



Recebido em 02 de março de 2015 / **Aprovado em** 11 de maio de 2015.

Editor Científico: Dr. Geysler Rogis Flor Bertolini

Processo de Avaliação: Double Blind Review

E-ISSN: 2359-5876



<https://doi.org/10.5935/2359-5876.20150002>

CRIAÇÃO DE VALOR PARA INVESTIDORES EM PROCESSOS DE FUSÕES & AQUISIÇÕES NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO, 2001-2011

Lincon Lopes

Professor do Programa de Capacitação da Empresa em Desenvolvimento da Fundação Instituto de Administração - PROCED / FIA, Brasil
Doutorando e Mestre em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - FEA/USP, Brasil
linconlopes@usp.br

Almir Ferreira de Sousa

Professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - FEA/USP, Brasil
Doutor em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - FEA/USP, Brasil
luporini@usp.br

Eduardo Sérgio Ulrich Pace

Professor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC/SP, Brasil
Doutor em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - FEA/USP, Brasil
pace2@terra.com.br

RESUMO

Com o crescimento da economia brasileira durante a primeira década do século XXI, as operações de Fusões e Aquisições (F&A) têm experimentado um franco crescimento. Segundo trabalhos recentes sobre o tema, esse tipo de operação objetiva primordialmente o alinhamento estratégico e não o ganho imediato de valor. Tal observação é corroborada por trabalhos empíricos que encontram fortes evidências de que a empresa adquirente frequentemente perde valor de mercado por meio da queda no preço das suas ações nos dias subsequentes à combinação empresarial. No entanto, estudos sobre o tema nos mercados europeu e norte-americano chegaram a resultados distintos. Nesses outros ambientes de negócios, existem estruturas regulatórias e uma cultura de proteção aos acionistas minoritários que não se observam no Brasil. Por outro lado, a estabilidade econômica brasileira é relativamente recente, sendo permeada por algumas crises nacionais e internacionais durante a década de 1990, além de um elevado número de privatizações que fez surgir alguns grandes grupos econômicos nacionais. Tais elementos tornaram esse período um intervalo temporal único, e sendo assim, as evidências encontradas por estudos considerando esse particular intervalo temporal podem não ser válidas para a atual realidade brasileira. Dessa forma, o presente artigo busca, por meio de um estudo de caso que considera 63 operações de F&A cujas empresas adquirentes encontram-se listadas na BOVESPA, analisar a criação de valor para o acionista da empresa adquirente considerando uma janela temporal de 20 dias antes e 20 dias após o anúncio do Fato Relevante que dá início a combinação empresarial. Foi utilizado o método do *retorno de*



mercado ajustado para observar a criação ou destruição de valor para o referido acionista. Os resultados sugerem que os investidores têm informações sobre a operação de Fusão e Aquisição antes da divulgação do Fato Relevante pelas empresas, fazendo com que as ações experimentem altas em seus preços dias antes do anúncio ao mercado.

Palavras-chave: Fusões e aquisições, eficiência de mercado.

1. INTRODUÇÃO

As mudanças ocorridas na economia brasileira, a partir de 1990, alteraram o cenário em que as operações de Fusões e Aquisições (F&A) passaram a ocorrer. Há uma série de fatores que podem fomentar operações de alianças entre empresas e no Brasil da década de 1990 alguns desses fatores destacam-se, tais como a abertura comercial para o exterior, a liberalização financeira para capital estrangeiro, uma estrutura regulatória menos austera, e o intenso programa de privatizações, criando um cenário propício para uma maior ocorrência de operações de F&A (MARION FILHO e VIEIRA, 2010).

Após a implantação do Plano Real em 1994, observam-se no mercado brasileiro dois movimentos importantes. Por um lado, um nítido processo de consolidação empresarial, permitindo a diversas empresas nacionais um crescimento acima da média alcançada nos anos anteriores. Por outro, uma onda de privatizações possibilitou o surgimento de novos grandes grupos nacionais além do ingresso de algumas empresas estrangeiras em atividades, que até então eram legalmente monopolizadas pelo estado brasileiro. Esses movimentos somente foram possíveis por conta da estabilidade econômica alcançada após 1994, dando início a um período de crescimento econômico que se estenderia para as décadas seguintes. No caso das operações de Fusões e Aquisições, nem mesmo a crise de 2008 interromperia tal cenário.

Considerando apenas o triênio de 2009 a 2011, apesar da mencionada crise, as operações de Fusões e Aquisições (F&A) alcançaram um expressivo volume financeiro, atingindo uma média anual de R\$ 159,4 bilhões, contra R\$ 29,6 bilhões alcançados no ano de 2001, de acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima, 2012)¹. Dessa maneira, os dados sobre operações de F&A demonstram que estas operações apresentaram franca expansão no período considerado pelo presente estudo, tanto em valor como em quantidade.

Dessa forma, as operações de F&A realizadas a partir de 1994, com a implantação do Plano Real, ocorreram em um ambiente de estabilidade cambial e maior previsibilidade financeira. Esta estabilidade, aliada a uma maior

abertura comercial, fluxos de capitais internacionais e um extenso programa de privatizações fomentou alianças estratégicas envolvendo grupos econômicos nacionais e estrangeiros visando a consolidação empresarial em determinados setores.

Na vasta literatura sobre F&A há predominância de resultados que evidenciam a perda de valor de mercado por parte da empresa adquirente após o anúncio do processo de consolidação. Diante deste resultado, questiona-se qual seria a motivação das empresas em ampliar suas atividades via operações de F&A, dada a possibilidade de que essa operação tenha como resultado a perda de valor para seus acionistas.

Contudo, alguns autores, tais como Silveira e Garcia (2010), consideram que o processo cultural de países latino-americanos tem características diversas daquele observado em países do hemisfério norte no que se refere ao ambiente de negócios. Dessa forma, é possível que as motivações para ocorrência de operações de F&A nos EUA ou Europa possam diferir bastante daquelas vigentes no Brasil.

No Brasil, diversos estudos sobre F&A analisaram o período imediatamente após a implantação do Plano Real. Nesse sentido, Camargos e Barbosa (2006) encontraram evidências de que o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira informacional eficiente nas operações ocorridas entre 1994 e 2001, apontando como possíveis causas para esta ineficiência as sucessivas crises desse período (México-1994, Ásia-1997, Rússia-1998 e Argentina-2001). Buscando afastar-se desses contextos de crise, o presente estudo considera um período posterior, o intervalo 2001-2011. Tal intervalo foi marcado por um intenso crescimento econômico, sem que a economia nacional tenha sofrido nenhum grande impacto por crises externas até o surgimento da crise dos Estados Unidos em 2008, que não causou uma retração da economia brasileira com os mesmos efeitos das crises ocorridas na década de 1990.

Foram selecionadas para o presente estudo empresas listadas na BOVESPA e classificadas no segmento “Indústrias de Transformação” do CNAE, que participaram, como compradoras, de operações de F&A durante o período 2001-2011.

A hipótese a ser testada refere-se à identificação de retornos decrescentes ou negativos das ações das empresas adquirentes em um processo de F&A. Para tanto, realizou-se um estudo de eventos, assim como verificar

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

qual a forma de eficiência do mercado de capitais brasileiro. Buscou-se também determinar se há evidências de que o anúncio da operação de F&A causa um movimento anormal no preço das ações da empresa adquirente.

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

Fazendo uso do padrão previamente apresentado pela ação é possível encontrar um desempenho considerado normal para o papel, desempenho este que foi comparado com o comportamento da ação após o anúncio de uma operação de F&A, verificando assim a existência de uma evolução anormal de seu preço dentro da janela definida na pesquisa, a fim de buscar evidências da existência de retorno anormal acumulado no preço das ações de empresas presentes no mercado brasileiro e que atuaram como compradoras entre 2001 e 2011.

Contudo, antes de prosseguir com as análises, algumas considerações conceituais devem ser feitas.²

2. CONSIDERAÇÕES INICIAIS: FUSÕES & AQUISIÇÕES E EFICIÊNCIA INFORMACIONAL DE MERCADO

Operações de fusões e aquisições (F&A) são fenômenos típicos do capitalismo, e como tal, também são acometidos por ondas. Weston, Siu e Johnson (2001) mencionam cinco ondas de fusões e aquisições ocorridas na história do capitalismo. A primeira ocorreu entre 1895-1904 e teve como característica as fusões horizontais. A segunda sucedida entre 1922-1929 foi caracterizada por fusões verticais. A terceira onda teve lugar nos anos 60, via formação de conglomerados. Já a quarta onda

situou-se entre 1981-1989 marcando a década dos grandes negócios. E por fim, a última e atual onda, iniciou-se em 1992, trazendo consigo as fusões estratégicas motivadas por avanços tecnológicos, globalização, desregulamentação de diversos setores e novo ambiente econômico. A partir da década de 1990, portanto, nota-se um aumento no número de fusões e aquisições (F&A) em todo o mundo, que Weston, Siu e Johnson (2001) denominaram quinta onda de F&A do capitalismo.

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

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

A fusão é a combinação completa e estratégica entre duas ou mais empresas, que deixam de existir individualmente e passam a ter apenas uma personalidade jurídica após se fundirem. O detalhe importante envolvendo operações de fusão é que, em geral, não há paridade entre os parceiros na nova empresa criada, ou seja, uma das empresas passa a exercer o controle acionário da nova companhia, imprimindo um caráter mais próximo de uma aquisição que de uma real fusão (TANURE e CANÇADO, 2005). Juridicamente a fusão é definida no artigo 228 da Lei das Sociedades Anônimas – n. 6.404/76, como sendo “a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. (LEI 6.404/76). Já a aquisição ou incorporação é a operação em que uma empresa adquire o controle de outra, que deixará de existir juridicamente, sem que nenhuma alteração seja feita na empresa adquirente, ou seja, a compradora permanece com sua personalidade, enquanto a empresa comprada é absorvida, perdendo sua personalidade jurídica. (TANURE e CANÇADO, 2005) Juridicamente, a aquisição ou incorporação é definida no artigo 227 da Lei das Sociedades Anônimas – n. 6.404/76, como sendo “a operação pela qual

² Não constitui objetivo no presente artigo discutir a extensa literatura sobre Fusões e Aquisições. Os conceitos apresentados objetivam tão somente posicionar o leitor no referencial teórico utilizado pelos autores. Para uma análise mais aprofundada sobre o tema, consultar: TANURE e CANÇADO, 2005;

uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” (LEI 6.404/76).

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

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

O estudo de Moeller, Schlingemann e Stulz (2005), envolvendo diversas indústrias, mostra que os acionistas das firmas adquirentes tiveram uma perda de 12 *cents* para cada dólar gasto na aquisição de firmas entre 1998 e 2001 culminando com uma perda total de 240 bilhões de dólares, diferentemente do que ocorreu nos anos 80, quando a perda foi bem menor, 1,6 *cents* por dólar, mas também o volume de perda foi bem menor, sete bilhões de dólares. Para os autores, o motivo principal deste resultado foram aquisições que apresentaram um ganho sinérgico negativo para as firmas adquirentes que possuíam um alto valor de mercado antes da aquisição.

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

Com relação aos determinantes de criação de valor em F&A, a literatura não é unânime em apresentá-los. No entanto, os estudos de Seth (1990) e Seth, Song e Pettit (2002) contribuem de forma relevante para tornar o assunto mais consistente. As estratégias de aquisição e as fontes de criação de valor diferem entre F&A de firmas relacionadas e não-relacionadas, contudo, em ambos os casos há criação de valor. Fusões entre firmas relacionadas ocorrem quando as habilidades

entre as firmas são comuns, bem como recursos, mercados, técnicas de produção similar e sistemas de distribuição. Por outro lado, fusões entre firmas não relacionadas constituem um conglomerado.

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

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

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

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

A literatura sobre o tema mostra que são três as principais variáveis que explicam o fenômeno recente de *takeovers*, a saber: sinergia, efeito agência (decisões dos gestores) e *hubris* (excesso de confiança dos gestores, que superestimam sua habilidade em criar valor). Contudo, de acordo com DePamphilis, haveria

um número ainda maior de motivações, listadas a seguir: sinergia operacional; sinergia financeira; alteração de forma de governança; realinhamento estratégico; efeito hubris; problemas de agência; baixo valor de mercado da empresa-alvo; considerações tributárias, poder de mercado; e *managerialism* (aumento de poder dos gestores). (DEPHAMPHILIS, 2012)

Segundo Seth (1990) sinergia é o acréscimo de valor obtido da combinação das empresas, ou seja, o valor das empresas juntas é superior ao valor individual das firmas antes da operação de F&A e este aumento percebido de valor é definido como sinergia. As empresas buscam formas de combinação através de operações de F&A em busca de sinergias, uma vez que o ganho adicional de valor é o objetivo da operação (KAYO, PATROCÍNIO e MARTIN, 2009). O efeito da sinergia das F&A pode apresentar-se nas formas de aumento de eficiência, aumento de economias de escala e escopo, diminuição de custos de transação, alinhamento estratégico, compartilhamento de instalações e recursos, união de habilidades, conhecimentos e *know-how*, de tal forma que as duas firmas juntas operam melhor do que se ambas permanecessem separadas. Dessa forma, o efeito sinérgico traz um aumento de valor para a firma alvo e para a firma adquirente, fazendo com que haja um aumento de valor para a nova firma (CAMARGOS e BARBOSA, 2010).

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

Já a sinergia financeira é o benefício criado através da economia financeira, resultado de uma melhor estrutura de capital que permite maior capacidade de alavancagem, com um menor custo de endividamento (CAMARGOS e BARBOSA, 2010). A lógica da sinergia financeira consiste em que uma empresa maior terá uma receita superior às empresas individuais no estágio anterior ao processo de F&A. A combinação de empresas formará uma firma com mais ativos, que podem ser utilizados como garantias para operações de crédito, diminuindo o risco para instituição financeira financiadora e, portanto, diminuindo o prêmio de risco cobrado pela operação de

financiamento. Adicionalmente, é possível que o novo Patrimônio Líquido (PL) da empresa resultante altere a estrutura de capital para uma elevação do capital próprio, desde que as empresas combinadas tenham elevado PL, diluindo assim o capital de terceiros constante no Passivo Exigível da empresa fruto da F&A, incrementando a capacidade de alavancagem financeira de firma.

Há também casos de fusões e aquisições motivadas por alterações na forma de governança. Governança corporativa pode ser definida como um conjunto de regras que os administradores de uma empresa aplicam sobre si próprios, seja por decisão gerencial, buscando tornar a empresa atrativa para novos investidores ou por exigência dos acionistas que exercem pressão sobre a criação de regulamentos internos que visem a transparência dos atos administrativos e aumento na eficiência da alocação de recursos (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Entre as empresas brasileiras de capital aberto é notório seu maior nível de governança em comparação às empresas de capital fechado, uma vez que estão sob a constante vigilância dos acionistas, são auditadas regularmente por auditores externos e independentes e são submetidas as regras que o mercado de capitais exige, tal como a Instrução da CVM n. 358, de 2002, que obriga as empresas de capital aberto a divulgarem informações sobre ato ou fato relevante da empresa. Assim, torna-se atrativo para os sócios minoritários não administradores de uma empresa de capital fechado a promoção da combinação sua empresa com outra empresa maior, de capital aberto e com um maior índice de governança corporativa. Esta é uma forma eficiente de evitar o problema de agência.

Nos casos de F&A por realinhamento estratégico, as firmas fazem uso de operações de F&A para adequar-se rapidamente às mudanças ambientais da economia. Muitas empresas buscam combinar-se com outras em mercados onde ainda não tem presença, seja no âmbito regional brasileiro ou mesmo em uma estratégia de expansão para o mercado internacional. No cenário externo, as diferenças culturais no ambiente de negócios, a complexidade de transferência de executivos brasileiros para outros países, pouco conhecimento sobre detalhes do mercado local e a falta de conhecimento do cenário regulatório do país em que se pretende atuar faz com que o investimento na implantação de uma unidade no

exterior seja muito mais arriscada e onerosa que a combinação com uma empresa local, que já detenha todo conhecimento sobre a economia em que atua (ALMEIDA, A., 2007).

Existem algumas operações de F&A motivadas pelo chamado efeito *hubris*. Segundo o dicionário Oxford de inglês, a palavra *hubris* tem origem nas tragédias gregas, significando o orgulho excessivo que leva o mortal a provocar os deuses, sendo punido com justiça compensatória. (OXFORD ENGLISH DICTIONARY). Em finanças o termo *hubris* é utilizado para definir a arrogância gerencial do administrador da empresa adquirente, que por crença pessoal é conduzido a uma sobrevalorização da empresa alvo. Pelo excesso de confiança na capacidade de gerar valor com a aquisição, é levado a pagar um ágio que não pode ser recuperado na operação das empresas combinadas, assim como o problema de agência, o efeito *hubris* é um destruidor de valor para a empresa adquirente (KAYO, PATROCÍNIO e MARTIN, 2009). Assim sendo, alguns gestores podem superestimar sua capacidade individual em criar valor, e como resultado, superestimam os resultados previstos para as duas empresas no período pós F&A (MALMENDIER e TATE, 2008). Esse orgulho gerencial pode levar a empresa adquirente a comprar uma empresa alvo sem a avaliação e consideração dos devidos critérios técnicos.

Os chamados problemas de agência são outro motivador de operações de F&A. O problema de agência é definido como sendo o potencial que o administrador controlador da empresa tem para expropriar a riqueza dos investidores proprietários em um cenário em que o controle e a propriedade não caminham juntos, cabendo aos acionistas pouca alternativa para evitar esta situação. Não só os administradores tem potencial para promover a expropriação de acionistas, também acionistas majoritários, que detenham o controle da empresa, por sua condição de administradores, tem potencial para promover a expropriação de acionistas minoritários (ROGERS, RIBEIRO e SOUSA, 2007). Em virtude da pulverização da propriedade da empresa em muitos sócios, os administradores ou sócios majoritários concentram poderes de controle que estão além da supervisão da maioria dos investidores, e em determinado momento o gestor pode focar seus esforços para seus interesses pessoais e não mais para a maximização da riqueza do acionista. Junto com o efeito *hubris*, o problema de agência é um dos grandes destruidores de

valor para os acionistas de empresas que participam de operações de F&A.

Considerando agora a questão do baixo valor de mercado da empresa alvo. O valor de mercado de uma empresa é obtido de acordo com o preço de suas ações negociado em Bolsa de Valores e por isso só é possível obter o valor de mercado para empresas que tenham seu capital aberto. O valor de mercado total da empresa é o resultado da soma do valor de mercado das suas ações com o valor de mercado de suas dívidas financeiras, podendo ser interpretado como o valor da empresa (KAYO, KIMURA, *et al.*, 2006). No entanto, devido à oscilação do valor da ações da empresa alvo no mercado de capitais, é possível que o valor de mercado total da empresa esteja abaixo do valor contábil da empresa, essa relação é chamada *market-to-book ratio*. Nestes casos, quando o *market-to-book ratio* é menor que 1, a empresa torna-se alvo para outras que estejam buscando oportunidades de aquisição no mercado.

Questões tributárias também motivam operações de F&A. Segundo Camargos e Barbosa (2010), determinada empresa adquirente, que apresenta lucro há sucessivos exercícios, encontra valor na possibilidade de utilização de créditos tributários da firma adquirida, originado de prejuízos operacionais líquidos de exercícios anteriores, que podem ser compensados nos exercícios seguintes após a operação de F&A pelas companhias. Esta tese vai ao encontro da motivação tributária elencada por DePamphilis (2012). No entanto, o artigo 513 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR) de 1999 – Decreto 3000/99 enuncia que a pessoa jurídica não poderá compensar seus próprios prejuízos fiscais se entre a data da apuração e da compensação houver ocorrido, cumulativamente, modificação de seu controle societário e do ramo de atividade (Decreto-Lei nº 2.341, de 29 de junho de 1987, art. 32), assim como o artigo 514 do mesmo RIR de 1999 determina que a pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da sucedida (Decreto-Lei nº 2.341, de 1987, art. 33). Desta forma, a literatura internacional mostra-se incompatível com o cenário brasileiro, uma vez que a Secretaria da Receita Federal impede esse tipo de operação compensatória entre empresas com lucros e prejuízos que se combinam. A exceção à norma legal apresentada acima acontece quando a empresa que apresenta prejuízos acumulados é a adquirente no processo de F&A, enquanto a firma adquirida vem apresentando lucro nos recentes exercícios.

Assim, a possibilidade de aproveitamento dos créditos fiscais oriundos dos prejuízos permanecem na mesma personalidade jurídica.

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

Outro motivador apontado para F&A é o chamado *managerialism*. *Managerialism*, ou gerencialismo ou ainda conflito de interesses, pode ser descrito como a situação onde o gestor, intencionalmente, paga mais pela empresa alvo que seu real valor para a empresa adquirente. A motivação do administrador está em aumentar seu próprio poder, uma vez que a nova empresa combinada será maior que a empresa antes da F&A. No entanto, o acionista da empresa adquirente é expropriado, já que percebe uma destruição de valor em seu papel, pois não existe um benefício corporativo estratégico na operação, apenas uma questão pessoal do gestor da companhia (SETH, SONG e PETTIT, 2002).

Dessa forma, depois de apresentar sucintamente alguns conceitos relacionados às operações de F&A e suas motivações, resta ainda discutir de forma igualmente sucinta alguns conceitos relacionados à eficiência informacional de mercado.³

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

os preços futuros de cada ativo, dessa forma, o preço de um ativo refletirá todas as informações disponíveis.

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

A eficiência informacional é classificada em três grupos: 1) Forma informacional fraca, onde o preço do ativo reflete apenas informações históricas; 2) Forma informacional semiforte, onde informações públicas e históricas são refletidas no preço do ativo; e 3) Forma informacional forte, em que existem de investidores, ou grupo de investidores, tem acesso exclusivo à informações que são determinantes para a composição do preço de um ativo, ou seja, são consideradas informações históricas, as públicas e as privilegiadas (FAMA, 1970).

As formas seguem o critério de dominância, logo, para que a eficiência informacional seja forte, é necessário ter satisfeito os requisitos da forma semiforte e fraca. Para respaldar a teoria de eficiência informacional de mercado são realizados testes para cada forma, através da análise do retorno anormal acumulado (RAA) dos ativos nas janelas temporais anteriores e posteriores ao anúncio da operação de F&A, com a finalidade de confirmar ou refutar o quão eficiente determinado mercado se apresenta.

Assim, uma vez finalizada a discussão desses conceitos iniciais, sobre operações de F&A e suas motivações e sobre eficiência informacional de mercado, pode-se prosseguir com a fundamentação teórica do presente artigo.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS E AMOSTRA DE DADOS

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

A hipótese a ser testada refere-se ao retorno decrescente ou negativo das ações das empresas adquirentes em um processo de fusão

³ Como no caso da discussão dos conceitos de F&A, não constitui objetivo do presente artigo discutir amplamente a questão de eficiência informacional de mercado. Para uma análise mais aprofundada sobre o tema, consultar o trabalho Eugene Francis Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, publicado em maio de 1970, no *The Journal of Finance*.

e aquisição. Para tanto, é realizado um estudo de eventos, a fim de verificar a existência deste comportamento, bem como verificar o quão eficiente é o mercado de capitais brasileiro.

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

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

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

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

O período de análise deste estudo compreende os anos de 2001 a 2011. *A posteriori*, coletaram-se, do banco de dados da empresa de consultoria Economática®, as cotações das ações das empresas adquirentes, com o objetivo de compará-lo com o

desempenho da carteira de mercado retratada pelo Índice Bovespa (Ibovespa). Esta comparação se dá por meio do período compreendido entre 20 dias anteriores ao evento, a data do anúncio e 20 dias posteriores à esse mesmo anúncio. Este período é conhecido como janela de eventos.

A amostra utilizada no presente estudo foi selecionada em pesquisa realizada junto ao banco de dados da Anbima, sendo possível obter o registro de 508 operações de F&A. Contudo, a base de dados trazia classificações diferentes a cada ano, impedindo a adoção de um padrão setorial, inexistente na base fornecida.

Dentre as diversas classificações existentes no Brasil e no exterior, foi adotada a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE), elaborada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e que é utilizada pela Secretaria da Receita Federal para classificar as empresas brasileiras quanto à sua atividade econômica. Com as empresas adquirentes classificadas pelos códigos do CNAE, passou-se a seleção das operações em que a empresa adquirente pertencia ao código CNAE C, assim como a análise das operações de F&A, com a finalidade de utilizar apenas de empresas com capital aberto, no papel de adquirente, no processo de consolidação.

Após a seleção das empresas com papéis negociados na BOVESPA, foi utilizado o critério de que o código CNAE C somente seria viável se apresentasse ao menos uma operação anual, com a finalidade de encontrar um desempenho setorial consistente, em relação as operações de F&A.

Assim, a indústrias de transformação, com o código CNAE C, onde figura todas as empresas que transformam matéria-prima, notavelmente um setor bastante abrangente e concentrador da maioria das operações de F&A, apresentou-se viável para o prosseguimento do estudo. Aplicado o modelo de seleção acima, restaram 63 operações de F&A para a indústria de transformação, código CNAE C, distribuídos conforme pode ser observado na Tabela 1.

| ANO | Total de F&A (Banco de dados Anbima) | Número de F&A - amostra selecionada |
|------|---|--|
| 2001 | 29 | 5 |
| 2002 | 20 | 3 |
| 2003 | 31 | 3 |
| 2004 | 30 | 3 |
| 2005 | 18 | 2 |

| | | |
|--------------|------------|-----------|
| 2006 | 38 | 5 |
| 2007 | 67 | 7 |
| 2008 | 47 | 7 |
| 2009 | 57 | 6 |
| 2010 | 83 | 16 |
| 2011 | 88 | 6 |
| Total | 508 | 63 |

Tabela 1: Amostra Inicial x Amostra Seleccionada

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

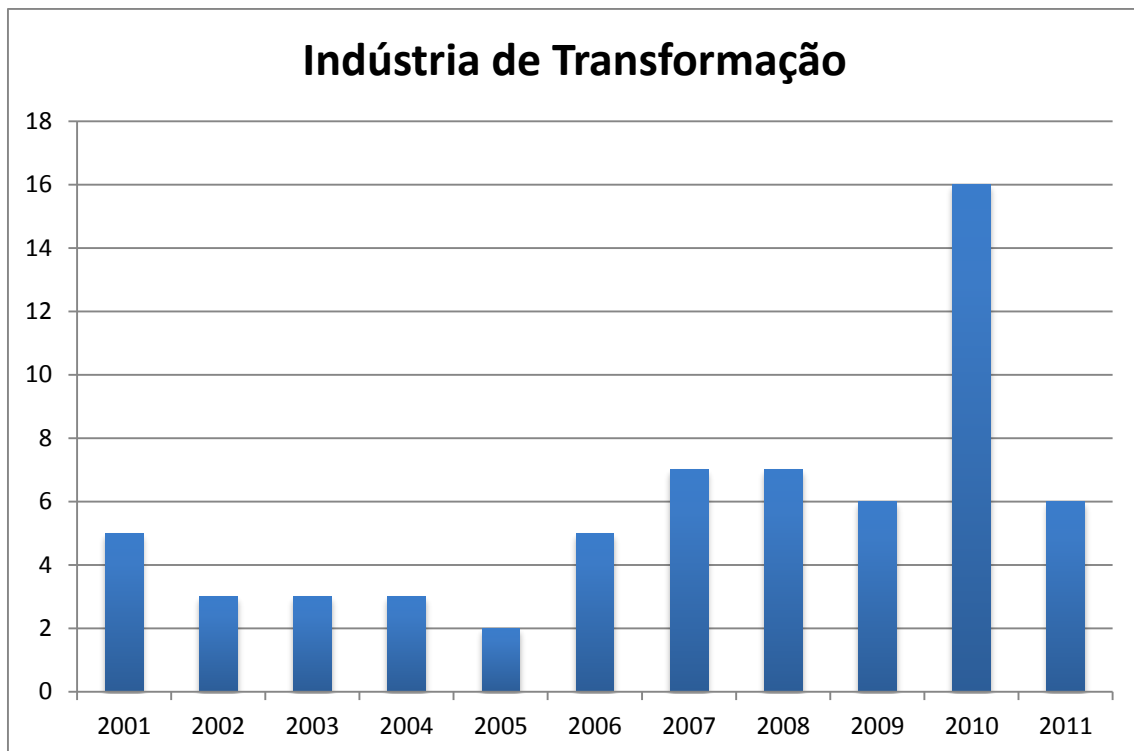


Gráfico 1: Ocorrência de F&A pela amostra selecionada

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

3.1 METODOLOGIA

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

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

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

Onde:

$RMA_{i,t}$ = Retorno Médio Ajustado

$R_{i,t}$ = Retorno Calculado

\bar{R}_i = Retorno Médio

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

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

Onde:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da Ação

$R_{i,t}$ = Retorno da Ação na data t

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

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

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

Onde:

$ER_{i,t}$ = Retorno Esperado da Ação

\square_i = Intercepto

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

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

\square_i = Termo de Erro, valor esperado igual a zero.

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

Sendo assim, para este estudo foi escolhido o método 2:

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

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

Onde:

R_i = Retorno da Ação

$Preço_t$ = Preço da ação na data t

$Preço_{t-1}$ = Preço da ação na data t - 1

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

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

Onde:

$R_{M,t}$ = Retorno de Mercado Ajustado

$IBOV_t$ = Carteira de Mercado na data t

$IBOV_{t-1}$ = Carteira de Mercado na data t - 1

3.1.1 MÉTODO DO RETORNO DE MERCADO AJUSTADO

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

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

Onde:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da Ação

$R_{i,t}$ = Retorno da Ação na data t

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

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

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

Onde:

RAA_t = Retorno Anormal Acumulado da Ação

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

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como pôde ser visto no Gráfico 1, foram consideradas 63 operações de F&A entre os anos de 2001 e 2011, selecionadas segundo os critérios explicitados anteriormente, dentre as indústrias classificadas pelo CNAE como sendo da categoria C, correspondente a Indústria de Transformação.⁴ Uma lista completa das operações consideradas pode ser observada na Tabela 2 que apresenta as operações de F&A selecionadas, com data de anúncio da operação, nome e código BOVESPA da empresa compradora e nome da empresa alvo.

| Data do Anúncio | Empresa Compradora | Código | Empresa Alvo |
|-----------------|---------------------|--------|----------------------|
| 15/03/01 | Bradespar | BRAP3 | CSN |
| 02/05/01 | Suzano | SUZB5 | Bahia Sul |
| 16/07/01 | CSN | CSNA3 | Heartland Steel |
| 01/11/01 | Votorantim Celulose | VCPA4 | Aracruz |
| 07/12/01 | Gerdau | GGBR4 | Açominas |
| 30/04/02 | Ambev | AMBV4 | Quilmes |
| 12/07/02 | CSN | CSNA3 | Cia Metalic Nordeste |
| 20/12/02 | Vale do Rio Doce | VALE3 | CST |
| 18/06/03 | CSN | CSNA3 | Lusosider |
| 30/09/03 | Klabin | KLBN4 | Norcel |
| 10/12/03 | Braskem | BRKM5 | Trikem |
| 26/03/04 | Cremer | CREM4 | Cremer |
| 13/05/04 | Petrobrás | PETR4 | Petroquímica Triunfo |

⁴ As análises podem apresentar certas limitações referentes à parcialidade do objeto de estudo, já que, foram consideradas apenas as empresas compradoras em processos de consolidação empresarial, o que não permite a busca por evidências de criação ou destruição de valor para os acionistas das empresas minoritárias, que em grande parte tem seu capital fechado, e portanto, sem dados disponíveis para apreciação pública. Tendo em vista não ser este um dos objetivos do presente artigo, sugere-se a elaboração um trabalho que contemple uma pesquisa de campo em busca de fontes primárias de informações sobre as empresas alvo em processos de F&A, tendo em vista que este poderá enriquecer o debate sobre o tema da consolidação empresarial no Brasil.

| | | | |
|----------|----------------------------|-------|--|
| 18/06/04 | CSN | CSNA3 | Galvasud |
| 20/06/05 | Suzano Petroquímica | SZPQ4 | Polibrasil Participações |
| 28/11/05 | Vale | VALE5 | Canico Resource |
| 02/02/06 | Petrobrás | PETR4 | El Paso Rio Claro e El Paso Rio Grande |
| 03/02/06 | Petrobrás | PETR4 | Pasadena Refining System |
| 04/04/06 | Braskem | BRKM5 | Politeno Ind. e Com. |
| 13/04/06 | Ambev | AMBV4 | Quilmes |
| 26/05/06 | Perdigão | PRGA4 | Batávia |
| 06/03/07 | WEG | WEGE4 | Trafo Equipamentos Elétricos |
| 19/03/07 | Braskem | BRKM5 | Grupo Ipiranga - 1ª fase |
| 28/03/07 | Gerdau | GGBR4 | Grupo Feld |
| 12/04/07 | Cosan | CSAN3 | Usina Santa Luiza |
| 29/05/07 | JBS | JBSS3 | Swift Foods Company |
| 03/08/07 | Petrobrás | PETR4 | Suzano Petroquímica |
| 14/11/07 | Marfrig | MFRG3 | Quickfood |
| 18/02/08 | Usiminas | USIM5 | Zamproгна |
| 04/03/08 | JBS | JBSS3 | Smithfiels Beef Group |
| 04/03/08 | JBS | JBSS3 | Tasman Group ServicesPty e Industry Park Pty |
| 14/05/08 | Braskem | BRKM5 | Ipiranga Petroquímica |
| 03/06/08 | Hypermarcas | HYPE3 | Farmasa |
| 11/06/08 | UNIPAR | UNIP6 | Rio Polímeros |
| 23/06/08 | Marfrig Alimentos | MFRG3 | Empresas do Grupo OSI |
| 13/03/09 | Cosan Indústria e Comércio | CSAN3 | Nova América |
| 14/04/09 | Braskem | BRKM5 | Petroquímica Triunfo |
| 29/04/09 | VCP | VCPA4 | Aracruz |
| 02/06/09 | Dixie Toga | DXTG4 | Huhtamaki Plásticos Rígidos Brasil |
| 04/08/09 | Iochpe-Maxion | MYPK3 | Meritor |
| 22/12/09 | Petrobras | PETR4 | Total Agroindustria Canavieira |
| 22/01/10 | Braskem | BRKM5 | Quattor |
| 27/01/10 | Vale | VALE5 | Bunge Part. e Invest. |
| 28/01/10 | Vale | VALE5 | Fertifos |
| 01/02/10 | Braskem | BRKM5 | Sunoco Chemicals |
| 08/03/10 | Hypermarcas | HYPE3 | Luper Ind. Farmac. |
| 19/03/10 | JBS | JBSS3 | Rockdale Beef Pty |
| 30/04/10 | Karsten | CTKA4 | Romaria Empreendimentos |
| 15/06/10 | Marfrig | MFRG3 | Keystone Foods |
| 06/08/10 | Hypermarcas | HYPE3 | Mabesa do Brasil |
| 24/08/10 | Gerdau | GGBR4 | Gerdau Ameristeel |
| 12/09/10 | Marfrig | MFRG3 | Cargill Alimentos |
| 16/09/10 | Hypermarcas | HYPE3 | York |
| 11/11/10 | Hypermarcas | HYPE3 | Bitufo |
| 11/11/10 | Hypermarcas | HYPE3 | Sabonetes Pom Pom |
| 14/12/10 | Petrobras | PETR4 | Refinaria Alberto Pasqualini |
| 18/12/10 | Hypermarcas | HYPE3 | Mantecorp |
| 07/01/11 | Cosan | CSAN3 | Usina Zanin Açúcar e Alcool |
| 01/04/11 | Petrobras | PETR4 | Innova |
| 09/08/11 | Brasil Ecodisel | VAGR3 | Vanguarda Participações |
| 03/10/11 | Brasil Foods | BRFS3 | Avex |
| 31/10/11 | São Martinho | SMTO3 | Santa Cruz / Boa Vista |
| 07/11/11 | Petropar | PTPA4 | Fiberweb |

Tabela 2: F&A na Indústria de Transformação

Fonte: Elaborado pelo a partir de dados fornecidos pela Anbima

Fazendo uso da janela proposta neste estudo, ou seja, de 20 dias anteriores ao anúncio, o dia do anúncio e mais 20 dias após, aplicou-se a análise dos Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados, pelo método do modelo de mercado ajustado.

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

Como esperado o modelo de mercado ajustado apresentou resultados semelhantes para o Retorno Anormal e para o Retorno Anormal Acumulado. Observando o Retorno Anormal, é possível notar que após o sexto dia subsequente ao anúncio, todo retorno positivo obtido nos primeiros cinco dias é convertido em um retorno negativo de -1,15%. No décimo segundo dia depois do anúncio, há uma substancial perda de valor, da ordem de -2,04%. Só é possível observar Retorno Anormal positivo significativo no primeiro dia, de + 1,19%, conforme é possível observar no Gráfico 3.

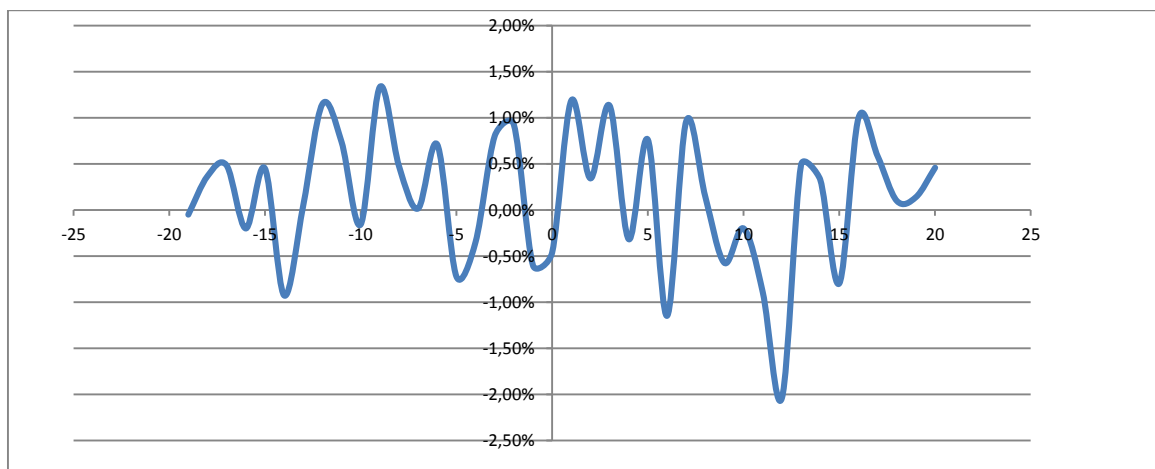


Gráfico 3: Retorno Anormal da Ind. de Transformação – Modelo de Mercado Ajustado

Já o Retorno Anormal Acumulado, demonstrou que há uma valorização desde o início da janela, ou seja, de 20 dias anteriores ao evento. Tal comportamento pode mostrar indícios que o investidores no mercado de

capitais conheciam o fato (F&A) antes mesmo de seu anúncio, precificando-o previamente.

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

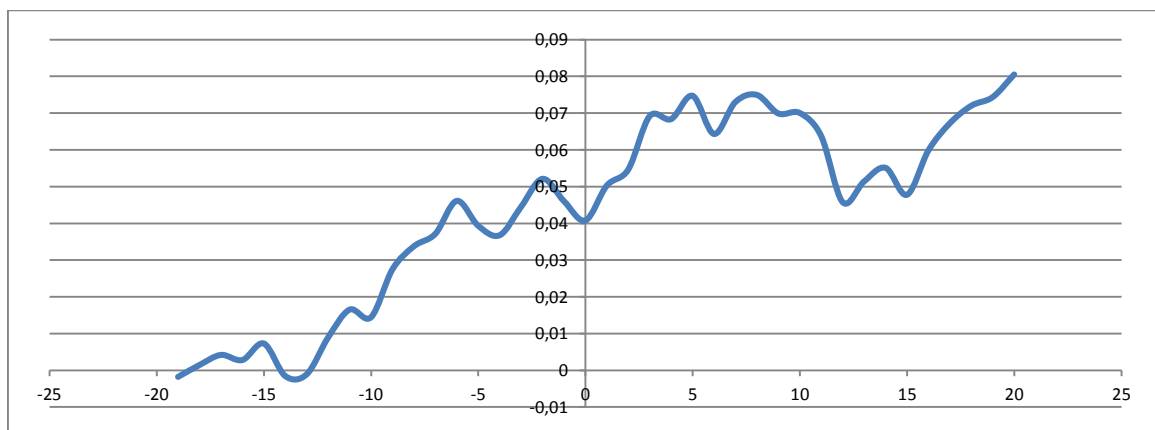


Gráfico 5: RAA Indústria de Transformação – Modelo de Mercado Ajustado

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

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

Foram selecionados os 5 dias antes do evento (-5,0), (-4,0), (-3,0), (-2,0) e (-1,0), a própria data do evento (0,0) e 5 dias posteriores ao evento (+1,0), (+2,0), (+3,0), (+4,0) e (+5,0), nota-se que não há significância estatística a 5% para os retornos positivos nesta janela.

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

Tabela 4: Teste dos Sinais para o Retorno Anormal Acumulado para o período – 5 dias a + 5 dias

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

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

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

A questão fundamental neste tipo de estudo é constatar se houve criação ou destruição de valor, considerando a hipótese de eficiência de mercado semiforte. Portanto, não

se trata de um estudo que investiga criação de valor baseada em fundamentos, mas sim se o mercado precifica de forma positiva ou não o evento (F&A), a partir de informação pública.

Como foi visto, outros estudos, que tratam sobre a mesma temática, afirmam que há um retorno anormal positivo na janela de um dia antes do evento, porém, o retorno anormal decresce, na mesma proporção, no dia seguinte ao anúncio. Neste estudo, com a Indústria de Transformação, foi observado que o decréscimo no retorno anormal ocorreu no segundo dia após o comunicado.

Já para o retorno anormal acumulado, observa-se que para o período de 20 dias anteriores à data de anúncio do evento, as ações das empresas adquirentes apresentaram uma acentuada valorização acumulada, sendo que após o anúncio, o retorno anormal acumulado intensificou-se nos primeiros três dias e após esta data, as ações conservaram a maior parte do ganho, sem retorno anormal acumulado negativo até o vigésimo dia

O estudo sugere que os investidores na indústria de transformação possuíam informações prévias sobre o evento a ser anunciado, dado o retorno anormal acumulado dos ativos nos vinte dias prévios ao anúncio. Por isso, para o código CNAE C, a hipótese de eficiência de mercado semiforte é rejeitada.

Não obstante, os resultados do presente estudo são de certa forma limitados, tendo em vista a pluralidade de atividades econômicas inseridas na classificação CNAE C, que considera todas as Indústrias de Transformação de uma única maneira, sem permitir que se

façam maiores distinções entre essas. Tal limitação também pode ser notada ao considerar terem sido estudadas apenas as empresas adquirentes de capital aberto, deixando de fora as empresas de capital fechado e suas operações de combinação com outras companhias. Um problema que merece ser investigado em um trabalho posterior.

As operações de F&A estão aumentando em número e montante no decorrer do tempo. Este trabalho não esgotou o assunto, muito pelo contrário, mostrando que ainda existem diversos aspectos a serem investigados.

REFERÊNCIAS

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

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

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

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

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

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

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista**

& **Revista**, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 69-99, jan/mar 2010.

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

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

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

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

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

FAMA, E. F. EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, Maio 1970. IBGE, 2013. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/classificacoes/cnae2.0/>>. Acesso em: 30 Setembro 2013.

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

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

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

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

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

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

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

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

OXFORD ENGLISH DICTIONARY.

Disponível em:

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

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

PINTO JR., H. Q.; IOOTTY, M. Avaliando os Impactos Microeconômicos das Fusões e Aquisições nas Indústrias de Energia no Mundo: uma análise para a década de 90.

Revista de Economia Política, v. 25, n. 4, p. 439-453, out-dez 2005.

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

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

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995. SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL, 29 março 1999. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Decretos/Ant2001/1999/Dec300099.htm>>. Acesso em: 30 setembro 2013.

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

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

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

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

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

TANURE, B.; CANÇADO, V. L. Fusões e Aquisições: Aprendendo com a experiência



brasileira. **Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas (RAE)**, v. 45, n. 2, Abr./Jun. 2005.

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

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

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