

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**  
**SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM FINANÇAS E MACROECONOMIA**

**ANÁLISE DA CRIAÇÃO DE VALOR EM FUSÕES E AQUISIÇÕES ATRAVÉS DA  
METODOLOGIA DE ESTUDO DE EVENTOS**

**CURITIBA**  
**2014**

**PEDRO VERTUAN BATISTA DE OLIVEIRA**

**ANÁLISE DA CRIAÇÃO DE VALOR EM FUSÕES E AQUISIÇÕES ATRAVÉS DA  
METODOLOGIA DE ESTUDO DE EVENTOS**

Trabalho apresentado como requisito parcial à  
obtenção do grau de Especialista em Ciências  
Econômicas, no curso de pós-graduação em  
Macroeconomia e Finanças, Setor de Ciências Sociais  
Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientadora: Prof. Rodrigo Soares.

**CURITIBA**

**2014**

## RESUMO

O presente trabalho se propõe a realizar uma análise da criação de valor em fusões e aquisições de companhias abertas, através da aferição de retornos anormais dos ativos das companhias envolvidas, através da metodologia de estudo de eventos. Inicialmente, partindo dos pressupostos teóricos, foram pesquisadas as correntes que defendem a criação de valor nestas operações, posteriormente aquelas que refutam esta hipótese e, por fim, as doutrinas que afirmam que tanto os ganhos, quanto as perdas nestes eventos são insignificantes para as partes envolvidas. Referidas teorias explicativas baseiam suas hipóteses nas justificativas que motivam a concentração empresarial, tais como sinergia, ganhos fiscais, ganhos de agência, eficiência e redução de custos. Ademais, como pressuposto para avaliar a criação de valor em operações de fusões e aquisições, faz-se mister definir metodologicamente o conceito de valor a ser adotado para identificar e avaliar os ativos das companhias envolvidas, com base na teoria das finanças. Após, ingressamos propriamente na metodologia de análise de eventos, inclusive com a análise de periódicos anteriores, onde referido método já havia sido utilizado para aferição de retornos anormais de empresas fusionadas e incorporadas. Com efeito, ainda assim, optamos por descrever, ainda, que perfunctoriamente as etapas do processo de investigação, para após, realizarmos a interpretação dos resultados da pesquisa empírica de uma amostra de 8 (oito) companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Na oportunidade, buscou-se identificar a existência de retornos anormais, positivos ou negativo, das ações das companhias envolvidas, nos dez dias que antecederam o evento, na respectiva data e nos dez dias que o sucederam. Ainda, foi realizado o teste da significância destes retornos, a fim de esclarecer se estes retornos anormais, positivos ou negativos, seriam justificados pela fusão ou aquisição investigada.

## PALAVRAS-CHAVE

Fusões e Aquisições. Criação de Valor. Análise de Eventos.

## ABSTRACT

The present study aims to conduct an analysis of value creation in mergers and acquisitions of public companies through benchmarking of abnormal returns of assets of the companies involved, through the methodology of event study. Initially, based on the theoretical assumptions, the currents were surveyed advocating for the creation of value in these operations, then those who refute this hypothesis and, finally, the doctrines that claim that both gains, as losses in these events are insignificant to the parties involved. These explanatory theories base their assumptions on justifications that motivate the business combination, such as synergy, stand gains, gains in agency efficiency and cost reduction. Moreover, as a prerequisite for assessing value creation in mergers and acquisitions, it is methodologically mister-define the concept of value to be adopted to identify

and evaluate assets of the companies involved, based on the theory of finance. After we entered properly in the event analysis methodology, including the analysis of previous journals, where that method had been used to measure abnormal returns of firms merged and incorporated. Indeed, even so, we chose to describe further that perfunctorily the steps of the research process, for after performing our interpretation of the results of empirical research of a sample of eight (8) public companies listed on the Stock Exchange of São Paulo. On occasion, we sought to identify the existence of abnormal, positive or negative returns, the shares of companies involved in the ten days before the event, the date thereof and the ten days that followed. Still, the test of significance of these returns was conducted in order to clarify whether these abnormal, positive or negative, returns would be justified by merger or acquisition investigated.

## **KEYWORDS**

Mergers and Acquisitions. Value Creation. EventAnalysis.

## **1 INTRODUÇÃO**

O tema de fusões e aquisições é recorrente na literatura econômica norte americana, haja vista sua importância no modelo econômico e financeiro contemporâneo. Nesse sentido, tanto Weston (1990 e 2000), quanto Berk e DeMarzo (2014) reconhecem a sazonalidade desta espécie de atividade, muitas vezes motivadas por alterações macroeconômicas conjunturais. Conforme Weston (1990), é possível identificar cinco ondas, ou ciclos, de fusões e aquisições: a primeira de 1895 a 1904; a segunda de 1922 a 1929; a terceira de 1940 a 1947; a quinta durante a década de 1960 e, por fim, a quinta e atual onda, que se iniciou em 1976.

No Brasil, o fenômeno é recente se comparado com os EUA, pois somente no início da década de 1990, com o processo de abertura econômica, globalização e um contínuo processo de liberação da economia é que operações de fusões e aquisições passaram a tornar-se parte da realidade brasileira (TINOCO, 2011, p. 269).

Por sua vez, estas operações societárias intensificaram-se no cenário empresarial brasileiro após o ano de 2000, década em que houve um aumento expressivo. Apenas a título de demonstração do crescimento exponencial destas operações, em 2002 foram noticiadas 395 fusões e aquisições, enquanto que ao cabo de 2013, as operações daquele ano contabilizaram um total de 811 operações, representando um crescimento ligeiramente superior 100% (cem por cento) em pouco mais de uma década (PRICE WATERHOUSE COOPERS, 2013).

Desta forma, é natural que com o crescimento destas operações, a exemplo do que ocorreu nos Estados Unidos, a comunidade acadêmica brasileira fomenta, em os graus de pesquisa, a investigação no escopo de teorizar o conhecimento empírico obtido com as experiências de F&A ocorridas neste país.

Segundo Copeland, Weston & Shastri (2003, p. 753), após 1990, a intensidade das fusões e aquisições foram motivadas por basicamente 10 (dez) forças: (i) o progresso tecnológico, com a redução do custo da comunicação e transporte; (ii) a internacionalização dos mercados; (iii) aumento dos recursos e competitividade; (iv) emergência de novas indústrias; (v) menor regulação econômica; (vi) momento econômico favorável; (vii) aumento do desenvolvimento econômico; (viii) alargamento das desigualdades de renda e riqueza; (ix) aumento na relação de valorização e retornos das ações, especialmente durante a maior parte da década de 1990, onde esta relação foi significativamente ao padrão histórico de longo prazo.

Especificamente quanto à criação de valor em F&A, o tema é controverso, sendo recorrente na literatura econômica e financeira justificativas, teses, pesquisas e testes empíricos que suscitam que F&A criam valor aos acionistas, porém, em sentido diametralmente oposto, há os céticos, os quais refutam esta hipótese. Não obstante, existe ainda uma terceira corrente de dissidentes, para os quais não há ganhos ou perdas e, em havendo, são praticamente nulos ou insignificantes.

Não sem razão, Horne (1986, p. 460) reconhece que a evidência de retornos aos acionistas em aquisições é um tanto quanto confusa, sendo, difícil traçar uma regra ou teoria geral para todas as operações desta espécie, especialmente quando este retorno se trata da criação de valor aos acionistas.

Apenas a título introdutório, autores como Masulis, Wang and Xie (2007) apresentam evidências empíricas e seguras que a maior parte das F&A implicam em destruição de valor, enquanto que Zweig (1995), notório pesquisador sobre o tema, em reportagem veiculada no periódico *BusinessWeek*, demonstrou que 50% das F&A destroem valor, enquanto que apenas 17% destas operações seriam capazes de criar valor. Uma interpretação parcial destes resultados poderia ser pautada no entendimento de Berk e DeMarzo (2014, p. 954), os quais acreditam que as F&A criam valor, gerando um prêmio para a companhia alvo ou, *target* da operação.

Assim, a assimetria de informações e a complexidade do tema, *per se*, justificam a abordagem teórica que será realizada, por meio da qual serão identificadas as principais teorias que explicam que motivam as F&A e a influência destes motivos na justificativa da criação de valor.

Após, realizarmos a interpretação dos resultados de uma pesquisa realizada com companhias brasileiras participantes de F&A, objetivando aferir a existência e a significância de retornos anormais, positivos ou negativos, das ações das companhias envolvidas, através da metodologia de estudo de eventos, consoante Soares, Rostagno e Soares (2002) e Benninga (2008).

## **2 O REFERENCIAL TEÓRICO. AS RAZÕES DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES E A CRIAÇÃO DE VALOR**

Com o crescente número de F&A, os teóricos econômicos e financeiros passaram a investigar o tema para compreender as razões que motivavam estes atos de concentração econômica e, em especial, os efeitos destes atos de concentração, tanto para as companhias envolvidas, quanto para os respectivos acionistas.

Os pioneiros matéria foram Williamson (1975) e Manne (1965), *apud* Copeland (2003, p. 753) que – através da Teoria da Eficiência – defenderam que as F&A são formas de aumentar a sinergia entre as empresas envolvidas resultando em um aumento de eficiência.

Por sua vez, no entendimento de Jensen e Meckling (1976), Fama (1980), com a sua Teoria do Problema de Agência, as F&A seriam meios de solucionar problemas de agência, ou seja, de conflitos decorrentes da relação entre administradores e proprietários, ou acionistas.

Para Jensen (1986) e a sua Teoria do Fluxo de Caixa Livre, muito semelhante a Teoria da Agência, as F&A decorrem do conflito entre acionistas e administradores quanto a destinação dos fluxos de caixa livres das companhias, os quais, em regra, deveriam ser distribuídos entre os acionistas, porém, acabam sendo afetados para estratégias de expansão.

Entretanto, para Spence (1973), um dos precursores da Teoria da Informação e Sinalização, as F&A são um meio de sinalizar ao mercado que a empresa está subavaliada, razão pela qual a partir do anúncio da operação poder-se-ia deduzir que informações financeiras futuras, tais como alteração do fluxo de caixa, aumento do valor das ações, expectativa de mercado, dentre outras.

Para Mad e Myers (1984) e Jones e Taggart (1984) *apud* Copeland (2003) *et al.* as fusões e aquisições seriam um meio das empresas auferirem benefícios fiscais, tais como dedução de despesas e aproveitamento de créditos, minimizando assim os custos fiscais decorrentes da atividade empresarial, motivando assim a Teoria das Vantagens Fiscais.

Por sua vez, no âmbito da criação de valor, especificadamente, Jensen e Ruback (1983), as operações de F&A seriam capazes de criar valor econômico através da utilização de recursos específicos, o que somente seria possível através deste tipo de operação societária.

Em que pese as razões dos autores mencionais, para Huyett (2010, p. 414), uma aquisição cria valor quando os fluxos de caixa combinado das companhias são maiores do que seriam se o evento não tivesse ocorrido. Por sua vez, o mesmo autor entende que uma fusão ou aquisição se encaixa nos seguintes arquétipos: (a) melhorar a performance das companhias envolvidas, (b) remoção do excesso de capacidade da indústria, acelerar o acesso a mercados (c) acesso a capacidades e tecnologias mais rapidamente ou a um custo mais baixo do que construí-la, (d) selecionar casos de sucesso e desenvolver seus negócios, de modo que caso a fusão ou aquisição não se encaixe em qualquer destes arquétipos não será possível de criar valor, apresentando justificativas compatíveis com a Teoria da Eficiência de Williamson (1975) e Manne (1965), *apud* Copeland (2003, p. 753).

Entretanto, para Barney (1988) somente haveria criação de valor na hipótese de a sinergia decorrente da operação implicar em um aumento do fluxo de caixa, ou seja, além da eficiência, esta deveria ser suscetível de aumentar o fluxo de caixa das companhias envolvidas. Numa visão mais simplista, Brealey e Myers (1996, p. 914) condicionam a criação de valor em F&A a os ganhos obtidos serem maiores que os custos envolvidos para sua concretização.

Como já ressaltado anteriormente, Horne (1986, p. 694) reconhece que a avaliação de retornos em casos de fusões e aquisições são muito confusos, de modo que é difícil adotar uma regra geral quanto à criação de valor para os acionistas, justificando assim, as diversas teorias existentes na literatura econômica e financeira, as quais buscam justificar os motivos das F&A e sua criação de valor.

Em geral, Copeland (2003, p. 753) identifica três correntes majoritárias envolvendo os motivos de F&A e seu reflexo na criação ou destruição de valor: a Teoria da Eficiência ou Sinergia, para quem os ganhos decorrentes da operação são positivos; a Teoria Hubris que entende que a

criação e valor seria zero ou, ainda não significativos; e, por fim, a Teoria de Problemas de Agências que entende que os valores resultantes seriam negativos.

No mesmo sentido, Weston (2004, p. 136) também relaciona os motivos das F&A com os respectivos, porém, para o autor, na Teoria da Eficiência ou Sinergia os ganhos combinados resultantes são positivos, em razão de serem positivos para a empresa alvo e não negativos para o comprador Weston, *et al.* (2004). Diferente da Teoria de Problemas de Agência, em que os ganhos combinados seriam negativos para o comprador e negativos para a empresa alvo. Por fim, na Teoria da Manutenção do Poderos ganhos resultantes seriam positivos para a empresa alvo e negativos para a compradora Weston, *et al.* (2004 e 2000).

### **3 DO CONCEITO DE VALOR E SUA DISTINÇÃO DA PRECIFICAÇÃO**

Segundo Damodaram (2004, p. 31), o objetivo das finanças corporativas é o estudo do valor empresarial, ou corporativo, no escopo de maximizá-lo, através da otimização de decisões sobre investimento, financiamento e dividendos. Ainda, em um sentido singelo, para Ross, Westerfield & Jordan (1998, p. 29), a finalidade não seria outra senão maximizar o valor de mercado do capital dos acionistas das companhias.

Partindo deste pressuposto, para avançarmos, faz-se mister distinguir preço e valor, a fim de evitar confusões hermenêuticas, ou aplicação de conceitos equivocados, conforme Damodaran (2004, p. 116). Assim, enquanto o valor de um ativo é tomado como o valor presente dos fluxos de caixa esperados através de seu tempo de vida, o preço constitui um processo de utilização das informações disponíveis para formular as expectativas futuras de um ativo.

Entretanto, cabe ressaltar que consoante esclarecem Schmidt, Santos e Kloeckner (2006) o processo de avaliação de empresas é complexo, de modo que muitas vezes não possível obter respostas adequadas para as hipóteses de criação de valor aos acionistas.

Ademais, em se tratando de companhias abertas, a distinção destes conceitos mostra-se mais importante ainda, haja vista que as expectativas de mercado influenciam no processo de precificação das ações das companhias envolvidas, conseqüentemente, no respectivo, em uma perene relação de reciprocidade.

Assim, no processo de avaliação de companhias abertas, primeiramente, é preciso distinguir valor de mercado e valor contábil, haja vista que, conforme reconhece Damodaran, *et al.* (2004), em termos de investimento, o valor de mercado é capaz de refletir a expectativa futura de sobre o valor, enquanto que o valor contábil limita-se a avaliar a empresa no momento presente.

Para fins do presente trabalho, nosso escopo será avaliar exclusivamente o valor de mercado, utilizado por meio da cotação diária das ações de maior liquidez das companhias envolvidas, as quais serão utilizadas para definir a criação de valor de mercado (ou não), por meio da identificação de retornos anormais através da metodologia de estudos de eventos (SOARES, ROTAGNO E SOARES, 2002).

## **4 O VALOR E SUA ANÁLISE ATRAVÉS DA METODOLOGIA DE ESTUDO DE EVENTOS**

Para Assaf Neto (2005, p. 171) os conceitos de valor e preço são fundamentais, haja vista que o preço pago pelo investidor ou acionista será fundamental para analisar a criação de valor de um ativo, tanto que ele entende que uma empresa apenas será capaz de criar valor quando reverter aos proprietários do capital uma remuneração acima das expectativas mínimas de ganhos, ou seja, gerar um resultado que exceda o custo de oportunidade do capital investido (ASSAF NETO E GUASTTI LIMA, 2009, p. 148), a grosso modo, garantir retornos anormais positivos.

Nesse sentido, a análise de retornos anormais por meio do estudo de eventos como critério de mensuração da criação de valor em F&A não é recente na literatura econômica. Referido método já foi utilizado em periódicos formulados por J. Motis (2007), Mueller, D., and Sirower M. (2003, p.373), ou ainda HIRUTA (2012).

Ainda, mesmo Copeland (2005, p. 776) entende que a utilização do modelo CAPM para aferir a performance de F&A, identificando a significância de retornos anormais das ações das companhias envolvidas constitui um dos meios utilizados para avaliar a criação de valor nestes casos.

Consoante J. Motis (2007, p. 23), os ganhos em F&A seriam especificados pela observação dos excessos de retornos do ativo, comparado com o retorno normal caso o evento não houvesse sido anunciado, cotejado, ainda com um ativo eleito como portfólio do mercado.

Assim, seguindo a metodologia de estudo de eventos, realizaremos a análise da existência de retornos anormais, positivos ou negativos, bem como sua significância, no escopo de aferir se as F&A são capazes de criar valor aos acionistas, consoante inclusive J. Motis (2007), Mueller, D., and Sirower M. (2003, p.373), ou ainda HIRUTA (2012).

## **5 O ESTUDO DE EVENTO E O CÁLCULO PARA AVALIAR RETORNOS ANORMAIS E ESTUDO EMPÍRICO ENVOLVENDO COMPANHIAS NACIONAIS:**

No caso vertente, para consecução deste trabalho acadêmico, adotou-se a metodologia do estudo de evento para aferir a existência e significância dos retornos anormais das ações de empresas participantes de F&A, seguindo os passos de autores nacionais como Soares, Rostagno e Soares (2002) e internacionais como Benninga (2008).

A metodologia consiste primeiramente em estimar uma regressão econométrica, pelo método dos mínimos quadrados ordinários, utilizando-se das variações diárias do ativo, com as variações diárias de um ativo que represente a variação diária da média de mercado. Esta equação tem por finalidade definir o comportamento padrão do ativo excluído o período do evento, definindo assim o retorno médio esperado do ativo caso o evento não tivesse ocorrido (SOARES, ROSTAGNO E SOARES, 2002 e BENNINGA, 2008).

Após, passa-se a estudar o comportamento do ativo nos dias que precedem o evento, na data do evento e, por fim, no período posterior ao evento. O primeiro período se presta a identificar a assimilação prematura do evento futuro pelo mercado, inclusive com a obtenção de identificar

obtenção de informações privilegiadas por players do mercado, aferindo a existência e significância dos retornos anormais neste período.

O segundo período, considerada a data do evento, busca identificar a existência e significância de retornos anormais na data do evento, a fim de verificar se o anúncio da fusão ou aquisição implicou em retorno aos acionistas além, ou aquém do esperado.

O terceiro período, tem por intuito identificar retornos anormais e sua significância nos dias que se sucedem a data do anúncio da F&A, aferindo retornos anormais do ativo comparados com as expectativas do mercado, como critério de investigação da performance das companhias envolvidas após o evento, consoante Benninga (2008, p. 372).

Como critério para definição do retorno esperado, utilizou-se a metodologia proposta por Benninga (p. 373, 2008), por meio do qual para a regressão do modelo financeiro e econômico foi adotada a taxa de retorno do ativo em função de sua covariância com o portfólio do mercado, no caso vertente, a variação mensal do índice Ibovespa.

Assim, seguindo a metodologia adotada por Soares, Rostagno e Soares (2002) e Benninga (2008), foram seguidos os seguintes passos: (a) Definição de Fusões e Aquisições como evento a ser estudado; (b) Seleção de 8 (oito) fusões e aquisições de companhias abertas brasileiras listadas no Ibovespa, correspondente a 100% das fusões entre companhias abertas listadas na Bovespa nos últimos 10 (dez) anos; (c) Medição dos Retornos Anormais, através da comparação do ativo com o portfólio do mercado (Ibovespa), por meio da fórmula  $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t)$ , em que  $AR_{it}$  representa o retorno anormal,  $R_{it}$  representa o retorno esperado,  $E(R_{it})$  para cada período de tempo  $t$ .  $X_t$  é a informação condicionante do modelo de performance normal, que no caso adotou-se uma relação linear entre o retorno das ações estimadas e do mercado, utilizando-se o Índice Ibovespa; (d) Estimação da equação de regressar linear, através da análise de variações diárias de 242 (duzentos e quarenta e dois dias) dias anteriores ao evento; (e) Cálculo dos retornos anormais nos 10 (dez) dias que sucederam o evento, cálculo do retorno anormal na data do evento, e cálculos do retorno anormal nos 10 (dez) dias subsequentes; considerando ainda, se estes retornos anormais seriam estatisticamente significativos em relação a F&A; (f) Constatação dos resultados empíricos; (g) Interpretações e Conclusões dos resultados que doravante seguem.

Foram utilizadas as seguintes fusões: (i) Kroton Educacional S/A (KROT3) e Anhanguera Educacional Participações S/A (AEDU3); (ii) Itaú S/A (ITUB3) e União dos Bancos Brasileiros S/A (UBBR3); (iii) Aracruz Papel e Celulose S/A (ARCZ3) e Votorantim Celulose e Papel S/A (VCPA4); (iv) Perdigão S/A (PRGA3) e Sadia S/A (SDIA3); (v) Drogasil Brasil S/A (DROG3) e Droga Raia S/A (RAIA3); (vi) Telemar Participações S/A (TMAR3) e Brasil Telecom S/A (BRTO3); (vii) Submarino S/A (BTOW3) e Americanas S/A (LAME3); (viii) TAM S/A (TAMM4) e LAN CHILE S/A (LAN).

## 5.1 RETORNO ANORMAL SIGNIFICATIVO ACUMULADO DOS 10 (DEZ) DIAS ANTECEDENTES AO ANÚNCIO DA F&A

TABELA 1 - QUADRO GERAL DE RETORNO ANORMAL SIGNIFICATIVO DO PERÍODO DE OBSERVAÇÃO DAS CIAS. F&A ANOS 10 (DEZ) DIAS ANTECEDENTES AO EVENTO

F&A	Empresa	Retorno Anormal Estatisticamente Significativo de ao Menos Uma das Companhias?	Retorno Anormal Acumulado do Período por Companhia	Retorno Anormal da F&A. Soma dos Retornos Anormais das Cias. Envolvidas
(i) (KROT) e (AEDU)	(KROT3)	Não	*	*
	(AEDU3)		*	
(ii) (ITUB) e (UBBR)	(ITUB3)	Não	*	*
	(UBBR3)		*	
(iii) (ARCZ) e (VCPA)	(ARCZ3)	Sim	*	9,84%
	(VCPA4)		9,84%	
(iv) (PRGA) e (SDIA)	(PRGA3)	Sim	12,65%	12,65%
	(SDIA3)		*	
(v) (DROG) e (RAIA)	(DROG3)	Sim	14,11%	22,02%
	(RAIA3)		7,91%	
(vi) (TMAR) e (BRTO)	(TMAR3)	Sim	(7,69%)	(7,69%)
	(BRTO3)		*	
(vii) (BTOW) e (LAME)	(BTOW3)	Sim	*	6,46%
	(LAME3)		6,46%	
(viii) (TAMM) e (LAN).	(TAMM4)	Não	*	*
	(LAN)		*	

## 5.2 RETORNO ANORMAL SIGNIFICATIVO NA DATA DO ANÚNCIO DA F&A

TABELA 2 - QUADRO GERAL DE RETORNO ANORMAL SIGNIFICATIVO ACUMULADO DO PERÍODO DE OBSERVAÇÃO DAS CIAS. F&A NO DIA DO EVENTO

F&A	Empresa	Retorno Anormal Estatisticamente Significativo de ao Menos Uma das Companhias?	Retorno Anormal Acumulado no Dia do Evento	Retorno Anormal Significativo da F&A. Soma dos Retornos Anormais das Cias. Envolvidas
(i) (KROT) e (AEDU)	(KROT3)	Sim	8,18%	15,12%
	(AEDU3)		6,94%	
(ii) (ITUB) e (UBBR)	(ITUB3)	Não	*	*
	(UBBR3)		*	
(iii) (ARCZ) e (VCPA)	(ARCZ3)	Sim	*	9,84%
	(VCPA4)		9,84%	
(iv) (PRGA) e (SDIA)	(PRGA3)	Sim	6,07%	(5,85%)
	(SDIA3)		(11,92%)	
(v) (DROG) e (RAIA)	(DROG3)	Sim	*	9,84%
	(RAIA3)		9,84%	
(vi) (TMAR) e (BRTO)	(TMAR3)	Sim	7,69%	(6,43%)
	(BRTO3)		1,26%	
(vii) (BTOW) e (LAME)	(BTOW3)	Sim	15,36%	13,27%
	(LAME3)		(2,08)	
(viii) (TAMM) e (LAN).	(TAMM4)	Sim	21,26%	21,26%
	(LAN)		*	

## 5.3 RETORNO ANORMAL SIGNIFICATIVO ACUMULADO NO PERÍODO DE OBSERVAÇÃO

TABELA 3 - QUADRO GERAL DE RETORNO ANORMAL DAS CIAS. F&A ACUMULADA COM OS 10 (DEZ) DIAS POSTERIORES AO EVENTO

F&A	Empresa	Retorno Anormal Estatisticamente Significativo?	Retorno Anormal Acumulado no Período	Retorno Anormal da F&A
(i) (KROT) e (AEDU)	(KROT3)	Sim	8,34%	15,28%
	(AEDU3)		6,94%	
(ii) (ITUB) e (UBBR)	(ITUB3)	Não	*	*
	(UBBR3)		*	
(iii) (ARCZ) e (VCPA)	(ARCZ3)	Sim	*	9,84%
	(VCPA4)		9,84%	
(iv) (PRGA) e (SDIA)	(PRGA3)	Sim	21,40%	9,48%
	(SDIA3)		(11,92%)	
(v) (DROG) e (RAIA)	(DROG3)	Sim	5,48%	13,22%
	(RAIA3)		7,75%	
(vi) (TMAR) e (BRTO)	(TMAR3)	Sim	-8,12%	11,82%
	(BRTO3)		19,94%	
(vii) (BTOW) e (LAME)	(BTOW3)	Sim	22,90%	29,82%
	(LAME3)		6,91%	
(viii) (TAMM) e (LAN).	(TAMM4)	Sim	21,26%	14,76%
	(LAN)		-6,50%	

#### 5.2.4 DA CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE VALOR OU NÃO SIGNIFICÂNCIA DOS RESULTADOS, INTERPRETAÇÕES E CONCLUSÕES

**Primeira Hipótese:** Há Retornos anormais estatisticamente significativos nas F&A investigadas no período de observação?

Sim. Das 8 (oito) F&A pesquisadas, apenas a fusão entre (ii) Itaú S/A (ITUB3) e União dos Bancos Brasileiros S/A (UBBR3), não apresentou retornos anormais estatisticamente significativos em nenhuma fase da observação, em que pese haver retornos anormais, estes não são significativos estatisticamente.

Assim, em 87,5% dos casos é possível concluir que as F&A propiciam retornos anormais estatisticamente significativos, positivos ou negativos, para as empresas envolvidas, alterando os retornos das ações das companhias envolvidas, influenciando na formação do preço e, conseqüentemente, no processo de valoração do ativo, especificamente criando ou destruindo valor?

**Segunda Hipótese:** Os Retornos Anormais Significativos são positivos ou negativos?

A fim de analisar se os retornos anormais estatisticamente significantes são positivos ou negativos, decidimos realizar a análise em três momentos distintos do período de observação. O primeiro compreendido nos retornos anormais significativos acumulados dos 10 (dez) dias que antecederam o anúncio da F&A. O segundo considerando o retorno anormal significativo acumulado desde os 10 (dez) dias anteriores ao anúncio, somados com o retorno anormal significativo da data do anúncio da F&A. Por fim, um último período considerando a soma dos retornos anormais significativos do período de observação, considerado os 10 (dez) dias que antecederam o anúncio da F&A, bem como os dez dias posteriores ao anúncio, incluída a data da divulgação.

Assim, no período de 10 (dez) dias que antecederam o anúncio da F&A, concluímos que em 50% (cinquenta por cento) das F&A houveram retornos anormais estatisticamente significantes, positivos, para as empresas envolvidas. Não obstante, em 12,5% (doze vírgula cinco por cento) dos casos estudados houve retorno anormal significativamente estatístico, porém, negativo. Em 37,5% (trinta e sete vírgula cinco por cento) dos casos este período, os retornos anormais não foram significativamente estatísticos.

Por sua vez, na data do anúncio da F&A, das 7 (sete) F&A que apresentaram retornos anormais significativos em algum momento do período de observação, 5 (cinco) F&A tiveram retornos anormais significativos no período compreendido entre os 10 (dez) dias que antecederam o anúncio da F&A e a data da divulgação do fato, incluído este. Enquanto que 2 (duas) F&A apresentaram retornos anormais significativos negativos para as empresas envolvidas.

Assim, em 62,5% (sessenta e dois vírgula cinco por cento) dos casos estudados, o anúncio da F&A foi apta a produzir retornos anormais estatisticamente significantes positivos, enquanto que em 25% (vinte e cinco por cento), o mesmo evento implicou em retornos anormais estatisticamente significantes negativos. Ainda, uma fusão, não apresentou significância estatística, correspondendo a 12,5% (doze vírgula cinco por cento dos casos).

Por fim, ao cabo do período de observação, compreendido nos 10 (dez) dias que antecederam o anúncio do fato relevante, a data da publicação e os dez dias que sucederam, das 8 (oito) F&A pesquisadas, 7 (sete) apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos positivos, enquanto que uma não apresentou significância estatística e não presenciemos nenhum caso de retornos anormais estatisticamente significativos negativos.

Considerando que os dados colhidos, em 87,5% (oitenta e sete vírgulas cinco por cento) o anúncio da F&A impactou no valor das ações das companhias, as quais apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos positivos, considerado o retorno anormal estatisticamente significativo do período de observação.

**Terceira Hipótese:** Partindo do pressuposto que os retornos anormais constituem meio de valoração da criação de valor em F&A, é possível concluir que nas F&A estudadas o evento impactou no valor das ações das companhias, criando valor aos acionistas?

Sim, em 87,5% (oitenta e sete vírgulas cinco por cento) das F&A investigadas o anúncio da F&A trouxe retornos anormais significativamente estatísticos positivos, remunerando o capital dos acionistas e atribuindo um prêmio ao valor das ações, portanto, remunerando os acionistas além do valor de mercado e imbuindo valor as ações das companhias envolvidas em conjunto.

Destarte, concluímos que nas F&A pesquisadas este evento foi capaz de criar valor de mercado em 87,5% (oitenta e sete vírgulas cinco por cento) no período compreendido entre o décimo dia que precede o anúncio da F&A até o décimo dia posterior ao evento.

## 6 CONCLUSÃO

Consoante vimos no corrente trabalho, que a literatura financeira possui as mais diversas vertentes relacionando as causas das F&A, com os ganhos decorrentes deste tipo de operação societária, havendo diversas correntes que advogam tanto pela criação de valor, quanto pela

destruição de valor, havendo, ainda, quem entenda que os ganhos são nulos ou irrisórios, consoante Copeland(2003), Weston, (2004), Masulis, Wang andXie (2007), Zweig (2005), Horne (1986).

Para além da análise teórica, no presente trabalho buscamos realizar uma análise empírica, através do estudo de caso, realizado a partir da existência de retornos anormais em F&A envolvendo companhias abertas nacionais, bem como da sua respectiva significância, cabe ressaltar que, o trabalho sofreu certas limitações, sobretudo motivadas pelo reduzido número de operações desta espécie envolvendo companhias abertas brasileiras listadas em bolsa, bem como a impossibilidade de trabalhar com companhias fechadas.

Por sua vez, a adoção da metodologia de estudo de eventos para avaliar retornos anormais em casos de fusões e aquisições não é novidade na literatura financeira, tendo sido adotada em oportunidades anteriores por J Motis (2007), Hiruta (2013), Copeland (2005) e Mueller, D., andSirower M. (2003) para avaliar retornos acima do esperado para os acionistas em eventos desta espécie.

Nesse sentido, é certo que o objetivo final das finanças corporativas constitui a maximização do valor (Damodaran, 2004), pragmaticamente, adotou-se o valor de mercado, sobretudo, em razão da metodologia aplicada, sendo a base para o critério de o valor de mercado, bem como o preço das ações das companhias envolvidas. Não obstante, apenas haverá criação de valor nas hipóteses em que a remuneração do capital dos acionistas ou investidores seja realizada acima da média do mercado (Assaf Neto, 2005, p. 171).

Partindo destas premissas, a partir de Soares, Rostagno e Soares (2002) e Benninga (2008), foi realizado o estudos de eventos das F&A envolvendo companhias brasileiras listadas na Bovespa, em especial os casos (i) Kroton Educacional S/A (KROT3) e Anhanguera Educacional Participações S/A (AEDU3); (ii) Itaú S/A (ITUB3) e União dos Bancos Brasileiros S/A (UBBR3); (iii) Aracruz Papel e Celulose S/A (ARCZ3) e Votorantim Celulose e Papel S/A (VCPA4); (iv) Perdigão S/A (PRGA3) e Sadia S/A (SDIA3); (v) Drogasil Brasil S/A (DROG3) e Droga Raia S/A (RAIA3); (vi) Telemar Participações S/A (TMAR3) e Brasil Telecom S/A (BRTO3); (vii) Submarino S/A (BTOW3) e Americanas S/A (LAME3); (viii) TAM S/A (TAMM4) e LAN CHILE S/A (LAN).

O Estudo de Eventos possuía por escopo identificar a existência de retornos anormais significativos das companhias envolvidas, bem como se estes seriam positivos ou negativos, aferindo-se assim, retornos acima das médias ou expectativas de mercado, ou, abaixo das expectativas de mercado.

Os resultados empíricos foram conclusivos no sentido de que no período de observação, 87,5% (oitenta e sete vírgula cinco por cento) das F&A apresentaram retornos anormais significativos positivos, enquanto que em 12,5 (doze virgula cinco por cento) dos casos o retorno não foi estatisticamente significativo. Assim, em 87,5% (oitenta e sete virgula cinco por cento) as F&A investigadas criaram valor, seja para as companhias envolvidas, quanto para os acionistas, garantindo retornos acima da média do mercado.

## **7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS**

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**, São Paulo: Atlas, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre e LIMA, Fabiano Guastti, **Fundamentos de Administração Financeira**, São Paulo: Atlas, 2009.

BRADLEY, M. **Interfirm Tender Offers and the Market Corporate Control**, *Jornal of Business*, 1980, Vol. 53, 345-376.

BREALEY, Richard A, MYERS, Stewart C. **Principies of corporate finance**. 5. Ed. New York: McGraw-Hill, 1996.

BENNINGA, Simon. **Financial Modeling**. 3rd Edition. Hardcover Publisher: MIT Press, 2008.

BERK, Jonathan e DeMARZO, Peter, *Corporate Finance*, 3<sup>rd</sup> Edition. Pearson. Boston, 2014.

BRIGHAM F., EUGENE. **Fundamentos da Administração Financeira**, 10<sup>a</sup> Ed., PEARSON, São Paulo, Brasil, 2000.

COPELAND, Thomas E, WESTON, J. Fred Weston, SHASTRI, Kuldeep. **Financial Theory and Corporate Policy**, New York: Pearson, 2003.

DAMODARAN, Aswath, **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**, 2<sup>a</sup> Ed., Porto Alegre: Bookman, 2007.

FAMA, Eugene, F., **Agency Problems and the Theory of the Firm**, *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2 (Apr., 1980), pp. 288-307, disponível em: <>, acessado em: 23/06/2014.

HORNE, James C. VaN. **Financial Management and Policy**, 7<sup>a</sup> Ed. Prentice-Hall, 1986.

HUYETT, Bill. **Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance**. Disponível em: <<https://itunes.apple.com/WebObjects/MZStore.woa/wa/viewBook?id=4529D266CD006C8750C43F63585BA36C>>, acessado em: 23 de julho de 2014.

GIUSTI, Marco Aurélio Ávila. **Fatores Críticos de Sucesso em Operações de Fusão Aquisição - A Captura de Valor através das Sinergias**. São Paulo: EAESP/FGV, 2000, 104 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, Área de Concentração: Administração Contábil e Financeira).

JENSEN, M. C., and MECKLING, W. H, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost**, disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=94043>>, acessado em: 22/07/2014.

JENSEN, M. C., **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**, *American Economic Review*, May, 1986, Vol. 76, 323-329, disponível: <<http://www.sml.hw.ac.uk/ms75/GP%20Papers/G32.pdf>>, acessado em 12/05/2014.

JENSEN, M. C., **The Takeover Controversy: Analysis and Evidence**. *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 4, No. 2, Summer 1986, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=173452>>, acessado em: 23/07/2014.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50, 1983, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=244158>>, acesso em: 25/07/2014.

HIRUTA, Satoru, **An Event Study on Wealth Effects of Mergers and Acquisitions between Japanese Firms**, Março de 2012, disponível em 1º de agosto de 2014, acessado em: [http://www.waseda.jp/wcom/quotient/publications/pdf/wcom431\\_22.pdf](http://www.waseda.jp/wcom/quotient/publications/pdf/wcom431_22.pdf), disponível em: 08 de agosto de 2014.

MANNE, Henry .G. **Mergers and the Market for Corporate Control**, The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120, disponível em: <<http://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/Manne.pdf>>, acessado em 23/07/2014.

MASULIS, R., WANG, C. and XIE, F. 2007, Corporate Governance and Acquirer Returns, Journal of Finance, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=697501>, disponível em: 07 de agosto de 2014.

MOTIS, Jrisy. **Mergers and Acquisitions Motives**, February 2007, disponível em: <<http://economics.soc.uoc.gr/wpa/docs/paper2mottis.pdf>>, acessado em: 01 de agosto de 2014.

MUELLER, D., and SIROWER M. **The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia**. Managerial and Decisions, disponível em: <<http://homepage.univie.ac.at/Dennis.Mueller/GAINSMS.PDF2003>>, acessado em: 08 de agosto de 2014.

NARDI, Roberto Yocisuke Soejima e SILVA, Edison Simoni da. **Criação de Valor em Fusões e Aquisições: A Influência do Sentimento de Mercado**, Anais, XXXVI EnANPAD, Rio de Janeiro, disponível em: <[http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2012\\_FIN2600.pdf](http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2012_FIN2600.pdf)>, acessado em 23/06/2014.

PRICEWATERHOUSECOOPERS SERVIÇOS PROFISSIONAIS LTDA ., **Fusões e Aquisições no Brasil, Dezembro de 2013**. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/fusoes-aquisicoes.jhtml>, Acesso em 21 de junho de 2014.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. dos.; KLOECKNER, G. **Avaliação de Empresas: Foco na gestão de valor da empresa: Teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES COSTA, Karini Talamini. **Estudo de Evento: o método e as formas de cálculo de retorno anormal**. Anais XXVI ENANPAD, Salvador, 2002.

SPENCE, M., **Job Market Signaling**. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3. (Aug., 1973), pp. 355-374, Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=00335533%28197308%2987%3A3%3C355%3AJMS%3E2.0.CO%3B2-3>>, disponível em: 20/05/2014.

ROSS, Stephen A., WESERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D., Antonio Zoratto Sanvicente. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1998.

TINOCO ABOIM, Luiz Guilherme; COSTA, Tino Aboim; ALVIM, Marcelo Arantes. **Valuation, Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de Empresas**, São Paulo: Atlas, 2011.

WESTON, J. Fred, CHUNG, Kwang S. & HOAG, Susan E., **Mergers, Restructuring and Corporate Control**, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990.

WESTON, J. Fred e BRIGHAM F., EUGENE. **Fundamentos da Administração Financeira**, 10ª Ed., PEARSON, São Paulo, Brasil, 2000.

WILLIAMSON, O E., **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization**. Free Press, New York, 1975, disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1496220>>, acessado em 23 de julho de 2014.

ZWEIG, Phillip L. “The Case Against Mergers,” Business Week. New York, 29, October, 1995. Disponível em: <<http://www.businessweek.com/stories/1995-10-29/the-case-against-mergers>>, acessado em: 30/05/2013.