



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

Vinicius Lúcio Paes

Fusões e aquisições no Brasil: criação de valor em mercados pouco competitivos

Brasília – DF

2014

Vinicius Lúcio Paes

Fusões e aquisições no Brasil: criação de valor em mercados pouco competitivos

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr. Herbert Kimura

Brasília – DF

2014

Vinicius Lúcio Paes

Fusões e aquisições no Brasil: criação de valor em mercados pouco competitivos

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno

Vinicius Lúcio Paes

Doutor, Herbert Kimura
Professor-Orientador

Doutor, Vinicius Sobreiro,
Professor-Examinador

Brasília, 25 de Novembro de 2014

Dedico este trabalho a Deus, por colocar pessoas incríveis a minha volta e encher minha vida de bênçãos.

AGRADECIMENTOS

Meus agradecimentos à Universidade de Brasília, por me fornecer subsídios intelectuais para a conclusão do curso. Agradeço ao meu orientador, Herbert Kimura, pela paciência e auxílio no direcionamento do estudo.

Agradeço à minha família, que acompanhou todo o processo de graduação e sempre me apoiou. Em especial, agradeço à pessoa que fez todo o trabalho se tornar mais leve, Bárbara, obrigado.

RESUMO

A seguinte pesquisa tem por objetivo verificar se aquisições de empresas de capital aberto são capazes de criar valor para os acionistas das empresas adquirentes em torno do período da transação, no Brasil. E ainda traçar uma linha de comparação com os resultados encontrados na literatura estudada. Através de análise estatística descritiva e de regressão multivariada dos retornos, ficou constatado que o Brasil, mercado menos competitivo, é capaz de manutenção de valor para adquirentes de empresas públicas independente da forma de pagamento. Em comparação com mercados mais competitivos, o Brasil apresenta retornos não negativos enquanto os mercados de maior competição geram retornos negativos para aquisições através de ações e positivos para aquisições através de dinheiro. Através de regressão multivariada não foi possível discorrer sobre as relações dos retornos e suas variáveis de controle, sendo elas a porcentagem de competição do mercado e forma de pagamento.

Palavras-chave: Retorno anormal Meios de pagamento Competição de mercado

ABSTRACT

The following research aims to verify whether listed acquisitions are able to create value for the shareholders of acquirer companies around the transaction period, in Brazil. And draw a line of comparison with the results found in the studied literature. Through descriptive statistics and multivariate regression of returns, it was found that Brazil, less competitive market, it is able to maintain value in acquisitions of listed companies through all kinds of payment methods. Compared to competitive markets, Brazil generates non negative returns, as the most competitive markets generate negative returns for purchases through equity and positive returns for purchases through money. Multivariate regression was not possible to discuss the relationship of returns and its control variables, known as percentage of market competition and medium of payment.

Key words: Abnormal return Medium of payment Market competition

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	09
1.1	Formulação do Problema	10
1.2	Objetivo Geral	11
1.3	Objetivos Específicos	12
1.4	Justificativa.....	12
2	REFERÊNCIA TEÓRICO.....	13
2.1	Métodos de pagamento em fusões e aquisições	13
2.2	Competitividade de mercado.....	16
2.3	Retornos aos acionistas.....	18
3.	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	23
3.1	Tipo de descrição geral da pesquisa.....	23
3.2	População e amostra.....	24
3.3	Procedimentos de coleta e de análise de dados	24
3.3.1	Retorno Anormal Cumulativo.....	25
3.3.2	Variáveis do estudo	27
4.	RESULTADOS E DISCUSSÃO	28
4.1	Análises descritivas da amostra.....	28
4.2	Inferência estatística	33
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	35
	REFERÊNCIAS.....	36

1 INTRODUÇÃO

Do ano de 2001 ao ano de 2012, foram realizadas 4.604 transações de fusões e aquisições no Brasil, informação disponibilizada pela base de dados da Thomson Reuters.

Fusões e aquisições (podem ser chamadas também de *M&A*, *Mergers & Acquisitions*) são assunto de destaque no contexto corporativo, visto que envolvem a participação de diversos atores. Dentre eles, estão as empresas responsáveis pela compra, que serão chamadas neste trabalho de adquirentes, e as empresas que são compradas, que serão chamadas de adquiridas. Outros atores que fazem parte dessa estrutura são os gestores, responsáveis pelos investimentos e, principalmente, por maximizar o retorno dos acionistas, que são os detentores do capital social das empresas.

Uma das estratégias para se alcançar a maximização é justamente uma fusão ou aquisição. Existem momentos em que esses atores não se entendem plenamente e discordam sobre os projetos de investimentos pretendidos, dando origem a estudos que buscam entender o conflito de agências em fusões e aquisições (JENSEN, 1986).

Durante as negociações entre as empresas envolvidas na fusão ou aquisição, que podem ser chamadas simplesmente de transação, alguns determinantes se fazem presente. Levando em conta que os interesses das envolvidas são distintos, cada uma apresenta certas exigências e/ou preferências por certos métodos. O campo de pesquisa em *M&A* estuda que exigências e preferências são essas e tenta explicar o por quê da escolha, bem como as consequências geradas para as partes envolvidas.

Temas constantemente estudados são os meios de pagamento utilizados na transação (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1990) e suas influências sobre o retorno para os acionistas. A legislação de cada país também é tida como influenciadora da escolha por diferentes meios de pagamento (BRIS; CABOLIS, 2008) e os critérios de governança corporativa são determinantes para a concretização da transação (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1990).

Temas relacionados a critérios financeiros, como o tamanho relativo entre as empresas envolvidas (YUNG et al, 2013), o fluxo de caixa livre (JENSEN, 1986) e a

competitividade de mercado (ALEXANDRIDIS et al, 2010) também são apresentados no contexto de fusões e aquisições.

A grande quantidade de dados gerados quando ocorre uma transação é atrativa para o estudo dos temas relacionados, sendo assim existe uma oferta de caminhos a se seguir bastante extensa, o que dificulta a definição de uma linha específica de pesquisa, já que os temas acima não são analisados isoladamente, pelo contrário, estão inter-relacionados e influenciam um ao outro.

Os estudos mais conceituados da área, que serão apresentados ao longo do trabalho, exploram mercados maduros em termos de número de transações. Poucos são aqueles que buscam estudar os mercados com menos transações, identificando-se assim parte da relevância desse trabalho sendo feito no Brasil. Delimita-se aqui a pesquisa que será apresentada, sendo avaliados principalmente os meios de pagamento e suas relações com o chamado Retorno Anormal Cumulativo (*Cumulative Abnormal Return – CAR*) (FACCIO, MCCONNELL E STOLIN, 2006).

1.1 Formulação do problema

Desde os primeiros estudos analisados e que faziam comparativos entre países e suas diversas peculiaridades quando se trata de fusões e aquisições, pouco se comenta sobre países onde o mercado de *M&A* não é significativo quando comparado aos grandes mercados existentes nos Estados Unidos e Reino Unido (ALEXANDRIDIS et al, 2010).

Os países com maior número de transações são alvos constantes de estudos e pesquisas devido à grande quantidade de informações disponíveis, mas países onde o número de transações é menor ficam carentes de informações sobre o seu mercado. O estudo de Alexandridis et al (2010) trouxe nova perspectiva para esse cenário, envolvendo países com menos tradição em fusões e aquisições, porém as classificações utilizadas no estudo colocam uma série de países com

menos transações na categoria “resto do mundo”, e dentro dessa categoria está o Brasil, que teve 68 transações analisadas na pesquisa.

Identifica-se no Brasil um grande número de empresas realizando fusões e aquisições. Existem transações que envolvem empresas estatais e empresas privadas, empresas de capital aberto e empresas estatais, empresas privadas e empresas públicas, ou seja, as transações e intenções de realizar fusões e aquisições existem por parte dos agentes envolvidos, e é de grande valia para esses agentes entender o processo de escolha da empresa que se vai adquirir e entender se a oportunidade irá trazer retornos significativos para ambas as partes. É tido como claro na literatura que aquisições de empresas de capital aberto utilizando ações como forma de pagamento geram retornos negativos para a empresa adquirente (TRAVLOS, 1987), porém estudos envolvendo empresas de capital fechado mostraram que é possível se obter retornos nulos na aquisição das mesmas através de ações (BINO; PANA, 2010). Esse fato mostra que algumas diferenças nas características das transações podem mudar a perspectiva do negócio. Da mesma forma mercados diferentes podem dar destaque à características diferentes, encontrando-se a importância da análise das peculiaridades de cada mercado.

A princípio, o estudo irá realizar a pesquisa em fusões e aquisições ocorridas no Brasil, com o intuito de identificar se a incapacidade das aquisições públicas em gerar valor para os sócios da adquirente é um fenômeno que ocorre também no Brasil.

1.2 Objetivo Geral

Verificar se aquisições de empresas de capital aberto são capazes de criar valor para os acionistas das empresas adquirentes em torno do período da transação, no Brasil.

Para atingir esse objetivo geral, foram elaborados os seguintes objetivos específicos:

1.3 Objetivos Específicos

- (1) Verificar se o nível de competitividade encontrado para o Brasil neste estudo é similar ao nível de competitividade do Brasil encontrado no estudo de Alexandridis et al (2010);
- (2) Verificar se no Brasil, mercado menos competitivo, as empresas adquirentes podem obter mais benefícios do que em mercados mais competitivos;
- (3) Comparar os resultados encontrados ao estudo de Alexandridis, Petmezas e Travlos (2010), tido como balizador da pesquisa e referência no estudo de mercados mundiais.

1.4 Justificativa

A pesquisa visa contribuir para o crescimento do mercado de fusões e aquisições brasileiro, bem como abrir espaço para se entender a capacidade de crescimento e geração de valor desse mercado.

As análises serão feitas em comparação com amostras mundiais, chegando a resultados que podem acelerar o entendimento da dinâmica no contexto brasileiro. A pesquisa irá trazer a tona aspectos do interesse de gestores, que estão diretamente envolvidos nas transações, bem como continuar o caminho já iniciado por pesquisadores brasileiros, contribuindo para o crescimento da base de estudos científicos relacionados ao tema.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são introduzidos os autores estudados para a elaboração deste estudo, bem como os conceitos que norteiam os estudos referentes ao tema. Para melhor entendimento dos conceitos e principais resultados encontrados na literatura o referencial teórico foi dividido em três partes, a saber:

- Meios de pagamento em fusões e aquisições;
- Competitividade de mercado; e
- Retornos aos acionistas.

Após a apresentação dos pontos acima, o estudo apresenta a análise do referencial teórico e as lacunas de pesquisa.

2.1. Meios de pagamento em fusões e aquisições

Os meios de pagamento são objeto de estudo dentro do cenário de fusões e aquisições, visto que a escolha do método de pagamento exerce influência sobre questões relacionadas ao retorno para os acionistas (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1990), tema que será abordado ao longo desse trabalho e em tópico específico.

As formas mais comuns de pagamento em transações de M&A são o pagamento através de ações (ou capital próprio) da empresa adquirente, o pagamento puramente em dinheiro e o pagamento utilizando-se as duas formas anteriores em conjunto, (DRAPER; PAUDYAL, 1999).

Em Alexandridis et al (2010) são evidenciadas outras formas de pagamento, porém não são especificadas e são alocadas na categoria “outras”. Outros estudos apresentam os principais fatores influenciadores na escolha do método de pagamento. Yung et al (2013) mostra que grande parte dos estudos está relacionada à assimetria de informações, benefícios fiscais ou ao fato dos gestores também serem acionistas das empresas, porém são apresentadas outras áreas de estudo que exercem influência sobre a escolha do método de pagamento, entre elas estão o fluxo de caixa livre (JENSEN, 1986), o tamanho relativo entre as empresas

envolvidas na transação e as oportunidades de crescimento esperadas através da transação (YUNG et al, 2013). Os estudos relacionados aos meios de pagamento colocam que a estrutura do capital social das empresas adquirente e empresa alvo também influenciam a escolha do método de pagamento.

Draper e Paudyal (2006) compararam aquisições entre empresas de capital aberto e empresas de capital fechado no mercado do Reino Unido. Um dado que traz implicações para o estudo dos autores é o fato de oito em cada nove transações terem como alvo empresas de capital fechado, e os principais resultados mostram que as relações encontradas para empresas de capital aberto não podem ser generalizadas e utilizadas em empresas de capital fechado, ou seja, são estruturas diferentes e, portanto precisam ser estudadas respeitando-se as peculiaridades de cada uma.

Outro fator de importância na escolha do meio de pagamento são os impostos sobre os ganhos de capital, uma vez que a parcela de imposto descontado do montante de pagamento seja relevante, existe a preferência dos acionistas da empresa alvo em receber o pagamento em ações (MADURA; NGO, 2010), pois no caso do recebimento em ações, o imposto apenas se aplicará caso o acionista venda as ações, momento em que ele auferir renda e os impostos são descontados (BRUNER, 2004).

Como coloca Martin (1996), as características do mercado e o perfil das empresas envolvidas na transação exercem influência na escolha do método de pagamento. Além do perfil, o tamanho relativo entre as empresas é mencionado na literatura como ponderação para a escolha do método de pagamento. Caso a adquirente seja demasiadamente grande em comparação à empresa alvo, resultará em baixa diluição para os acionistas da adquirente e pequena participação para os acionistas da empresa alvo, se escolhido ações como meio de pagamento. Caso o contrário ocorra, a opção por ações é desestimulada. Bruner (2004) aponta que os retornos anormais em transações envolvendo ações não são significativos para as adquirentes, situação que força os gestores a considerar a hipótese do uso de dinheiro na transação.

Superadas as expectativas constantes no processo de escolha do meio de pagamento, a literatura visa entender as decorrências dessa escolha, os retornos para as empresas envolvidas na transação (ALEXANDRIDIS et al, 2010), a geração de riqueza para os acionistas, a negociação das ações nas bolsas de valores

(CHANG, 1998), bem como questões internas às empresas como o conflito de agências (JENSEN, 1986).

O estudo realizado por Faccio e Masulis (2005) evidencia um padrão de comportamento de empresas adquirentes europeias no sentido de preferirem realizar pagamentos com ações como uma medida de proteção ao enfraquecimento financeiro decorrente da transação. Foi possível observar também, nas empresas europeias, que existe uma maior concentração da propriedade das ações em comparação ao mercado dos Estados Unidos (MARTIN, 1996), bem como preocupações com governança corporativa e condições financeiras das adquirentes possuem maior peso em transações europeias.

Ainda em Martin (1996), o estudo versa sobre o tamanho das empresas e a dificuldade de financiamento encontrada por elas. Uma empresa que possui grandes oportunidades de investimento vai preferir a utilização de capital próprio ao dinheiro como método de financiamento. Dessa forma ela preserva as reservas da empresa e pode utilizar o dinheiro para financiar outros investimentos, que as vezes podem não ser tão lucrativos quanto às expectativas dos acionistas.

Nesse momento apresenta-se o estudo de Jensen (1986), o qual relata o excesso de fluxo de caixa livre nas empresas e o fato da discordância entre gestores e acionistas em relação à destinação desse recurso. Caso esse excedente não seja distribuído para os acionistas, fato que não gera prejuízos para a empresa, ele ficará nas mãos dos gestores, que podem se sentir confortáveis com a situação econômica favorável da empresa e acabar realizando investimentos que em longo prazo não trarão retorno similar àquele que seria alcançado pelos acionistas caso o recurso fosse distribuído sob a forma de dividendos.

Em geral a literatura concorda que o uso de ações como meio de pagamento é fator gerador de retornos anormais negativos para os acionistas da empresa adquirente próximo ao anúncio e, que transações realizadas com dinheiro provêm retornos dentro do esperado, ditos normais (TRAVLOS, 1987; MYERS; MAJLUF, 1984). Porém Bino e Pana (2010) trazem um visão diferente da encontrada em grande parte dos estudos que abordam o tema “meios de pagamento”. Apresentam a transação através de ações como neutra, a evidência é que em operações utilizando-se ações como moeda de troca verifica-se a inexistência de criação de valor, bem como a inexistência da destruição de valor.

Muitos estudos tentam identificar as características que influenciam a escolha do método de pagamento pela empresa adquirente (MARTIN 1996), mas para determinar esses aspectos é necessário que diversos estudos sejam realizados, por essa razão é constatada a existência de grande diversidade e abrangência de estudos relacionados aos meios de pagamento em fusões e aquisições.

2.2. Competitividade de mercado

Grande parte dos estudos relacionados ao tema fusões e aquisições abordam os mercados dos Estados Unidos e do Reino Unido, devido ao grande número de transações que ocorrem nesses países eles são classificados por Alexandridis et al (2010) como sendo os países com maior competitividade de mercado, respectivamente.

Competitividade de mercado apresenta como conceito o número de fusões e aquisições que ocorrem dentro de um país dividido pelo número de empresas listadas nesse mesmo país (ALEXANDRIDIS et al, 2010), ou seja, a porcentagem de transações dentre o número total de empresas listadas na bolsa de valores do país. Para aquisições públicas (aquisições de empresas de capital aberto) os Estados Unidos, em média, oferecem prêmios de 45,79%, seguidos pelo Reino Unido, com média de prêmios na casa dos 42,02% e em terceiro lugar o Canadá, que oferece média de prêmios de 37,01%. Em concordância com os resultados apresentados acima está o estudo de Moeller et al (2004), em mercados com grande taxa de competitividade, a adquirente tende a aumentar o valor dos prêmios pagos para tentar diminuir os efeitos da competitividade.

Bris e Cabolis (2008) estudaram fusões e aquisições entre fronteiras, ou seja, transações onde a adquirente é registrada em um país e a adquirida está registrada em outro. Os casos de aquisições de 100% das ações da empresa alvo são, de certa forma especiais, pois a empresa adquirida se torna uma empresa nativa do país da adquirente, o que significa que essa deve respeitar a regulamentação e a governança exigidos no país. Os principais resultados do estudo mostram que empresas alvo de países onde a legislação de proteção ao investidor é menos rigorosa e que são adquiridas por empresas sediadas em países com a legislação

de proteção ao investidor mais rigorosas tendem a obter maiores prêmios quando comparadas a aquisições domésticas de características similares.

Rossi e Volpin (2004) deram enfoque em fusões e aquisições ocorridas entre empresas de diferentes países, ou seja, tendo como principal questão as diferenciações legais e a regulação dos países estudados. Observaram que em países com regime de proteção ao investidor mais rigoroso, com grande número de transações e com maior grau de competitividade, como os Estados Unidos e Reino Unido, a tendência também é de aumento dos prêmios. Assim como o especificado em Rossi e Volpin (2004), empresas em países cuja legislação tem menor poder de proteção ao investidor estão mais propensas a serem alvos de transações entre fronteiras.

Berkovitch e Narayanan (1990) investigaram o papel dos meios de pagamento em competições entre adquirentes e os seus efeitos no retorno dos acionistas. Constataram que os acionistas de ambas as empresas, adquirente e empresa alvo, obtêm maiores retornos quanto maior for a fração financiada com dinheiro, e que o retorno para o acionista da empresa alvo também cresce à medida que a competição entre as adquirentes cresce. Outro fator decorrente do crescimento da competição entre adquirentes é o fato de que existe uma maior propensão a se utilizar dinheiro na transação, ou maior proporção de dinheiro no caso de pagamento misto (dinheiro e ações).

A literatura expõe que em transações envolvendo puramente ações, as empresas adquirentes tendem a experimentar certa destruição de valor e tendem a obter retornos negativos (MASULIS et al, 2007). Em Alexandridis et al (2010) através de uma amostra mundial, encontrou-se que o financiamento de aquisições através de ações não é motivo causador de destruição de valor para as adquirentes situadas fora dos mercados mais competitivos. Algo que explica esse fenômeno é o fato do efeito das informações negativas referentes à oferta de ações serem suprimidas pelo efeito positivo dos baixos prêmios pagos devido à baixa competitividade do mercado. Berkovitch e Narayanan (1990) ainda colocam que o nível de competição está negativamente relacionado ao retorno da adquirente e positivamente relacionado ao retorno da empresa alvo e ao prêmio pago após a cessão do controle corporativo.

Características legais dos diferentes países, como a legislação de proteção ao investidor, e institucionais, como os critérios de governança

corporativa, também são positivamente relacionadas ao nível de competição (ALEXANDRIDIS et al, 2010; BERKOVITCH; NARAYANAN, 1990). O estudo de Martin (1996) foi realizado com empresas americanas e foi constatado que uma maior quantidade de empresas procurando realizar fusões ou aquisições resulta numa maior inclinação para a utilização de ações como forma de pagamento da transação, ou seja, uma mudança no nível de concorrência entre as adquirentes pode gerar um efeito de mudança nos critérios de escolha da forma de pagamento por parte das mesmas.

Situações de ganhos de sinergia entre adquirida e adquirente também ficam evidenciados quando ocorrem transações com ações em mercados menos competitivos, já em outras formas de pagamento ocorre a redistribuição dos ganhos da adquirente para a adquirida (ALEXANDRIDIS et al, 2010). Os resultados desse estudo também sugerem que o retorno anormal menor ou igual a zero para aquisições públicas, e transações financiadas com ações que geram retornos anormais negativos próximo ao anúncio da aquisição, ocorrem em mercados mais competitivos, em sua maioria. Em síntese, o estudo traz evidências comprobatórias da existência de ganhos em aquisições públicas, mas mostra que a divisão desses ganhos entre adquirentes e adquiridas depende do grau de competição do mercado (ALEXANDRIDIS et al, 2010).

2.3. Retornos aos acionistas

Draper e Paudyal (1999) estudaram o impacto do anúncio da transação nos retornos e nas negociações das ações em bolsas de valores. Foram encontrados resultados consistentes com a literatura existente, na qual os acionistas das empresas adquiridas atingem certo benefício devido ao anúncio da transação (FACCIO et al, 2006). Os resultados apresentados mostram que acionistas de empresas alvo se beneficiam do anúncio da aquisição (de 5 dias antes do anúncio até 5 dias depois do anúncio), e esse benefício pode chegar a um acréscimo de mais de 11%. Em contrapartida os acionistas da empresa adquirente sofrem uma perda de 1% durante o mesmo período.

Chang (1998) examina o comportamento do preço das ações da empresa adquirente no anúncio da transação quando a empresa alvo é uma

empresa de capital fechado. Os resultados do estudo mostram que adquirentes oferecendo capital próprio como forma de pagamento obtêm retornos anormais positivos e adquirentes que oferecem dinheiro obtêm retorno anormal igual à zero, no caso de aquisições de empresas de capital aberto, utilizando-se dinheiro como forma de financiamento obtém-se retorno anormal não significativo e utilizando-se capital próprio para o financiamento da transação, a empresa adquirente experimenta retorno anormal negativo (MOELLER, SCHLINGEMANN e STULTZ, 2004).

Com relação ao *trading* (negociação das ações nas bolsas de valores), o anúncio da transação favorece o aumento dessas negociações de ações de ambas as empresas, bem como o método de pagamento escolhido na transação exerce influência no crescimento ou queda das negociações das ações de ambas as empresas nas bolsas de valores. É especificado em Draper e Paudyal (2006) que as empresas adquirentes de empresas de capital aberto não sofrem mudanças substanciais nos preços de suas ações próximo ao anúncio da transação, porém adquirentes de empresas de capital fechado percebem retornos significativos durante o mesmo período da transação.

Algo que a literatura busca entender é o fato dos retornos para as adquirentes serem diferentes nos casos de aquisições de empresas de capital aberto e empresas de capital fechado (FULLER, NETTER e STEGEMOLLER, 2002). Faccio e Masulis (2005), assim como Faccio, et al (2006), analisaram uma amostra de fusões e aquisições de empresas públicas e privadas no mercado europeu. A partir dessa amostra, o método de pagamento utilizado pela empresa adquirente foi o principal objeto de estudo em Faccio e Masulis (2005) e o CAR (retorno anormal cumulativo) da adquirente em torno do anúncio foi o principal objeto de estudo em Faccio, et al (2006).

Dois dos fatores de influência no primeiro estudo são: a ameaça de perda de controle acionário da adquirente, situação que desencoraja o uso de capital próprio como forma de pagamento, e a contração de financiamento por parte da adquirente, situação que encoraja o uso de ações como forma de pagamento da transação.

O segundo estudo mostra que, em média, os adquirentes de empresas de capital fechado obtêm retorno anormal cumulativo positivo e significativo, já os adquirentes de empresas de capital aberto obtêm, em média, retornos anormais

cumulativos negativos ou iguais à zero. Uma extrapolação do primeiro estudo mostra que a ameaça ao poder de voto da adquirente propõe o pagamento utilizando-se dinheiro em detrimento de ações, ou seja, os acionistas majoritários podem ser prejudicados caso os diretores não utilizem dinheiro para efetuar o pagamento. A situação exemplifica parte do estudo de Jensen (1986), relatando situações de conflitos de agência em situações de fusões e aquisições.

Os resultados de Faccio et al (2006) apontam para um padrão nas transações ocorridas na Europa, uma vez que empresas adquirentes possuem poucas condições financeiras, elas se utilizam das próprias ações como forma de pagamento, o estudo também mostra grande concentração do capital social nas empresas adquirentes estudadas. No geral, o estudo trouxe resultados diferentes dos encontrados por Martin (1996), que estuda o mercado dos Estados Unidos. O estudo mostra que as preocupações com governança corporativa e as condições financeiras não exercem grande influência na escolha do método de pagamento, e traz também que a concentração das ações da adquirente é menor, ou seja, o capital social das empresas adquirentes está mais diluído em comparação ao mercado europeu.

Masulis, Wang e Xie (2007) também abordam os mecanismos de governança corporativa e como eles afetam a lucratividade de uma transação. Um dos critérios de seleção da amostra é a adquirente deter menos de 50% das ações da empresa alvo antes da transação e deter 100% das ações após a transação, caracterizando um dos objetos de estudo da pesquisa, que é a disputa pelo controle do mercado. Entre os resultados, é dado destaque para aquele referente ao estudo do retorno anormal cumulativo em torno do anúncio da transação (CAR) e sua relação com os mecanismos de governança corporativa da adquirente, tais como mecanismos de não aquisição (*anti-takeover*), que influenciam a transação de tal forma que a adquirente obtém menor retorno anormal em torno do anúncio da aquisição.

Os autores sugerem que essa proteção é prejudicial pelo fato de que uma maior pressão sobre os gestores, em relação ao controle do mercado, faz com que eles tomem decisões mais acertadas e realizem melhores investimentos e transações de maior qualidade.

Fuller, Netter, and Stegemoller (2002) estudaram os retornos para empresas adquirentes numa amostra em que a parte adquirida representa mais de

5% da empresa alvo, seja ela pública, privada ou uma subsidiária. Um dos principais pontos de observação do estudo é o número de transações com empresas alvo de capital fechado, que chega a quase cinco vezes o número de transações envolvendo alvos públicos, retornando aqui ao estudo de Draper e Paudyal (2006) sobre as diferenças existentes entre mercados envolvendo empresas alvo privadas e empresas alvo públicas, e a necessidade de estudos que separem essas estruturas para se obter análises mais específicas sobre cada mercado.

Em Fuller et al (2002), os retornos anormais cumulativos (CAR) encontrados mostram a diferença entre aquisições de empresas com composições societárias diferentes. Para adquirentes de empresas de capital aberto o CAR de cinco dias é negativo e menor que 1%, para adquirentes de empresas de capital fechado o CAR de cinco dias é positivo e maior que 2%. Quando é feita a média da amostra o CAR de cinco dias apresenta o valor de 1,77%.

Em relação ao método de pagamento os retornos encontrados são significativos e positivos para aquisições de alvos privados e empresas subsidiárias, porém significativamente negativos para aquisições de empresas alvo de capital aberto, essa relação se estende para empresas que adquirem outras empresas privadas, bem como para a aquisição de empresas listadas (FULLER et al, 2002). Esse fenômeno pode ser explicado devido ao fato das adquirentes conseguirem melhores preços para alvos privados e empresas subsidiárias, caso que não ocorre para aquisições de alvos de capital aberto, principalmente se a transação for realizada através de ações.

É possível dizer que a diferença entre os mercados (alvos privados e subsidiárias x empresas alvos listadas) está na liquidez apresentada em cada um, ou seja, o mercado de alvos privados e subsidiárias apresenta menor liquidez, gerando um desconto na transação que é absorvido pela empresa adquirente e, conseqüentemente, aumentando o retorno da transação (FULLER et al, 2002).

Em Moeller, Schlingemann e Stulz (2004), o tema tem continuidade através da análise de uma amostra de 12.023 aquisições abrangendo os anos de 1980 a 2001 e envolvendo empresas de capital aberto de grande porte e pequeno porte (pequeno porte - caracterizadas como empresas com capitalização de mercado abaixo de 25% em relação às empresas da NYSE – *New York Stock Exchange*), os autores estudaram os ganhos que os acionistas obtiveram quando

da ocorrência da aquisição de empresas de capital aberto, de capital fechado, ou de subsidiárias de outras empresas.

Como resultado, foi constatado que empresas de menor porte tiveram retorno anormal 2,24 pontos percentuais acima do retorno anormal das empresas de grande porte (MOELLER et al, 2004). Esse comportamento de sucesso também está presente no anúncio da transação, momento em que a empresa de pequeno porte obtém ganhos significativos quando comparados aos ganhos das grandes empresas em anúncios de transação, exceto quando grandes empresas realizam aquisições de empresas de capital aberto e utilizando-se ações como meio de pagamento (MOELLER et al, 2004).

Em relação aos prêmios pagos às adquiridas, Moeller et al (2004) trazem evidências comparativas ao valor dos prêmios pagos pelas adquirentes, no sentido de que empresas de grande porte pagam prêmios maiores quando comparadas a empresas de pequeno porte.

Os artigos apresentados nessa etapa tem o objetivo de ilustrar os campos de pesquisa dentro do tema Fusões e Aquisições. Através dessas apresentações e confrontações entre os artigos, buscou-se iniciar o delineamento do que será buscado nesta pesquisa, tema que será aprofundado nos tópicos seguintes.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

Neste capítulo, será apresentada a proposta de metodologia que será adotada nesta pesquisa. Também serão apresentados o tipo e descrição da pesquisa, qualificações da seleção da amostra de empresas, como foi feita a coleta e análise de dados e suas respectivas justificativas. Por fim será apresentada a limitação da metodologia utilizada.

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

Fusões e aquisições, como falado anteriormente, são um vasto campo para a produção de pesquisa e estudos, ainda mais quando se leva em consideração o interesse de gestores e acionistas (JENSEN, 1986). Identificar a geração de valor para empresas adquirentes em mercados menos competitivos em torno do período da transação (ALEXANDRIDIS et al, 2010), é tido como meta dessa pesquisa, delimitando-se assim a área a ser estudada por este trabalho.

As relações dos retornos com outras características das transações são fundamentais para entendimento do fenômeno da transação, assim como a literatura identifica em Berkovitch e Narayanan (1990), os meios de pagamento utilizados pelas empresas adquirentes são de suma importância para a quantificação dos retornos dos acionistas, sendo, portanto, fundamentais para este estudo e o caracterizando como estudo quantitativo.

Os dados referentes aos meios de pagamento e os dados utilizados para se calcular os retornos dos acionistas foram alcançados através de bases de dados mundialmente conhecidas e utilizadas para pesquisas, os caracterizando como dados secundários. Os dados são referentes às fusões e aquisições ocorridas no Brasil, e o estudo se concentrará principalmente no evento do anúncio da transação para identificar se os retornos para os acionistas existem, tipificando esta pesquisa como exploratória.

3.2 População e amostra

Alexandridis et al (2010), através de um amostra mundial envolvendo 86 países e 13.226 transações ocorridas entre 1990 e 2007, identificou os mercados mais competitivos e menos competitivos do mundo. Estados Unidos e Reino Unido foram tidos como os países com as maiores médias de competitividade do globo, seguido pelo Canadá em terceiro lugar. Além desses países também foram apresentadas as médias de competitividade dos outros países estudados, caracterizando os países fora do eixo Estados Unidos, Reino Unido e Canadá como *rest of the world (resto do mundo)*, e os classificando como países de baixo nível de competitividade.

O Brasil, integrante da categoria resto do mundo, é o alvo do presente estudo e o artigo de Alexandridis et al (2010), citado nesse tópico, será utilizado como balizador da pesquisa. Os critérios de refinamento da amostra, que foram utilizados no artigo em questão, serão aplicados na presente pesquisa.

Através da base de dados da Thomson One, foram coletadas 4.604 transações completas de fusões e aquisições ocorridas no Brasil envolvendo empresas alvo brasileiras, abarcando o período compreendido entre os anos de 2001 e 2012. O primeiro critério de seleção proposto por Alexandridis et al (2010), indica que a amostra deve conter apenas transações domésticas, ou seja, tanto a empresa alvo quanto a empresa adquirente devem ser de mesma nacionalidade. O segundo critério é caracterizado pela estrutura societária das empresas envolvidas e define que tanto a empresa alvo quanto a adquirente devem ser empresas de capital aberto, ou seja, listadas em bolsa de valores.

Chang (1998) caracteriza o terceiro critério de seleção da amostra, expondo o conceito de *completed control acquisition*, ou seja, as empresas adquirentes devem possuir menos de 10% do capital social da empresa alvo antes do anúncio da transação e após a aquisição necessitam deter mais de 50% do mesmo capital da empresa adquirida, esse critério é adotado para que qualquer vantagem existente para adquirentes com maior participação seja eliminada. O quarto e último critério a ser aplicado faz referência às informações disponibilizadas sobre as transações, definindo que estas devem completas

quando se trata do meio de pagamento, ou seja, é preciso que esteja especificado o meio de pagamento utilizado na transação.

Como citado no referencial teórico, Alexandridis et al(2010) especificam os métodos de pagamento como transações envolvendo ações puramente, envolvendo somente dinheiro, utilizando parte em dinheiro e parte em ações (*mix*) e uma categoria sinalizada como “outros”, que também foi encontrada nos relatórios financeiros das transações.

Após a definição dos critérios de seleção da amostra, os filtros especificados são aplicados, atingindo-se o número de 36 transações. Esse número não foi satisfatório para a pesquisa, sendo necessário diminuir as restrições dos critérios de seleção. O critério de número três foi escolhido para ser retirado, visto que foi o mais restritivo dos critérios apresentados. Sendo assim a restrição da empresa adquirente deter menos de 10% do capital social da empresa alvo no período do anúncio e deter mais de 50% do mesmo capital após a transação deixa de existir e novas transações são acrescentadas à amostra. Essa flexibilidade aumentou a amostra para 125 transações.

Uma questão que será abordada em tópico futuro, mas que determinou uma mudança na amostra, foi a forma de cálculo do Retorno Anormal Cumulativo (*Cumulative Abnormal Return - CAR*)(FACCIO et al, 2006). Algumas informações necessárias para o cálculo do retorno anormal cumulativo não foram encontradas, tal falta de informações comprometeria o principal ponto de análise do estudo, que é justamente o *CAR*. Assim sendo foi necessário excluir tais transações incompletas, reduzindo a amostra para 105 transações.

3.3 Procedimentos de coleta e de análise de dados

A coleta de dados foi realizada na base de dados da Thomson One, a qual disponibiliza o *download* dos dados selecionados em formato de planilha do Excel. Os dados selecionados foram transações de fusão e aquisição completas ocorridas entre o primeiro dia útil do ano de 2001 e o último dia útil do ano de

2012, contendo valor da transação, método de pagamento e prêmio pago pela aquisição.

Os dados anuais referentes às quantidades de empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo, BM&FBovespa, foram obtidos através do *World Bank's WDI database* (ALEXANDRIDIS et al, 2010).

As cotações históricas do Índice Bovespa foram obtidas através de consulta ao sítio *Google Finance*. E as cotações históricas das empresas alvo e adquirentes presentes neste estudo foram obtidas através de consulta ao sítio da BM&FBovespa.

3.3.1 Retorno Anormal Cumulativo

O objetivo deste estudo é verificar se os acionistas de empresas adquirentes obtêm retornos anormais no período em torno do anúncio da transação, dessa forma é definida como principal variável o Retorno Anormal Cumulativo (*Cumulative Abnormal Return - CAR*). Tendo como balizador da pesquisa apresentada, Alexandridis et al (2010) explicita a necessidade de se estimar o CAR da empresa adquirente para futura análise em comparação com as outras variáveis do estudo, que serão apresentadas no decorrer da metodologia.

O retorno anormal cumulativo é tido como retorno não esperado decorrente de uma transação, e consiste no comportamento real do preço da ação (o valor realmente atingido pela ação), subtraído por aquele valor que se esperava alcançar em momento futuro à transação (BODIE et al, 2005).

Existem variados métodos para estimação do CAR (BROWN; WARNER, 1985; WESTON et al, 1990), porém o estudo se balizará no sugerido em Faccio et al (2006), visto que é o mesmo modelo utilizado por Alexandridis et al, 2010. O CAR de cinco dias é calculado utilizando-se o retorno diário da ação, durante o período de dois dias antes e dois dias após o anúncio da transação ($t - 2, t, t + 2$), onde t é o dia do anúncio da transação, e é subtraído o retorno diário do índice de mercado de ações (para este estudo será utilizado o Ibovespa), também para o mesmo período. Ao final, os valores diários encontrados são somados, resultando no CAR de cinco dias (FACCIO et al, 2006).

3.3.2 Variáveis do estudo

Para alcance do objetivo proposto se faz necessária a utilização de variáveis de controle, de forma que possam impactar ou não o CAR do adquirente. As estatísticas descritivas dessas variáveis, bem como a análise de regressão serão descritas a seguir, antes porém serão apresentadas as variáveis e seus respectivos significados.

Variável	Significado
CARA	Retorno Anormal Cumulativo da empresa Adquirente
CAREA	Retorno Anormal Cumulativo da empresa adquirida
<i>n</i>	Número de empresas listadas adquiridas no período
% competição	Razão entre <i>n</i> e o número total de empresas listadas no período
% prêmio	Razão entre o valor da oferta e o valor de mercado da empresa alvo
VT	Valor da transação (em USD)
% dinheiro	Porcentagem de transações que utilizaram apenas dinheiro como pagamento
% ações	Porcentagem de transações que utilizaram apenas ações como pagamento
% mix/other	Porcentagem de transações que utilizaram uma combinação entre ações e dinheiro, ou outra forma de pagamento

Tabela 1 – Variáveis do estudo e seus significados

Fonte: Elaborada pelo autor

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Análises descritivas da amostra

A tabela 2 apresenta a atividade, competição e o prêmio da adquirente, separados por ano, para o período de 12 anos.

É possível observar que os anos com maior número de transações foram 2001, 2007 e 2008, respectivamente. Em relação à competição anual, os mesmos anos seguem a no patamar mais elevado da amostra, apresentando os maiores níveis de competição do período. Foi feita a correlação entre a competição média anual e a mediana dos prêmios, chegando-se ao valor de $-0,0605$, que é estatisticamente relevante em 5% (ALEXANDRIDIS et al, 2010), mas diferente do apresentado no artigo balizador, que encontrou correlação de 0,42 entre competição média e mediana dos prêmios.

A competição média envolvendo todas as transações da amostra foi de 2,2%, valor superior ao apresentado para a categoria RoW (Rest of the World – Resto do mundo) a qual inclui o Brasil em Alexandridis et al (2010) e que ficou em 0,819%, valor encontrado também é comparável a Noruega e Hong Kong, 2,159% e 2,027% respectivamente. O menor número de transações analisadas pode ser um fator para a diferença entre o valor encontrado e o registrado na literatura.

Os prêmios pagos para a categoria chamada de RoW em Alexandridis et al (2010) são visivelmente menores, enquanto a mediana para os países mais competitivos (EUA, Reino Unido e Canadá) é 37%, a mediana do Resto do Mundo é 25%. Em comparação aos valores apresentados acima, fica clara a redução da mediana dos prêmios quando avaliadas somente transações brasileiras, que apresenta o valor de 17,84%.

Anos	<i>n</i> alvos	% Média Competição	% Mediana dos prêmios
2001	21	4,91	-22,56
2002	1	0,25	-99,98
2003	5	1,36	167,67
2004	9	2,52	11,88
2005	6	1,57	60,16

2006	9	2,30	16,38
2007	15	3,39	43,48
2008	12	2,78	2,16
2009	10	2,65	17,18
2010	5	1,34	23,21
2011	9	2,46	15,62
2012	3	0,85	42,14
Todos	105	2,20	17,84

Tabela 2 – Panorama do número de adquiridas, da competição e dos prêmios.

Fonte: Adaptada pelo autor a partir de Alexandridis et al (2010)

A tabela 3 apresenta estatísticas gerais da amostra incluindo o valor da amostra, os meios de pagamento, o retorno anormal cumulativo das empresas adquirente e das empresas alvo. A tabela foi dividida anualmente e ao final apresenta os valores para toda a amostra.

Algo que merece notoriedade na tabela apresentada é o método de pagamento. Em Alexandridis et al (2010) houve prevalência do pagamento em ações na categoria Resto do mundo, com o valor de 52,41% das transações. O valor encontrado neste trabalho fica em 34,28% para transações apenas com ações, dando destaque para as transações mistas/outras, com percentual de 49,52%, valor que contraria o encontrado no artigo balizador, 16,37% para transações mistas/outras.

Quanto ao valor da transação, percebem-se médias menores na amostra utilizada neste estudo em relação ao encontrado em Alexandridis et al (2010), US\$ 578,99 e US\$ 1.117,49, respectivamente.

Os retornos anormais cumulativos são motivo de atenção, pois apresentam valores diferentes dos valores utilizados para comparação. Foram encontradas médias de % RACA de 0,025 e de % RACEA de 0,067, com desvios padrões 0,16 e 0,206, respectivamente. Valores encontrados para a totalidade da amostra. Em comparação ao artigo de Alexandridis et al (2010), foram encontradas médias de 1,56% e 9,04%, para o retorno anormal cumulativo para o adquirente e para a adquirida.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Todos
<i>n</i>	21	1	5	9	6	9	15	12	10	5	9	3	105
% da população	20,00	0,95	4,76	8,57	5,71	8,57	14,29	11,43	9,52	4,76	8,57	2,86	100
VT (\$ mil)	0,00 0,00 0,00 0,00 0,00 0,00 0,00												
média	122,30	113,31	518,32	306,69	301,81	194,62	332,56	1380,62	548,21	1975,32	1404,87	335,35	578,99
mediana	38,44	113,31	391,93	23,01	306,51	205,00	66,69	373,76	386,84	399,11	717,17	335,35	225,00
desvio padrão	193,14	-	535,16	499,78	209,28	128,83	386,26	2599,22	422,20	3079,74	1966,81	453,56	1286,83
máximo	685,51	113,31	1273,61	1372,59	608,44	391,70	1170,18	8464,77	1303,61	5524,13	5849,73	656,06	8464,77
mínimo	1,92	113,31	15,81	5,24	62,78	19,91	15,88	37,17	0,22	2,73	13,10	14,63	0,22
% Dinheiro	14,29	0,00	40,00	11,11	0,00	44,44	20,00	16,67	0,00	20,00	0,00	33,33	16,19
% Ações	14,29	100,00	0,00	77,78	66,67	44,44	13,33	16,67	60,00	20,00	55,56	33,33	34,29
% Mix/outros	71,43	0,00	60,00	11,11	33,33	11,11	66,67	66,67	40,00	60,00	44,44	33,33	49,52
%CARA (-2,+2)													
média	0,020	-0,089	0,079	0,001	0,036	-0,060	0,042	0,032	0,051	0,007	0,057	0,038	0,025
mediana	-0,008	-0,089	0,002	-0,003	0,032	-0,045	-0,008	0,030	0,019	0,005	0,022	0,026	0,002
desvio padrão	0,148	-	0,146	0,029	0,064	0,366	0,203	0,106	0,124	0,021	0,085	0,060	0,160
máximo	0,632	-0,089	0,297	0,045	0,145	0,322	0,728	0,234	0,351	0,034	0,222	0,103	0,728
mínimo	-0,187	-0,089	-0,052	-0,053	-0,055	-0,949	-0,183	-0,171	-0,097	-0,017	-0,010	-0,015	-0,949
%CAREA (-2,+2)													
média	0,007	-0,119	0,020	-0,006	0,254	0,094	0,138	0,118	0,104	-0,044	0,041	0,655	0,067
mediana	0,000	-0,119	0,000	0,000	0,032	0,062	0,018	0,000	0,047	-0,015	0,008	0,000	0,008
desvio padrão	0,115	-	0,134	0,042	0,362	0,147	0,249	0,366	0,166	0,054	0,071	0,071	0,206
máximo	0,198	-0,119	0,250	0,070	0,941	0,366	0,701	1,189	0,520	0,000	0,105	0,123	1,189
mínimo	-0,391	-0,119	-0,077	-0,065	0,017	-0,068	-0,061	-0,171	-0,031	-0,112	-0,151	0,000	-0,391

Tabela 3: Sumário de estatísticas descritivas da amostra

Fonte: Adaptada pelo autor a partir de Alexandridis et al (2010)

As tabelas 4 e 5 apresentam os retornos anormais cumulativos para as empresas envolvidas na transação, separados de acordo com o método de pagamento. Os valores estão em porcentagem.

No geral, o apresentado em Alexandridis et al (2010) posiciona as transações envolvendo empresas alvo públicas como destruidoras de valor para o acionista da empresa adquirente, assim como o exposto em Draper e Paudyal (1999) e Faccio et al (2006). Entretanto é possível observar a conservação de valor apresentada neste trabalho, tanto para transações envolvendo ações, como para dinheiro e mix/outros, que apresentaram pequenas variações em torno de zero em suas médias. A título comparativo, para empresas adquirentes nos EUA que utilizam ações como pagamento, os valores ficam, em média, próximos a - 2,27%, enquanto pagamentos envolvendo dinheiro mostram retornos positivos. Para outros mercados competitivos (Reino Unido e Canadá), os valores seguem a mesma tendência de serem negativos quando da utilização de ações e positivos na utilização de dinheiro.

Em mercados menos competitivos, a média de retornos para pagamento em dinheiro chega a 1,72%, superior ao encontrado neste estudo, que foi de - 0,001%, interpretadas como não destruidoras de valor devido a pequena porcentagem apresentada. Transações utilizando-se ações geraram retornos anormais não negativos para todos os países do resto do mundo, ou seja, mercados menos competitivos conservam o valor das ações em transações envolvendo capital acionário (ALEXANDRIDIS et al, 2010). Essa conclusão também foi encontrada nesta pesquisa, bastando atentar-se ao baixo valor da média, da mediana e do desvio padrão encontrados para tais transações.

De acordo com os objetivos da pesquisa, foi possível identificar que países menos competitivos são capazes de conservar valor, traduzido em retornos não negativos e levemente positivos para todas as formas de pagamento analisadas.

Fica evidenciado em Alexandridis et al (2010) que o retorno para adquirentes de países com menor competição é maior do que o retorno para adquirentes em países mais competitivos. Esse comportamento é explicado pelos autores como relacionado à divisão de benefícios que as empresas alvo sofrem após a aquisição em países menos concorridos.

	Dinheiro	Ações	Mix/outros	Todos
Média	-0,001	0,032	0,028	0,025
Mediana	-0,008	0,008	0,005	0,002
Desvio padrão	0,026	0,250	0,093	0,160
Máximo	0,050	0,728	0,351	0,728
Mínimo	-0,061	-0,949	-0,183	-0,949

Tabela 4: Retorno Anormal Cumulativo da Adquirente e método de pagamento

Fonte: Elaborada pelo autor a partir de Alexandridis et al (2010)

Foi medido o retorno anormal para as empresas adquiridas, e como explicitado nos objetivos da pesquisa, os resultados também serão comparados ao estudo de Alexandridis et al (2010).

Os retornos para os acionistas das empresas alvo são visivelmente menores em mercados menos competitivos como o Brasil. O encontrado no artigo balizador é que pagamentos em dinheiro são mais geradores de valor do que pagamentos em ações, o que difere do encontrado nesta pesquisa, ainda que os valores sejam visivelmente reduzidos. As transações utilizando-se mix de ações e dinheiro ou outros tipos de pagamento foram as que mais valorizaram o retorno dos acionistas das empresas alvo. Talvez esse comportamento possa ser explicado pela maior quantidade de transações com “mix/outros” como forma de pagamento.

	Dinheiro	Ações	Mix/outros	Todos
Média	0,026	0,059	0,088	0,0670
Mediana	-0,008	0,019	0,000	0,0080
Desvio padrão	0,026	0,204	0,238	0,2060
Máximo	0,050	0,941	1,189	1,1895
Mínimo	-0,061	-0,391	-0,171	-0,3913

Tabela 5: Retorno Anormal Cumulativo da Adquirida e método de pagamento

Fonte: Elaborada pelo autor a partir de Alexandridis et al (2010)

4.2 Inferência estatística

Através dos dados coletados, esperava-se utilizar as técnicas de regressão multivariada para então realizar a inferência a partir dos resultados encontrados e assim compará-los ao estudo de Alexandridis et al (2010).

No caso deste estudo, as variáveis dependentes são: CARA (retorno anormal cumulativo da adquirente) e CAREA (retorno anormal cumulativo da adquirida), ambas calculadas para o período do anúncio da transação.

Quanto as variáveis independentes, são apresentadas: o meio de pagamento e a competição de mercado, entretanto, o modelo apresenta os mesmos valores de concorrência para todas as transações de um mesmo ano. Trata-se de um mecanismo utilizado para o cálculo da porcentagem de concorrência anual, porém não houve encaixe dessa variável no modelo de regressão. Sendo assim, a regressão não foi realizada e, portanto, não há resultados que possam ser comparados ao estudo balizador.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O texto apresentado durante todo esse trabalho foi focado em autores e pesquisas que refletem em parte, ou completamente, o tópico de retorno anormal cumulativo e suas relações com os níveis de competitividade em diferentes países. Abordando em paralelo temas como os meios de pagamento, valor das transações e prêmios pagos para adquiridas.

É importante lembrar que o universo de fusões e aquisições envolve diversas variáveis e temas que não foram celebrados neste trabalho, principalmente temas ligados à abordagem comportamental de gestores e acionistas, bem como transações envolvendo empresas de capital fechado. Temas que foram apenas citados, mas não aprofundados.

O principal objetivo desta pesquisa era verificar se aquisições de empresas de capital aberto são capazes de criar valor para os acionistas das empresas adquirentes em torno do período da transação no Brasil. Os objetivos propostos nesta pesquisa foram analisados apenas de forma descritiva, dado que houve a impossibilidade de inferência estatística para explicar o comportamento do retorno anormal cumulativo para as empresas adquirentes e empresas alvo no anúncio da transação. Entretanto a relevância do assunto relatada em tópicos anteriores ressalta a importância da realização de novos e mais aprofundados estudos sobre a área.

Durante o trabalho foi feita a comparação dos dados encontrados com outros estudos já realizados, em especial Alexandridis et al (2010), que foi o artigo balizador de boa parte da análise dos dados. O intuito dessa comparação é adicionar novas evidências relacionadas aos mercados menos competitivos e compará-las aos principais mercados de fusões e aquisições do mundo. Bem como servir de fonte de pesquisa para estudos futuros relacionados ao nível de competitividade em diferentes mercados.

Os principais resultados encontrados foram que aquisições de empresas públicas no Brasil são conservadoras de valor para adquirentes e também conservadoras de valor para empresas adquiridas. Resultados que diferem do estudo de Alexandridis et al (2010), cujos ganhos para adquiridas são positivos e

significativos em mercados menos competitivos, e os ganhos para adquirentes são, em geral, negativos para aquisições públicas através de ações e positivos para a mesma categoria de aquisições mas com a forma de pagamento em dinheiro. Diferem também do estudo de Draper e Paudyal (1999) que colocam que aquisições de empresas alvo públicas são destruidoras de valor para os acionistas, sem separação de concorrência entre mercados. Os fatos citados acima determinam o cumprimento de um dos objetivos da pesquisa, verificar se em mercados menos competitivos há geração de valor para adquirentes de empresas públicas em comparação aos mercados mais competitivos.

O nível de competição encontrado no Brasil foi ligeiramente maior que o constante na literatura base, cumprindo parte dos objetivos específicos, que era constatar se o nível de competitividade encontrado no estudo era semelhante aos níveis estudados em Alexandridis et al (2010). Entretanto algumas diferenças nas amostras devem ser ressaltadas para que a comparação seja feita com ressalvas, assunto que abordado em parágrafo específico.

A forma mais comum de pagamento das transações foi a categoria de mix entre dinheiro e ações, e outras formas de pagamento. Diferindo da forma mais comum encontrada em Alexandridis et al (2010), que foi ações, seguida de dinheiro. A última, inclusive, é geradora dos maiores ganhos para a adquirente.

A amostra, entretanto, não segue completamente as orientações dos estudos internacionais sobre o tema (CHANG, 1998), não respeitando os critérios que versam sobre a porcentagem ideal que a adquirente deve possuir antes e depois da transação. Essa medida foi tomada visando aumentar a quantidade de transações analisadas, mas pode ter gerado as dificuldades de análise relatadas.

Outro quesito relacionado à amostra foi o fato dos dados estarem fragmentados e, por vezes incompletos, ou seja, reuni-los de forma sólida pode ter gerado discrepâncias e inconsistências na amostra, mesmo com a revisão constante.

Em síntese, o trabalho foi capaz de identificar que em mercados menos competitivos existe a conservação do valor para adquirentes e adquiridas próximo ao anúncio da transação, ou seja, não há geração de valor para adquirentes de empresas públicas no Brasil. Foi constatada que a concorrência entre adquirentes existente no Brasil é ligeiramente maior que a concorrência presente em Alexandridis et al (2010).

REFERÊNCIAS

- ALEXANDRIDIS, G.; PETMEZAS, D.; TRAVLOS, N. G. **Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence**, *Financial Management*, p. 1671–1695, 2010.
- BERKOVITCH, E.; NARAYANAN M. **Competition and the medium of exchange in takeovers**, *Review of Financial Studies*, v. 3, n.2, p. 153-174, 1990.
- BINO, A.; PANA, E. **Firm value and investment policy around stock for stock mergers**. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 37, n. 2, p. 207–221, 2010.
- BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investments**, 6^a ed. New York, NY: McGraw-Hill Companies Inc., 2005.
- BRIS, A.; C. CABOLIS. **The Value of Investor Protection: Evidence from Cross-Border Mergers**, *Review of Financial Studies*, n. 21, p. 2605-2648, 2008.
- BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily stock returns: The case of event studies. **Journal of Financial Economics**, v. 14, p. 3–31, 1985
- BRUNER, R. F. **Applied Mergers and Acquisitions**. 1st ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc., 2004.
- CHANG, S.; **Takeovers of privately held targets, method of payment, and bidder returns**, *Journal of Finance*, n. 53, p. 773–784, 1998.
- DRAPER, P.; PAUDYAL, K. **Corporate takeovers: mode of payment, returns and trading activity**. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 26, n. 6, p. 521–559, 1999.
- DRAPER, P.; PAUDYAL, K. **Acquisitions: Private versus Public**. *European Financial Management*, v. 12, n. 1, p. 57–80, 2006.

FACCIO, M.;McCONNELL J.J.; STOLIN, D. **Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, n. 41, p. 197-220, 2006.

FACCIO, M.; MASULIS, R. W. **The Choice of Payment Method in European Mergers and acquisitions**, The Journal Of Finance, v. 60, n. 3, p. 1345-1388, 2005.

FULLER, K.; NETTER, J.; STEGEMOLLER, M. **What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions**, Journal of Finance, n. 57, p. 1763–1793, 2002.

HANSEN, R. G. **A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions**. Journal of Business, v. 60, n. 1, p. 75–95, 1987

JENSEN, M. C. **Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers**. American Economic Review, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.

LARSON, R; FARBER, B. **Estatística aplicada**, 4ª ed, São Paulo: Pearson, 2010.

LEVINE, D. M.; STHEPAN D. F.; KREHBIEL T. C.; BERENSON M.L. **Estatística – Teoria e aplicações usando o Microsoft Excel em português**, 3ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 2005.

MARTIN K. J. **The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership**, The Journal of Finance, Vol. 51, No. 4, pp. 1227-1246, 1996.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. **Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have**. National Bureau of Economic Research, 1984. Cambridge, MA.

MASULIS, R.; WANG, C.; XIE, F. **Corporate governance and acquirer returns**. The Journal of Finance, v. LXII, n. 4, 2007.

MADURA, J.; NGO, T. **Determinants of the medium of payment used to acquire privately held targets.** *Journal of Economics and Finance*, v. 36, n. 2, p. 424–442, 2010.

TRAVLOS, N. **Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns.** *The Journal of Finance*, v. XLII, n. 4, 1987.

WESTON, J. F.; CHUNG, K. S.; HOAG, S. E. **Mergers, restructuring, and corporate control.** 1st ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, Inc., 1990.

YUNG, K.; SUN Q.; RAHMAN H. **Acquirer's earnings quality and the choice of payment method in mergers and acquisitions,** *Managerial Finance*, v. 39, n. 10, p. 979-1000, 2013.