

Fusões e aquisições de empresas transnacionais: um estudo de eventos sobre o retorno ao acionista

Mergers and acquisitions of transnational corporations: a study of events about the return to the shareholder

Kim Ellwanger¹

¹ Universidade Feevale, Novo Hamburgo

Resumo

O mercado de fusões e aquisições brasileiro tem-se mostrado bastante ativo, principalmente nos últimos anos. Dado este fato, o presente artigo tem como objetivo analisar a reação do mercado acionário ao anúncio de tal evento. Para contextualizar esta estratégia empresarial, bem como investigar os motivos que levam as empresas a adotar tal estratégia, foi realizada uma pesquisa bibliográfica. As decisões de investimento são, conforme a teoria das finanças, economicamente atraentes quanto resultam em aumento do valor da ação. Uma das possíveis maneiras de avaliar se as fusões e aquisições beneficiaram os acionistas das empresas envolvidas é a reação dada pelo mercado de capitais no momento do anúncio da transação. No presente artigo, utilizando o método empírico denominado estudo de eventos, analisa-se a existência de retornos anormais em dezoito empresas transnacionais brasileiras ao anunciar a transação ao mercado. Os resultados obtidos, analisados sob uma abordagem quantitativa, apontam que estas operações não resultaram em retornos anormais significativos para os investidores, entretanto cabe salientar que isto não significa que estes processos não geram valor para a empresa ou mesmo para os acionistas.

Palavras-chave: Fusões e aquisições; Retorno anormal; Estudo de eventos; Empresas transnacionais.

Abstract

The market of mergers and acquisitions in Brazil has been highly active, especially in recent past years. Given this fact, the present article aims to analyze the stock market reaction to the announcement of such event. To contextualize this business strategy as well as to investigate the reasons that lead companies to adopt such strategy, a literature search was performed. Investment decisions are, according to the Finance Theory, economically attractive when they result in increased share value. One of the possible ways to assess if mergers and acquisitions had benefited the shareholders of companies involved is the reaction given by the capital market at the time of announcement of the transaction. In this article, empirical method called event study was used to analyze the existence of abnormal returns in eighteen Brazilian transnational corporations after announcing the transaction to the stock market. The results, analyzed from a quantitative approach, showed that these operations did not result in significant abnormal returns for investors. However, it should be noted that this does not mean that these processes do not generate value for the company or for the shareholder.

Keywords: Mergers and acquisitions; Abnormal returns; Event study; Transnational companies.

I INTRODUÇÃO

A Revolução Industrial, iniciada em meados do século XVIII, apresenta os primeiros registros de fusões e aquisições (doravante, denominado por F&A) na literatura financeira. Ao longo do tempo, com a predominância do sistema capitalista e com a intensificação do processo de globalização esta prática é cada vez mais comum entre as empresas. De acordo com Rossetti e Andrade (2011), no Brasil, com o processo de abertura de capitais, principalmente pela redução das barreiras de entrada ao capital estrangeiro e pela inserção no mercado global, a partir do final dos anos 1980, estabeleceram-se as condições propícias para o início do ciclo de F&A brasileiro. Contudo, esta estratégia empresarial tomou grande impulso com a implantação do Plano Real em 1994.

Uma das razões para o crescimento das F&As, conforme Costa (2011) é a maior disponibilidade de recursos financeiros que as empresas obtêm através da abertura de capital em bolsas de valores. Bibler (1995, p.27) destaca que “As aquisições exercem, frequentemente, um impacto significativo sobre a lucratividade global e a saúde financeira de uma corporação, positivo ou negativo”.

Segundo Kumar (2009), metade das F&As não gera o valor esperado ao acionista. No entanto, empresas situadas em países em desenvolvimento estão contrariando essa estatística e utilizando-a como estratégia de globalização, não somente para crescer e ganhar eficiência, como também para obterem novas tecnologias, competências e conhecimento. Como forma de minimizar potenciais obstáculos, inerentes aos processos de reorganização societária, as empresas procuram manter grande parte da equipe de gestão da empresa adquirida, proporcionando uma integração mais tranquila.

Desta forma, o mercado de capitais, composto por empresas de capital aberto e investidores torna-se um ambiente propício para observar se as F&A trazem um conteúdo informacional relevante a ponto de surpreende os investidores. Esta surpresa é percebida através de uma volatilidade anormal na precificação, e conseqüentemente, nos retornos das empresas envolvidas. Assim, conforme Batistella, Brito e Famá (2005), um dos recursos para avaliar os resultados gerados pelas F&As é reação dada pelo mercado acionário quando se divulga a transação. Os investidores, ao saberem desta informação, tendem a reavaliar a empresa, devido a este fato alterar o fluxo de caixa e o nível de risco a que a empresa está exposta.

Estabelecido este cenário, torna-se oportuno inserir o problema da presente pesquisa: O mercado de capitais reage à divulgação de fusões e aquisições de empresas transnacionais brasileiras? Desta forma, o objetivo geral do estudo é analisar, através de um estudo de eventos, se o mercado de capitais reage à divulgação de fusões e aquisições de empresas transnacionais brasileiras.

Por sua vez, a pesquisa apresenta os seguintes objetivos específicos: a) contextualizar os fatores que determinam as empresas utilizar a estratégia de F&A; b) verificar se as recentes F&A realizadas por empresas brasileiras de capital aberto proporcionaram um retorno anormal ao acionista.

No que se refere à F&A tem-se constatado um número crescente de pesquisas e trabalhos acadêmicos a respeito do tema. Entretanto, poucos têm avaliado a reação dos investidores (mercado de capitais) diante do anúncio de fusões e aquisições de empresas transnacionais. Desta forma, percebe-se a presente pesquisa como uma oportunidade para reflexão sobre esta temática.

Esta pesquisa delimita-se a estudar as F&As das empresas com maior índice de transnacionalidade, conforme o Ranking das Transnacionais Brasileiras da Fundação Dom Cabral (FDC, 2012), sendo consideradas somente as empresas de capital aberto e que tenham suas ações negociadas na BM&FBovespa.

Para melhor entendimento, este artigo está dividido em quatro partes, além desta introdutória, o referencial teórico, seguido da metodologia adotada, apresentação dos resultados e as considerações finais do trabalho.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

As empresas adotam estratégias de crescimento porque buscam se expandir tendo, como conseqüências almeçadas, o aumento das vendas e da participação no mercado. As decisões sobre estas estratégias, na maioria das vezes, são tomadas pelos altos executivos, que buscam também o aumento do valor patrimonial da empresa.

Conforme a literatura, estas estratégias de crescimento seriam: o crescimento interno, joint

ventures e fusões ou aquisições. As F&As são consideradas como uma ferramenta de crescimento acelerado porque, na maioria dos casos, leva apenas semanas ou meses para ser concluída; enquanto que o crescimento orgânico de uma organização pode demorar anos para ocorrer. Neste sentido, Camargos e Barbosa (2006) afirmam que o tema F&A engloba várias áreas do conhecimento (Administração Financeira e Estratégia, Contabilidade, Direito, Economia e Política de Negócios).

Em relação aos modelos de reorganização societária envolvendo empresas no exterior, ao decidir investir em outro país a empresa pode optar por construir uma planta física, o que normalmente exige longos períodos de construção e desenvolvimento organizacional. Esta estratégia é conhecida com *greenfield*. Entretanto, ela pode optar por uma aquisição, que é mais rápida porque toda estrutura, bem como toda rede de clientes e fornecedores já estão estabelecidas (EITEMAN; STONEHILL; MOFFETT, 2002).

A literatura econômico-financeira internacional, de acordo com Camargos e Barbosa (2006), trata que as F&As podem ser analisadas em quatro ondas, as quais contribuíram na concentração de capitais, na reestruturação patrimonial e na estabilidade de setores econômicos. As quatro ondas, baseadas principalmente no mercado norte-americano, são classificadas e explicadas conforme segue:

- The Great Merger Wave (1887-1904): Houve a formação de grandes monopólios; transformações significativas nas áreas de transporte, comunicações e a consolidação nas indústrias de petróleo. Este período iniciou no final da depressão de 1883 e perdurou até a depressão de 1904;
- The Merger Movement (1916-1929): A criação de monopólios não era mais permitida por leis antitruste, então as empresas buscaram mais fusões verticais e diversificação dos investimentos, formando oligopólios;
- The 1960s Conglomerate Merger Wave: As alterações nas leis antitruste em 1950 impuseram maiores restrições às fusões horizontais, encorajaram as fusões que visavam à diversificação, como consequência este período foi marcado pela criação de conglomerado;
- The Wave of the 1980s: Visava especialmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, predominando a aquisição de outras firmas, muitas delas de forma hostil.

Estabelecido este contexto de estratégias e tendo como foco do presente artigo a temática F&A, torna-se pertinente contextualizar os conceitos e teorias relacionados ao assunto, para melhor compreensão, bem como a constante evolução vivenciada pelo mercado brasileiro.

2.1 CONCEITOS FUSÕES E AQUISIÇÕES

A fusão consiste na união de duas empresas que criarão uma terceira empresa, resultado da união das mesmas, “[...] envolve a junção de duas ou mais empresas para formar uma sociedade completamente nova, que absorve os ativos e os passivos das empresas pelas quais é formada” (GITMAN, 2004, p.606). Fabretti (2005) explica que o patrimônio desta nova sociedade será composto pelos bens, direitos e obrigações das empresas fusionadas.

Numa fusão há a criação de uma nova empresa, a forma de pagamento utilizada para concretizar a operação é uma permuta de ações e geralmente envolve firmas do mesmo setor. Já num processo de aquisição, uma das empresas envolvidas mantém sua identidade jurídica, a forma de pagamento pode ser em dinheiro, ações, títulos; e é comum as empresas serem de setores diferentes (CAMARGOS; BARBOSA, 2006).

Fabretti (2005, p.178) define “a aquisição de uma empresa dá-se quando o comprador adquire todas as ações ou quotas de capital da adquirida, assumindo, assim, seu controle total”. Num processo de aquisição a firma que foi vendida deixa de existir, assumindo em seu lugar a empresa compradora. Para que isto aconteça, a empresa adquirente deve comprar mais de 50% das ações da empresa vendida.

O processo de uma fusão ou aquisição, conforme Eiteman, Stonehill e Moffett (2002), sempre apresenta três elementos em comum:

- Identificação e avaliação do alvo;
- Negociação da proposta e sua aceitação;
- Gerenciamento do período pós-aquisição.

Para Brealey e Myers (1998), o principal ponto que um gestor financeiro deve analisar em um processo de F&A é se haverá um ganho econômico com a operação, ou seja, se as duas empresas juntas valerão mais do que elas separadas. Neste sentido, Alton et al. (2011) afirmam que para a ação de uma empresa valorizar drasticamente a mesma deve produzir um crescimento o qual o investidor não previa.

Com a globalização e a velocidade das mudanças que estão ocorrendo no atual cenário empresarial, principalmente as grandes corporações, estão analisando e adotando as F&As como estratégia de crescimento. Através deste processo as empresas têm a possibilidade de atuar em novos mercados de maneira relativamente rápida, o que se deve ao fato de as empresas a que estão se unido já possuírem estrutura física, clientes, colaboradores, produtos, marcas, dentre outros fatores.

2.2 TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

As F&A podem ser classificadas, de acordo com Brigham e Ehrhardt (2012), em:

- Horizontal: possuem o mesmo foco de atuação, almejam aumentar a participação no mercado, são normalmente concorrentes. Brealey e Myers (1998) afirmam que o principal objetivo é a obtenção de economia de escala.
- Vertical: as empresas atuam no mesmo segmento (cadeia produtiva), porém em estágios distintos na cadeia produtiva, e visam ganhar competitividade.
- Congênere: atuam na mesma indústria, entretanto não na mesma linha de negócios, não são fornecedores nem clientes.
- Conglomerado: atuam em mercados completamente distintos, buscam a diversificação dos riscos e aproveitar oportunidades de investimento.

As fusões estratégicas visam à obtenção de economias de escala de diversos tipos, mediante a eliminação de funções redundantes. Objetivam também o aumento da participação no mercado, a melhoria do acesso a matérias-primas e da distribuição de produtos acabados [...]

As fusões financeiras, por outro lado, baseiam-se na aquisição de empresas que podem ser reestruturadas para melhorar seus fluxos de caixa. [...] O objetivo do comprador é cortar custos drasticamente e desfazer-se de ativos improdutivos ou incompatíveis para aumentar o fluxo de caixa. (GITMAN, 2004, p.607)

As F&As verticais e horizontais normalmente proporcionam maiores benefícios operacionais de sinergia, entretanto é comum os órgãos governamentais contestarem estas operações (BRIGHAM; EHRHARDT, 2012). No Brasil este órgão é o Conselho Administrativo de Defesa Econômica que aprova ou não a realização da operação. O qual tem como objetivo “zelar pela livre concorrência no mercado, sendo a entidade responsável, no âmbito do Poder Executivo, não só por investigar e decidir, em última instância, sobre a matéria concorrencial, como também fomentar e disseminar a cultura da livre concorrência” (CADE, 2013).

Em uma fusão amigável, de acordo com Brigham e Ehrhardt (2012), as administrações da adquirente e da adquirida aprovam a fusão, contudo, em uma fusão hostil, a administração da adquirida não aprova a operação. Gitman (2004) afirma que a forma de pagamento em uma fusão amigável pode ser através compra de ações em dinheiro ou por uma troca de ações, já em uma fusão hostil a empresa compradora poderá tentar adquirir o controle comprando, no mercado, o número suficiente de ações para se tornar majoritária.

2.3 TEORIA DOS MOTIVOS PARA F&A

Costa (2011) classifica as motivações para as empresas realizarem F&A em dois grupos. O primeiro, denominado de estratégicos, tem como objetivos a obtenção de crescimento, aumento do valor da empresa, acesso a novos mercados, viabilização da execução da estratégia de crescimento e obtenção de uma marca. Por sua vez, o segundo grupo, denominado de operacional, tem como objetivos a busca por aumento da eficiência, inovação, obtenção de sinergias, aumento da capacidade e disseminação de melhores práticas de trabalho.

Segundo Maia (2011), as F&As são uma maneira das corporações se tornarem mais competi-

tivas, pois com o aumento do seu tamanho, passam a obter algumas vantagens, como: economia de escala, que proporcionará uma diminuição dos custos fixos; acesso a captação de recursos financeiros no exterior; e uma rede maior de parceiros no exterior. Para Gitman (2004), as F&As deveriam ter como motivo básico a maximização da riqueza dos proprietários, através do aumento do valor da ação.

De acordo com uma pesquisa realizada pela Deloitte (2006), além das razões já citadas, as F&As ocorrem por proporcionarem uma ampliação na carteira de produtos ou serviços, entrada mais rápida em novos mercados, acesso a novas tecnologias, diversificação de risco e ampliação dos canais de distribuição. Complementam Martelanc, Pasin e Cavalcante (2010) que estas transações podem proporcionar vantagens fiscais, remoção de barreiras à entrada em novos mercados, substituição de administradores ineficientes e minimização dos riscos inerentes ao desenvolvimento interno ou à montagem em novos segmentos de mercado.

2.4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DE F&A NO BRASIL E NO MUNDO

No ano de 2012, de acordo com o boletim da AMBIMA (2013), o volume financeiro envolvendo F&As no mercado brasileiro chegou a US\$ 61,15 bilhões no ano de 2012. Este resultado foi um pouco abaixo do volume negociado em anos anteriores, entretanto continua sendo um valor significativo para a economia brasileira. No mesmo período, segundo dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio - MDIC (2013), a Balança Comercial Brasileira somou US\$ 465,7 bilhões no ano de 2012. Comparando os valores pode-se afirmar que as F&As movimentaram o equivalente a 13% da Balança Comercial Brasileira.

O Brasil, conforme a pesquisa elaborada pela consultoria KMPG (2013), líder mundial de assessoria em F&As, o Brasil em menos de duas décadas apresentou um crescimento expressivo no número destas operações, como pode ser observado na Figura 1.



Figura 1 – Evolução anual do número de transações

Fonte: KMPG (2013)

Como se pode observar, entre 1994 e 2012 ocorreram 8207 transações relacionadas à F&A no Brasil, com tendência ascendente para os próximos anos. Isto se deve à abertura do mercado financeiro, à maior estabilidade econômica e ao programa de privatizações que iniciaram no Brasil na década de 1990.

Camargos e Barbosa (2006) concatenam um resumo de alguns dos trabalhos publicados no Brasil a respeito dos fatores empíricos envolvendo o mercado de capitais brasileiro. Dentre os quais, Bueno, Braga e Almeida (2000); Novis Neto e Saito (2002); Vieira e Procianny (2001); Perobelli e Ness Jr. (2000); e, Procianny e Antunes (2001). Os principais resultados encontrados apontam que o mercado

brasileiro se comporta de maneira ineficiente, ou seja, não resultam em ganho anormal ao acionista.

Kumar (2009) comenta que uma empresa em um país desenvolvido e outra em um país emergente normalmente apresenta uma abordagem diferente ao realizar uma fusão ou aquisição, conforme constata-se no Quadro 1.

Quadro 1 – Duas abordagens a F&As

	Empresa em um país desenvolvido	Empresa em um país em desenvolvimento
Motivo	Costuma ser para reduzir os custos.	Obter novas tecnologias, marcas e clientes em outros países.
Níveis de sinergia	Normalmente as duas empresas possuem o mesmo modelo de negócios.	Normalmente a compradora trabalha com produtos de baixo custo, já a vendida trabalha com produtos de marca, com valor agregado.
Velocidade da integração	Adquirente provoca diversas mudanças na adquirida no curto prazo.	A princípio a integração é lenta. Ao longo do tempo a adquirente passa a se impor cada vez mais.
Impacto organizacional	Podem ocorrer, no início, choques culturais e queda da produtividade. Também saída de executivos e redução dos funcionários.	Não ocorrem grandes mudanças, baixa fuga de executivos e demissão de funcionários, logo após a aquisição.
Metas	Metas claras em curto prazo.	Metas no curto prazo podem ser vagas. Tem visão a longo prazo.

Fonte: Elaborado pelo autor conforme Kumar (2009)

Algumas empresas situadas em países emergentes ao adquirir empresas no exterior estão preservando a independência das adquiridas, técnica denominada como abordagem da parceria. Isto permite que a empresa siga operando como se a mudança no controle não tivesse ocorrido, deixando sua estrutura e preservando sua identidade e sua organização. Como consequência cria um ambiente que facilita o compartilhamento de conhecimento e melhores práticas, conseguindo administrar sem causar medo à empresa adquirida (KALE; SINGH; RAMAN, 2009).

No processo de pós-fusão pode-se estabelecer cinco grandes diferenças em um processo entre uma empresa com uma visão tradicional de integração e uma empresa parceira, conforme se observa no Quadro 2.

Quadro 2 – Resumo de abordagens pós-fusão

	Integração	Parceira
Estrutura	Absorve a empresa adquirida	Mantém a empresa adquirida separada
Atividades	Integram atividades centrais e de apoio	Coordenam algumas atividades cruciais
Altos executivos	Substituídos	Mantidos
Autonomia	Muito limitada	Quase total
Velocidade da integração	Rápida	Gradual

Fonte: (KALE; SINGH; RAMAN, 2009, p.84)

Os bancos de investimento geralmente auxiliam a empresa compradora no processo decisório sobre qual estratégia adotar, frequentemente avaliam a empresa-alvo e sugerem o valor da transação. Eles são remunerados com uma comissão fixa ou variável do valor da transação (GITMAN, 2004). Ainda de acordo com Brigham e Ehrhardt (2012), os bancos se envolvem auxiliando as empresas-alvo a criar estratégias defensivas, cooperam com o financiamento e investem nas ações das empresas envolvidas.

Entretanto, Alton et al. (2011) destacam que o preço ideal a pagar por uma empresa não pode ser definido por um banco de investimento ou por quem está vendendo. O preço certo precisa ser determinado pelo comprador, porque depende do propósito que se almeja com a aquisição.

Com o término da fundamentação teórica, o próximo capítulo abordará a metodologia empregada na elaboração deste artigo.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo serão abordados os procedimentos metodológicos aplicados na elaboração da presente pesquisa. A mesma pode ser classificada como descritiva, uma vez que apresenta como objetivo principal analisar, através de um estudo de eventos, se o mercado de capitais reage à divulgação de fusões e aquisições de empresas transnacionais brasileiras. Esta caracterização baseia-se em Prodanov e Freitas (2013) que comentam que este tipo de pesquisa se caracteriza por registrar, analisar, classificar e interpretar os dados sem a interferência do pesquisador.

Para a consecução da pesquisa utilizou-se também as pesquisas bibliográficas e documentais para proporcionar a sustentação teórica ao tema pesquisado. Estas fontes constituíram-se principalmente de livros, artigos científicos, publicações em periódicos e websites da internet.

Destaca-se que a abordagem quantitativa é predominante na pesquisa, visto que no processo de análise dos resultados serão utilizados métodos quantitativos como estatísticas descritivas e regressões lineares múltiplas.

3.1 ESTUDO DE EVENTOS

A pesquisa utilizou a técnica empírica denominada de Estudo de Eventos, que é amplamente reconhecida na literatura acadêmica da área de finanças e abordada detalhadamente por MacKinlay (1997). Este método consiste em medir o retorno anormal verificado no preço das ações de empresas em razão de um determinado evento em comum. Assim, este método é o mais adequado para investigar se o anúncio de F&A é imediatamente refletido nos preços, demonstrando assim a percepção dos investidores com este processo (BATISTELLA, 2005).

O estudo de eventos tem como princípio a hipótese de mercado eficiente. Batistella, Brito e Famá (2005) apontam que esta premissa considera que os investidores são agentes racionais e os preços

dos ativos refletem rapidamente e integralmente todas as informações relevantes disponíveis, tanto públicas quanto privadas.

Para a realização do estudo de eventos é necessário seguir uma sequência de etapas, que, de acordo com MacKinlay (1997) e McWilliams e Siegal (1997) apud Lima (2011), são: 1) Definição do Evento; 2) Seleção da Amostra; 3) Medição do Retorno Anormal; 4) Procedimento de Estimção; 5) Procedimento de Teste; 6) Resultados Empíricos e 7) Interpretações e Conclusões. Conforme pode ser observado na Figura 2:



Figura 2 – Etapas de um Estudo de Evento

Fonte: Camargos e Barbosa (2006)

3.1.1 Definição do evento

O evento a ser considerado é a data de anúncio das F&As das empresas transnacionais brasileiras. Esta data foi considerada como a data de ocorrência do evento (dia zero), visto que é a primeira informação disponibilizada publicamente e reflete as intenções das empresas envolvidas. Portanto, entende-se que este seja o primeiro sinal informacional, ao contrário de ser considerada a data da efetiva negociação, a qual é apenas uma formalidade jurídica, não trazendo novidades em termos informativos aos investidores (mercado). A data foi obtida na website da BM&FBovespa (2013b).

3.1.2 Critérios de seleção da amostra

A amostra foi constituída pelas empresas brasileiras participantes do Índice de Transnacionalidade da Fundação Dom Cabral - FDC (2012) e que simultaneamente atendem dois critérios: i) sejam de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa; ii) e, que tenham efetuado fusões ou aquisições nos últimos seis anos (2007 a 2012).

O Quadro 3 apresenta as empresas que compõem a amostra da pesquisa. Destaca-se que, das 45 empresas relacionadas no ranking da FDC (2012), foram selecionadas apenas 18 empresas que atenderam aos pré-requisitos estabelecidos. Para haver uma padronização referente às moedas envolvidas nas transações, as mesmas foram convertidas para o dólar americano, utilizando-se na website do BACEN a cotação da moeda na data do anúncio da F&A.

Quadro 3: Amostra da Pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Adquirente	Código Bovespa	Adquirida	Data do anúncio	Valor da transação em dólares
Ultrapar	UGPA3	American Chemical	28/05/2012	74 milhões
Marcopolo	POMO4	Volgren Austrália	13/12/2011	53,05 milhões
Randon	RAPT4	Folle	31/10/2011	13,77 milhões
Gol	GOLL4	Webjet	03/10/2011	37,21 milhões
Embraer	EMBR3	Orbisat	15/05/2011	17,45 milhões
Minerva	BEEF3	Pulsa	18/01/2011	65 milhões

Continua...

Quadro 3: Continuação...

Adquirente	Código Bovespa	Adquirida	Data do anúncio	Valor da transação em dólares
Totvs	TOTS3	Gens	04/01/2011	10,76 milhões
Suzano Papel e Celulose	SUZB5	Conpacel	21/12/2010	850 milhões
Marfrig	MRFG3	Keystone	14/06/2010	1,26 bilhões
Banco do Brasil	BBAS3	Banco Patagonia	21/04/2010	479,7 milhões
Vale	VALE5	Bunge	27/01/2010	3,8 bilhões
JBS	JBSS3	Pilgrims	17/09/2009	2,8 bilhões
Bradesco	BBDC4	Ibi Participações	05/06/2009	720 milhões
Bematech	BEMA3	CMNET	21/12/2008	11,74 milhões
Magnesita	MAGG3	LWB	08/09/2008	1,41 bilhões
Oi	OIBR4	BrasilTelecom	25/04/2008	3,5 bilhões
Metalfrío	FRIO3	Senocak Holding	26/03/2008	51,67 milhões
Gerdau	GGBR44	Chaparral	10/07/2007	4,22 bilhões

Conforme pode-se observar no Quadro 3, as F&As das dezoito empresas selecionadas na amostra da pesquisa movimentaram aproximadamente 19,4 bilhões de dólares, o que reforça a representatividade da amostra do estudo.

3.1.3 Hipótese testada e definição das janelas de evento e estimação

A hipótese nula (H_0) a ser testada trata que o anúncio de fusões e aquisições das empresas da amostra do estudo não impactou os investidores do mercado de capitais brasileiro. Já a hipótese alternativa (H_1) considera que este evento impactou os investidores. Esta reação dos investidores é percebida por um movimento anormal nos retornos das ações, considerando o valor esperado para a data do evento versus o valor realmente ocorrido. Desta forma, estes testes de hipóteses podem ser expressos através das seguintes equações:

$$H_0 : AR_{it} = 0$$

$$H_1 : AR_{it} \neq 0$$

Onde: AR_{it} = o retorno anormal verificado no preço da ação i , atribuído à ocorrência do evento analisado no período t .

Ao redor do anúncio da F&A (dia zero) de cada empresa, foi utilizada uma janela de evento de 15 dias de negociações antes e depois (de -15 até + 15). Isto é, um período de 31 dias para o teste de hipótese (CAMARGOS e BARBOSA, 2006). Este período maior (além da data específica do evento) objetiva capturar possíveis antecipações do mercado em relação ao evento mensurado, assim como possíveis postergações na reação.

Nesta etapa também se deve definir uma janela de estimação, que na presente pesquisa será de 180 dias uteis (-196 a -16), para mensurar os retornos normais esperados para cada empresa da amostra.

3.1.4 Definição do modelo de estimação e mensuração dos retornos esperados

Uma vez definida a data do evento e a amostra da pesquisa, tem-se os pré-requisitos para a elaboração do estudo de eventos. O próximo passo consiste na medição do retorno anormal, que é a diferença existente entre o retorno (rentabilidade) realizado, ou ocorrido, em uma determinada data específica, e o retorno esperado (teórico). Rochman e Junior (2006) afirmam que o que se deseja testar é a significância dos retornos anormais em uma janela de tempo ao redor da data do evento, verificando assim se o evento proporcionou um retorno anormal ou não. Caso seja evidenciada a presença de retornos anormais no dia do evento de F&A das empresas da amostra da pesquisa, será possível associar que este fato (F&A) impactou o mercado de capitais, visto que houve uma reação anormal, além do esperado, por parte dos participantes do mercado de capitais brasileiro.

Para a mensuração do retorno anormal é necessário definir um método, dentre os apresentados na literatura. De acordo com Lima (2011), há três modelos para mensurar o retorno anormal: a) Modelo de Retornos Ajustados à Média; b) Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado; c) Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado. Optou-se por utilizar o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado para calcular os retornos anormais, por ser considerado o mais completo. Este modelo é expresso pela seguinte equação:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Onde: AR_{it} (Abnormal Return) é o retorno anormal da ação i no período t ; R_{it} é o retorno da ação i durante o período t ; R_{mt} é o retorno da carteira de mercado no dia t ; R_{it} é o retorno da ação i no dia t ; α_i coeficiente de intercepto; β_i é o parâmetro (coeficiente angular) da regressão linear dos retornos da ação i sobre os retornos do mercado, fora da janela do evento.

Para calcular o retorno de mercado foi utilizado o Índice Bovespa. Conforme a BM&FBovespa (2013c), “o Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro”. Sendo assim, utilizou-se este índice para calcular os retornos de mercado.

O Ibovespa é calculado pelo somatório da quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma. A fórmula e a descrição das variáveis que a compõem:

$$Ibovespa_t = \sum_{i=1}^N P_{it} \times Q_{it}$$

Onde: $Ibovespa_t$ = o Índice Bovespa no instante t ; N = número total de ações componentes da carteira teórica; P_{it} = preço da ação i no instante t ; Q_{it} = quantidade teórica da ação i na carteira no instante t .

Por sua vez, o retorno de mercado foi mensurado na forma logarítmica, conforme a equação abaixo:

Onde: R_{mt} = retorno do mercado no dia t .

$$R_{mt} = \ln \left[\frac{Ibovespa_t}{Ibovespa_{t-1}} \right]$$

Destaca-se que o retorno normal, que é o retorno efetivamente ocorrido, é mensurado através da seguinte equação:

Onde: R_{it} é a taxa de retorno da ação i no dia t ; P_{it} é o preço nominal de fechamento da ação i na data t .

A base de dados utilizada para a coleta dos preços das ações (P_{it}), do Beta (β) e do Índice Ibovespa ($Ibovespa$) foi o Sistema Econômica®.

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right)$$

3.1.5 Acumulação dos retornos anormais diários

A agregação dos retornos anormais médios é fundamental para resumir as medidas individuais descritas anteriormente. Assim, devem-se agregar os resultados individuais de cada empresa com o objetivo de se obter uma visão geral do fenômeno (LIMA, 2011).

Os retornos anormais são acumulados entre o primeiro e o último dia da janela do evento, para possibilitar a análise global do efeito do evento no valor das ações, formando o Cumulative Abnormal Return (CAR), representado por Batistella, Brito e Famá (2005):

Em que: CAR_i é o retorno anormal acumulado do ativo i ; t_1 é o primeiro dia da janela do evento; t_2 é o último dia da janela do evento.

Definido o retorno anormal acumulado de cada ativo, deve-se calcular a acumulação dos retornos anormais médios que são obtidos da seguinte forma:

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Onde: $CAAR(t_1, t_2)$ é o retorno anormal médio cumulativo do período t_1 a t_2 ;

O resultado do $CAAR$, Cumulative Abnormal Average Return, possibilita ter uma noção geral do fenômeno pesquisado.

3.1.6 Significância Estatística dos Retornos Anormais - Teste T

$$CAAR_{[t_1, t_2]} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

O presente estudo utilizou teste t para testar a significância dos retornos anormais (AAR). Conforme Lima (2011), a representação matemática da padronização dos retornos anormais da ação i na data t , e a estatística t ($\theta_{i(AAR_t)}$) de retornos anormais médios para a hipótese nula de que o retorno anormal médio do dia t é igual a zero podem ser descritos nas seguintes equações:

Onde: $\theta_{i(AAR_t)}$ é estatística t para os retornos anormais médios no dia t ; $\hat{S}(AAR_t)$ é estimativa transversal do desvio padrão dos AAR_t na janela de estimação; AAR^* é a média amostral dos retornos anormais médios durante a janela de estimação. L é número de dias do período de esti-

$$\theta_{i(AAR_t)} = \frac{AAR_t}{\hat{S}_{(AAR_t)}}$$

$$\hat{S}(AAR_t) = \sqrt{\left(\sum_{t=L_1}^{t=L_2} (AAR_t - AAR^*)^2 \right) \div L - 1}$$

mação; L_1 e L_2 é o dia inicial e final do período de estimação.

Realizou-se também a estatística t de retornos anormais médios cumulativos (CAAR) para analisar as possíveis reações do mercado diante do anúncio de uma fusão ou aquisição. Foram estipuladas quatro janelas de evento conforme segue:

- A primeira janela de três dias considerando os dias -1 + 1;
- A segunda janela de seis dias considerando os dias 0 + 5;
- A terceira janela de onze dias considerando os dias -5 + 5;
- A quarta janela de trinta e um dias considerando os dias -15 + 15;

Após acumular os retornos anormais no período t_1 a t_2 ($CAR_i(t_1, t_2)$) e encontrar o retorno anormal médio para cada janela, é necessário calcular a variância estimada para cada ação, usando os dados da janela de estimação:

Onde: $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ = estimativa transversal da variância da ação i ; L_1 = período da janela de estimação, em dias; T_0 e T_1 = dia inicial e final do período de estimação.

O próximo passo é calcular a variância para cada período de acumulação na janela do evento, multiplicando a variância da ação i , calculada acima, pela raiz de $(T_2 - T_1 + 1)$ aplicando-se a cada ação:

$$\sigma_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} (AR_{it})^2$$

$$\sigma_{t_1, t_2}^2 = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Em seguida deve-se calcular a variância para os retornos anormais médios cumulativos:

$$\text{var}(CAAR_{(t_1, t_2)}) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{i(t_1, t_2)}^2$$

Onde: N = número de ações do portfólio de acumulação do período t_1 e t_2 .

O último passo consiste em aplicar o teste da hipótese nula de que os resíduos são iguais a zero:

$$g_{CAAR_{i, t_2}} = \frac{CAAR_{(t_1, t_2)}}{\sqrt{\text{var}(CAAR_{(t_1, t_2)})}} \approx N(0, 1)$$

3.1.7 Coleta de dados

Os dados utilizados no estudo de eventos foram coletados, de acordo com o Quadro 4, das seguintes fontes:

Quadro 4 – Coleta de Dados

Dados	Fonte de Coleta
Data do Evento	Website da BM&FBovespa
Preço (Cotação)	Economática®
Índice Ibovespa (Cotação)	Economática®
Risco da empresa (β)	Economática®

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Para a elaboração dos cálculos e dos gráficos utilizou-se o software Microsoft Excel 2010®. Os resultados da pesquisa serão analisados no capítulo a seguir.

4 RESULTADOS E ANÁLISE

Neste capítulo serão apresentados os resultados empíricos da pesquisa que testou a hipótese do mercado de capitais se comportar de maneira eficiente em relação à data do anúncio de F&As de empresas transnacionais brasileiras. Após se calcular os retornos anormais, aplicou-se o teste paramétrico t para constatar se o mercado sofreu alguma anormalidade em torno data do anúncio dessas empresas. Os resultados encontrados na janela do evento podem ser observados na Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística Descritiva dos Retornos Anormais Diários – Amostra Total

Retornos Diários Anormais Médios			
Dia	AAR	Estatística T	
		Valor T	p value
-15	-0,00205	-0,362	0,721
-14	0,00187	0,331	0,745
-13	0,00350	0,619	0,543
-12	0,00208	0,368	0,717
-11	0,00092	0,163	0,872
-10	0,00199	0,352	0,729
-9	-0,00039	-0,068	0,946
-8	0,00194	0,343	0,735
-7	0,00394	0,696	0,495
-6	-0,00514	-0,908	0,376
-5	-0,00311	-0,550	0,589
-4	-0,00013	-0,022	0,982
-3	-0,00386	-0,681	0,504
-2	-0,00548	-0,968	0,346
-1	0,00970	1,715	0,104
0	-0,00799	-1,413	0,175
1	-0,00448	-0,791	0,439
2	-0,00112	-0,199	0,845
3	0,00930	1,643	0,118
4	-0,00416	-0,736	0,471
5	-0,00388	-0,686	0,501
6	-0,00347	-0,614	0,547
7	-0,00191	-0,338	0,739
8	-0,00232	-0,410	0,687
9	-0,00627	-1,108	0,283
10	0,00385	0,681	0,505
11	0,00209	0,369	0,716
12	0,00184	0,326	0,748
13	-0,00802	-1,417	0,174
14	-0,00899	-1,588	0,130
15	0,00353	0,623	0,541

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

De acordo com a Tabela 1, não foi possível rejeitar a hipótese (H0), visto que na data do evento (dia zero) não ocorreu nenhuma reação anormal por parte do mercado de capitais brasileiro. Adotou-se a metodologia, conforme MacKinlay (1997), que considera que houve retornos anormais estatisticamente significativos somente quando o valor-p ficar abaixo de 0,05 (5%). Em nenhum dos 31 dias da janela de evento pode-se observar esta significância estatística

Adicionalmente, com o objetivo de proporcionar uma visão geral do período do evento (31

dias), elaborou-se a Figura 3, que resume os resultados encontrados. Observa-se que em nenhum momento os retornos anormais médios romperam os limites estabelecidos de significância estatística ao nível de 5% (1,96) e 1% (2,57), fato que sinaliza não ter havido retornos anormais estatisticamente significativos na amostra selecionada.

Gráfico do Teste T dos Retornos Anormais Médios (AAR)

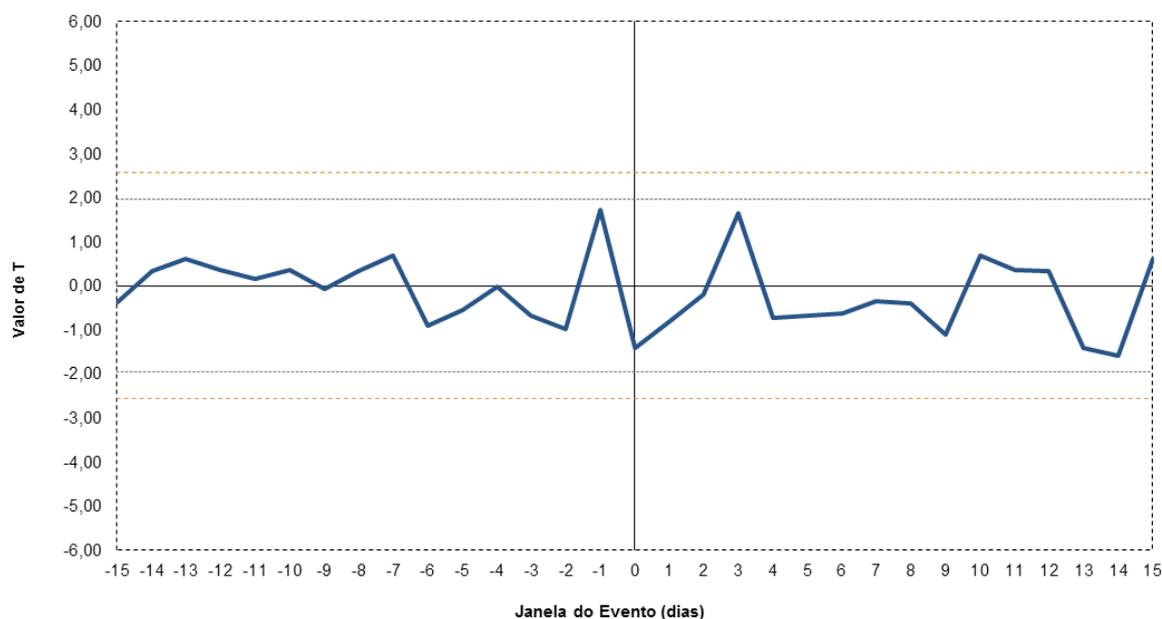


Figura 3 – Teste T para AAR

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Com a intenção de verificar se houve alguma reação anormal antes ou após o evento (anúncio da F&A), foram estipuladas janelas para que fosse possível identificar tal reação. De acordo com a Tabela 2, das cinco janelas estabelecidas, não se encontrou reação anormal em nenhuma delas. Este fato indica que, para na amostra selecionada, a percepção dos investidores em relação a este evento é que o mesmo não apresentou um conteúdo informacional suficiente para surpreender o mercado de capitais; o que indiretamente indica que o evento considerado não foi relevante sob este aspecto.

Tabela 2 – Retornos Anormais Cumulativos – Amostra Total

Janelas de Acumulação	Retornos Anormais Médios Cumulativos				
	1 Dia (0)	3 Dias (-1, +1)	6 Dias (0, +5)	11 Dias (-5, +5)	31 Dias (-15, +15)
CAAR _{t1,t2}	-0,00799	-0,00277	-0,01234	-0,01521	-0,02620
Estatística-T	-1,41266	-0,30440	-0,95985	-0,87369	-0,89636
<i>p value</i>	0,17580	0,76452	0,35059	0,39446	0,38258

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Por sua vez, a Figura 4 ilustra um comparativo entre os retornos anormais médios (AAR) e os retornos anormais cumulativos (CAAR) ocorridos na janela do evento. Observa-se que o gráfico demonstra a ausência de retornos anormais estatisticamente significativos em torno do evento.

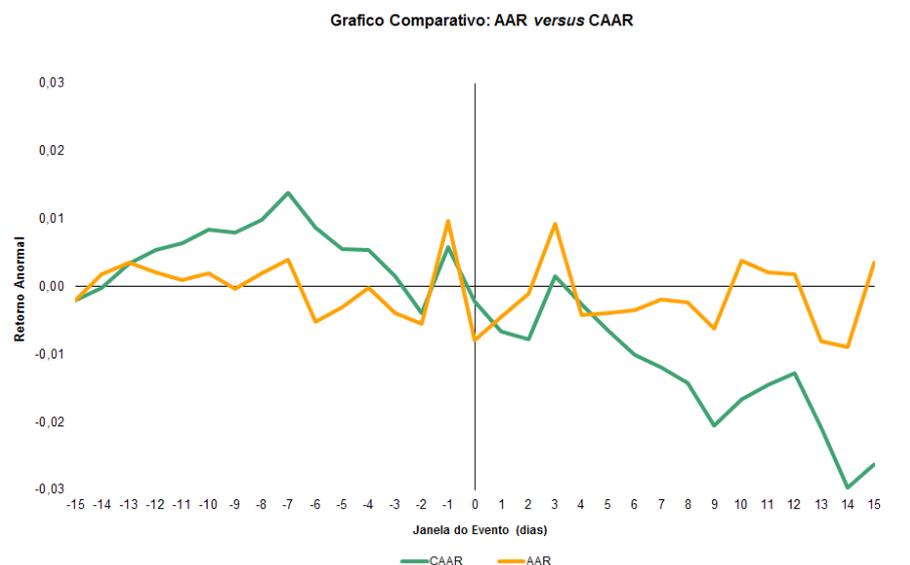


Figura 4 – AAR x CAAR da Amostra Total

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Os resultados desta pesquisa estão de acordo com os resultados encontrados por Camargos e Barbosa (2006) e por Batistella, Brito e Famá (2005) que apontaram que o anúncio de F&As ao mercado de capitais brasileiro não gera um conteúdo informacional capaz de surpreender os investidores, conseqüentemente não gera nenhum retorno anormal significativo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando que a reação do mercado é a melhor forma de avaliar os benefícios econômicos gerados através de uma fusão ou aquisição, os resultados dos testes apontam que estas operações não resultaram retorno anormal aos acionistas das empresas brasileiras adquirentes. Este fato responde ao problema proposto neste artigo que buscou investigar se o mercado de capitais reage ao anúncio de F&As e os resultados indicam que nas empresas selecionadas desta pesquisa não houve reação anormal significativa por parte do mercado de capitais.

Ao se tratar de empresas de capital aberto que possuem ações em bolsas de valores, um dos principais stakeholders são os investidores, que estão primordialmente preocupados com os retornos advindos de seus investimentos. As F&As analisadas, através da metodologia Estudo de Eventos, não constatarem nenhum retorno anormal estatisticamente significativo para estes investidores.

Apesar de os resultados apontarem que estas operações não resultaram em ganhos extras aos acionistas, isto não quer dizer que não foram benéficas às empresas, pois provavelmente geraram vantagens competitivas como: ganho de escala, recursos financeiros a custos reduzidos, diversificação dos riscos, entrada a novos mercados, etc.

Diante disso se conclui que, para a amostra da pesquisa, no que tange a reação ao anúncio de uma fusão ou aquisição, o mercado de capitais brasileiro não proporcionou retorno anormal ao acionista, ou seja, esta informação não foi relevante o suficiente para alterar o posicionamento do mercado em relação a empresa.

Como principal limitação pode-se considerar o fato de analisar as operações somente sob a perspectiva da empresa adquirente e não analisar também a reação do mercado por parte da empresa adquirida. Entretanto, cabe salientar que será difícil obter dados sobre as empresas adquiridas, visto que a maior parte delas está localizada no exterior e não possui suas ações negociadas em bolsas de valores.

Para pesquisas futuras, sugere-se utilizar na amostra um maior número de empresas transnacionais que realizaram F&As recentemente, pois com isso será possível analisar mais profundamente o real impacto destas operações para os investidores. Nesta pesquisa analisaram-se dezoito eventos, entretanto ocorreram no mesmo período delimitado aproximadamente 4.175 eventos envolvendo

F&As no Brasil.

Por fim, espera-se que esta pesquisa tenha colaborado para agregar conhecimento no que diz respeito à F&A e à reação por parte dos investidores destas empresas. E que possa incentivar a elaboração de outras pesquisas em relação ao tema, que é uma estratégia de crescimento comumente adotada por grandes corporações num ambiente de negócios cada vez mais globalizado e competitivo.

REFERÊNCIAS

ALTON, Richard; CHRISTENSEN, Clayton M.; RISING, Curtis; WALDECK, Andrew. A nova cartilha de fusões & aquisições. *Harvard Business Review*, v. 89, n. 3, p. 20-28, mar. 2011.

AMBIMA. Fusões e Aquisições. Disponível em: <<http://portal.ambima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Pages/default.aspx>> Acesso em: 06 abr. 2013.

BACEN. Conversão de Moedas. . Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/conversao/conversao.asp>> Acesso em: 07 mai. 2013.

BATISTELLA, Donizete; BRITO, Flávio G. A.; FAMÁ, Rubens. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração - RAUSP*, São Paulo, vol. 40, n. 4, p. 353- 360, out-dez, 2005.

BATISTELLA, F. D. Uma análise do valor gerado para acionistas de bancos brasileiros que fizeram aquisições entre 1995 e 2004. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2005.

BIBLER, Richard S. et. al. Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições. 2. ed. Rio de Janeiro, RJ: Record, 1995.

BM&FBOVESPA. O que a Bolsa faz. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 05 mai. 2013a.

_____. Empresas Listadas. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Letra=N&idioma=pt-br>> Acesso em: 13 abr. 2013b.

_____. Índice Bovespa – Ibovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR>> Acesso em: 22 mar. 2013c.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Princípios de finanças empresariais. 5. ed. Portugal: McGraw-Hill de Portugal, 1998.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. Administração financeira: teoria e prática. 2. ed. São Paulo, SP: Cengage Learning, 2012.

CADE. O CADE. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/Default.aspx?1b1b1de328e6290157>> Acesso em: 30 mar. 2013.

CAMARGOS, Marcos A. de; BARBOSA, Francisco V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração - RAUSP*, São Paulo, vol. 41, n. 1, p. 43-58, jan-mar, 2006.

COSTA, Henrique Sérgio Gutierrez da. Negociando para o sucesso. 3. ed. Curitiba, PR: Ibpex, 2011.

DELOITTE. Fusões e aquisições no Brasil. Disponível em: <http://www.deloitte.com/view/pt_br/br/47073000a210e110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm#> Acesso em: 21 abr. 2013.

EITEMAN, David K.; STONEHILL, Arthur I.; MOFFETT, Michael H. Administração financeira internacional. 9. ed. Porto Alegre, RS: Bookman, 2002.

FABRETTI, Láudio Camargo. Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios: tratamento jurídico, tributário e contábil. São Paulo, SP: Atlas, 2005.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. Ranking das Transnacionais Brasileiras 2012. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/pt/Documents/2012/ranking_transnacionais_brasileiras2012.pdf> Acesso em: 16 mar. 2013.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 10. ed. São Paulo, SP: Pearson Addison Wesley, 2004.

KALE, Prashant; SINGH, Harbir; RAMAN, Anand P. Não assimile a empresa adquirida – seja parceiro dela. Harvard Business Review, v. 87, n. 12, p. 79-85, dez. 2009.

KMPG. Pesquisa de Fusões e Aquisições 2012 – 4º trimestre. Disponível em: <http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2012/FA-4otrim-2012.pdf> Acesso em: 06 abr. 2013.

KUMAR, Nirmalya. Como gigantes emergentes estão reescrevendo as regras de F&As. Harvard Business Review, v. 87, n. 5, p. 71-77, mai. 2009.

LIMA, João Batista Nast de. A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil. 2010. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011.

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

MAIA, Jayme de Mariz. Economia internacional e comércio exterior. 14. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2011.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo M.; CAVALCANTE, Francisco. Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MDIC. Balança Comercial Brasileira: Valor mensal e acumulado. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=5&menu=1161>> Acesso em: 21 abr. 2013.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. Metodologia do trabalho científico : métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico. 2. ed. Novo Hamburgo, RS: Feevale, 2013.

ROCHMAN, Ricardo R.; JUNIOR, William. Insiders conseguem retornos anormais?: Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da Bovespa. In: XXXIV Encontro Nacional de Economia, 2006, São Paulo. Anais. São Paulo: FGV-EAESP, 2006.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 5. ed., atual. e ampl. São Paulo, SP: Atlas, 2011.