	-28.082.388	0,392	-24.783	0,456	-11.418.108	0,273	-1.934.455	3,192	-10.249	0,444	-56.019
T ₁	2,212	-111.993.884	0,319	-25.739	0,502	-26.306.163	0,274	-722.670	1,577	-180.923	0,612	-183.011
T ₂	1,866	-32.023.964	0,306	-92.447	0,426	-20.715.907	0,301	-858.486	1,340	-95.158	0,637	-194.784
T ₃	2,162	-50.362.819	0,431	-771.316	0,516	-15.352.036	0,331	-474.208	2,467	-227.863	0,881	-212.687
T ₄	1,606	-54.691.399	0,471	-11.592	1,035	-3.047.888	0,348	-1.074.776	3,209	-194.754	1,133	-112.821
T ₅	1,144	-88.552.944	0,550	-190.139	0,955	-31.864.042	0,489	-1.152.463	3,368	-28.146	0,792	-255.009
T ₆	1,310	-69.013.215	0,603	-132.534	0,940	-14.746.799	0,368	-1.961.616	3,945	-195.496	1,016	-297.735
T ₇	1,444	-33.789.674	0,643	-130.969	0,951	-34.363.370	0,305	-864.937	3,742	-77.372	0,886	-29.569
T ₈	1,378	-9.289.985	0,617	-122.559	0,451	-34.251.134	0,327	-652.184	3,940	10.392	0,965	-857.053
T ₉	1,383	-5.529.286	0,660	-349.139			0,348	-728.818	4,536	-1.881.906	1,122	47.449
T ₁₀	1,294	-10.820.071	0,780	-887.949			0,384	-1.449.686	4,857	-67.337	1,334	-33.846
T ₁₁	1,072	-72.917.155	0,914	-422.877			0,446	-2.261.022	4,428	22.175	2,109	-1.128.468
T ₁₂	0,973	5.088.786	0,866	-161.818			0,396	-2.603.386	3,732	-57.820		
T ₁₃	0,974	6.651.239	0,816	-182.704			0,444	-1.171.088	3,940	-38.772		

Variáveis	Correlação	R ²										
Q →EVA®	-0,4272	0,1825	-0,3306	0,1093	0,0960	0,0092	-0,3629	0,1317	-0,2215	0,0491	-0,6025	0,3630



Apêndice B – Apuração do Fator de Determinação R²

	Unibanco		Usiminas		Vale		Weg	
	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®	Q	EVA®
T ₀	0,396	-1.412.147	1,063	-1.643.086	1,249	-1.053.615	2,607	-240.821
T ₁	0,384	-1.502.644	1,030	-1.429.398	1,143	-1.319.727	2,643	26.073
T ₂	0,405	-749.856	0,805	-3.735.916	1,217	-3.259.529	3,073	-402.545
T ₃	0,401	-2.649.713	0,937	-4.360.434	1,192	-542.882	3,183	-286.791
T ₄	0,381	-4.841.018	0,923	-115.272	1,158	-1.441.024	2,497	-490.090
T ₅	0,390	-5.789.549	1,278	-7.495.036	1,310	-3.004.356	2,574	60.545
T ₆	0,394	-9.740.270	1,236	-875.171	1,520	-6.733.305	1,677	-700.990
T ₇	0,429	-7.593.391	1,060	-1.778.256	1,557	-9.131.055	1,392	-579.324
T ₈	0,398	-1.260.561	1,191	-2.963.434	1,602	-2.311.995	1,331	-92.930
T ₉	0,425	-7.456.851	1,390	-3.859.638	1,490	-2.730.308	1,633	-409.729
T ₁₀	0,380	-11.502.197	1,458	-1.190.172	1,777	-8.518.334	1,920	-523.229
T ₁₁	0,354	-9.719.835	1,617	-1.903.405	2,270	-1.751.003	2,088	-182.502
T ₁₂	0,382	-7.959.105	1,402	372.314	1,981	-3.481.585	1,864	-100.085
T ₁₃	0,364	-4.885.122	1,599	-3.158.824	2,297	-7.845.782	1,466	-407.221
Variáveis	Correlação	R ²						
Q → EVA®	0,1834	0,0336	0,0332	0,0011	-0,4415	0,1950	0,2902	0,0842

