

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Mariana Gesswein Davi

FUSÕES E AQUISIÇÕES: ESTUDO E ANÁLISE EM
DIFERENTES SETORES DA ECONOMIA BRASILEIRA

Porto Alegre

2010

Mariana Gesswein Davi

FUSÕES E AQUISIÇÕES: ESTUDO E ANÁLISE EM DIFERENTES SETORES DA ECONOMIA BRASILEIRA

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Professor Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre

2010

Mariana Gesswein Davi

FUSÕES E AQUISIÇÕES: ESTUDO E ANÁLISE EM DIFERENTES SETORES DA ECONOMIA BRASILEIRA

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Professor Gilberto de Oliveira Kloeckner

Conceito Final: _____.

Aprovado em _____.

BANCA EXAMINADORA

Professor Felipe Milach – Escola de Administração – UFRGS

Orientador: Professor Gilberto de Oliveira Kloeckner – Escola de
Administração – UFRGS

AGRADECIMENTOS

À minha família, por todo o apoio e motivação.

À minha mãe, por sempre me proporcionar grandes oportunidades e pelo grande incentivo.

Ao professor Gilberto de Oliveira Kloeckner, por ser um exemplo de professor e profissional, e pelos conselhos sempre enriquecedores.

A Maria e Carlos, por se tornarem parte da minha família.

Àqueles que hoje não estão mais presentes, mas que tiveram papel fundamental nessa conquista.

A todos os professores, amigos e colegas que acompanharam esse caminho e de alguma forma contribuíram para que ele se realizasse.

RESUMO

O enorme acesso a capital internacional por grandes empresas domésticas, o crescente interesse de estrangeiros pelo Brasil e a consolidação em vários setores da economia fez o mercado de fusões e aquisições no país apresentar forte crescimento. O objetivo deste trabalho é analisar esses processos de fusões, no período pós-crise de 2008, a fim de concluir se houve uma ruptura na série de retornos das companhias estudadas. Para isso, desenvolveu-se um referencial com as teorias que abordam essa questão. O referencial incluiu a Hipótese dos Mercados Eficientes e a Teoria das Fusões e Aquisições. O método de pesquisa utilizado foi o estudo de caso, e posteriormente a aplicação de um teste estatístico. Os dados obtidos foram insuficientes para confirmar a mudança estrutural no retorno das ações das empresas. No entanto, os estudos de caso nos permitiram perceber o grande momento em que vive a economia brasileira. Além de firmar sua atratividade como destino de investimentos, as empresas brasileiras tem apresentado ativa participação como compradoras no mercado internacional. No mundo todo verificamos a recuperação das atividades de fusões e aquisições, mas o Brasil apresenta uma curva mais acelerada. As perspectivas, portanto, tendem a ser de crescimento e otimismo para os investidores.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Eficiência de Mercado, Teste de Chow; Crise econômica.

ABSTRACT

The greater access to international capital by large domestic companies, the growing interest of foreigners in Brazil and the consolidation in various sectors of the economy made the market for mergers and acquisitions experience strong growth. The aim of this study is to examine these mergers, in the post-2008 crisis, in order to conclude whether there was a break in the series of returns of the studied companies. For this, we developed a reference to the theories that address this issue. The framework included the Efficient Markets Hypothesis and the Theory of Mergers and Acquisitions. The research method used was a case study, and then applying a statistical test. Data were insufficient to confirm the structural change in the stock returns of companies. However, the case studies allowed us to realize the great time that lies in Brazilian economy. In addition to signing its attractiveness as an investment destination, the Brazilian companies have had active participation in the international market as buyers. Worldwide verify the recovery of the activities of mergers and acquisitions, but Brazil has a faster curve. The perspectives therefore tend to be growth and optimism for investors.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Market Efficiency, Chow Test; economic crisis.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES – FIGURAS

Figura 01 - Reações de Mercado a Anúncios Relevantes	27
Figura 02 – Níveis de Eficiência	28

LISTA DE ILUSTRAÇÕES – TABELAS

Tabela 01 – Modalidades de Aquisições.....	46
--	----

LISTA DE ILUSTRAÇÕES – QUADROS

Quadro 1 – Resultados Estatísticos	46
--	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

OPA – Ofertas Públicas de Ações

VCP – Votorantim Celulose e Papel

VPL – Valor Presente Líquido

HME – Hipótese dos Mercados Eficientes

CAPM – *Capital Asset Pricing Model* – Modelo de Precificação de Ativos Financeiros

LBO – *Leveraged Buyout*

MBO – *Management Buyout*

CVM – Comissão dos Valores Mobiliários

NYSE – *New York Stock Exchange* – Bolsa de Valores de Nova Iorque

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

MERCOSUL – Mercado Comum do Sul

ROE – *Return on Equity* – Retorno Sobre o Patrimônio

ROA – *Return on Assets* – Retorno Sobre o Ativo

PDD – Provisão para devedores duvidosos

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

ADR – American Depositary Receipt

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
1.1. JUSTIFICATIVA	15
1.2. OBJETIVOS	16
1.2.1. Objetivo Geral	16
1.2.2. Objetivos Específicos	16
2. REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1. HIPÓTESE DA EFICIÊNCIA DE MERCADO (HEM).....	17
2.1.1. Origem.....	17
2.1.2. A teoria das expectativas racionais e a eficiência de mercado	19
2.1.3. Características dos mercados eficientes	22
2.1.4. Condições necessárias à HEM.....	24
2.1.5. Níveis de Eficiência.....	25
2.1.6. Evidências a favor da HEM.....	27
2.1.7. Evidências contra a HEM.....	27
2.2. TEORIA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES	29
2.2.1. Conceitos	30
2.2.2. Modalidades de fusões e aquisições.....	33
2.2.3. Métodos de fusões e aquisições.....	33
2.2.4. Fundamentos dos motivos de fusões e aquisições.....	34
2.2.5. Motivos para fusões e aquisições	36
3. MÉTODO DE PESQUISA	40
3.1. ESTUDO DE CASO	40
3.2. TESTE DE CHOW	41
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	42
4.1.1. Perdigão e Sadia - BRF Foods	42

4.1.2. Itaú e Unibanco.....	46
4.1.3. Oi e Brasil Telecom	52
4.1.4. Pão de Açúcar e Ponto Frio.....	57
4.1.5 Resultados Estatísticos do Teste Chow.....	61
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
BIBLIOGRAFIA	65

1.INTRODUÇÃO

Com o advento da crise econômica em 2008, houve um declínio das operações de fusão e aquisição no país. Segundo relatório da empresa de consultoria PriceWaterhouseCoopers (2009), em janeiro de 2009 foram registradas 35 transações, demonstrando queda de 41% em relação ao mesmo período em 2008. Passado um ano e meio da eclosão da crise, com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, nota-se uma nova tendência positiva nas fusões e aquisições. O primeiro bimestre de 2010 registrou 98 transações, ao passo que o mesmo período em 2009 registrou 65 transações, segundo o mesmo relatório.

A aquisição de uma empresa por outra já tem sua base em um ambiente de incerteza. Sendo esta realizada em períodos de crise, o agravante é ainda mais notável. Segundo este mesmo relatório, cerca de 50% das operações são efetuadas em companhias de capital aberto, que acabam sofrendo ainda mais com a volatilidade do mercado em crise. Nos últimos dois anos essas fusões têm sido justificadas, muitas vezes, como única solução para companhias em dificuldades financeiras.

A fim de entender os reais efeitos das fusões e aquisições para os acionistas, tanto das empresas compradoras como das adquiridas, Ross, Westerfield e Jaffe (2002) apresentam um estudo com companhias americanas, que demonstram que em operações desse tipo, quando bem-sucedidas, dão em média, ganhos de 19% no que concerne as empresas adquiridas, e em média, 2% para as empresas compradoras.

Após passarem os piores efeitos da crise, em 2009, as fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras retomaram o curso positivo que seguiam em 2008. Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), os anúncios de operações de fusões, aquisições, ofertas públicas de aquisição (OPA) e reestruturações societárias somaram R\$ 116,7 bilhões de janeiro a setembro de 2009, um aumento de 33,4% em relação aos R\$ 87,5 bilhões registrados no mesmo período de 2008.

Fusões como a da JBS Friboi com a Bertin e da Sadia com a Perdigão, além da aquisição da Seara pela Marfrig e da Aracruz pela VCP, representaram enorme movimentação financeira no mercado brasileiro. Os negócios têm sido favorecidos pela recuperação da Bolsa de Valores de São Paulo, bem como a volta do crédito. Uma análise mais profunda, entretanto, se faz necessária, considerando que tamanha movimentação visa uma agregação de valor para os acionistas de tais empresas.

Entre os mercados emergentes, o Brasil ficou em posição de destaque ao lado de China e México. As fusões e aquisições anunciadas em países em desenvolvimento totalizaram 480,7 bilhões de dólares de janeiro a setembro, aumento de 63 por cento contra um ano antes. A cifra representa mais de um quarto das operações globais do período.

O movimento reflete um cenário positivo, incluindo a perspectiva de crescimento da economia brasileira acima da média internacional por vários anos e o movimento de consolidação em vários setores, como varejo, petróleo e gás e açúcar e álcool.

Há, contudo, uma onda de moderação por parte de alguns investidores. O cenário de recessão mundial corrobora essa aversão ao risco que tem se mostrado presente nos negócios mundiais. O estudo detalhado das companhias e suas demonstrações tem se tornado recorrente até mesmo para investidores ocasionais. Os períodos de crise têm, por si só, a característica de impor mais cautela aos acionistas, e essa situação é recorrente no Brasil.

Assim sendo, o problema a ser investigado é: analisando diferentes setores da economia brasileira, há mudança estrutural nos preços das ações de empresas envolvidas em fusões e aquisições durante período de crise?

1.1. JUSTIFICATIVA

Fusões e aquisições costumam ser motivo de alvoroço na bolsa, não só pela mudança nos negócios das empresas, mas principalmente pelo potencial de ganhos que geram. Apenas nos últimos 12 meses, segundo dados da consultoria PWC, ao menos sete grandes operações foram fechadas e, em cinco delas, as ações das companhias envolvidas dispararam.

O farto acesso a capital internacional por grandes empresas domésticas, o crescente interesse de estrangeiros pelo Brasil e a consolidação em vários setores da economia fez o mercado de fusões e aquisições no país apresentar forte crescimento no acumulado do ano de 2010.

A literatura existente é vasta no ramo de finanças no Brasil. Entretanto, no período escolhido não foram encontrados trabalhos sobre as operações foco desse estudo. Por ser um período de grande instabilidade econômica, não somente nacional, mas mundial, a análise desses processos e de suas consequências para os acionistas torna-se de suma importância. Com novas informações e divulgações de fusões e aquisições sendo feitas a todo instante, a análise de cada uma individualmente também é prejudicada. Portanto, a pesquisa vem a acrescentar na literatura um estudo sobre o mercado de capitais e seu comportamento em tempos de crise, bem como o resultado dessas operações no mesmo período. Por analisar individualmente quatro casos de diferentes setores, acaba também proporcionando um estudo macroeconômico do país, que surge como provável potência ao apresentar resultados bastante sólidos frente à crise mundial enfrentada.

Parte-se da ideia de que em tempos de instabilidade, a união ou consolidação de duas ou mais empresas vem a ser favorável para a situação econômico-financeira das partes envolvidas, já que normalmente essas decisões têm embasamento teórico forte, através, inclusive, de avaliações de fluxo de caixa bem estruturadas. No entanto, por terem sido verificadas situações em que a operação não pareceu colaborar com o desenvolvimento

das companhias participantes, esse trabalho pode colaborar com a teoria financeira envolvida.

A pesquisa contém informações recentes sobre o mercado de fusões e aquisições brasileiro. Dessa maneira, deve contribuir para a escolha e aplicação de uma ou outra estratégia de investimento na área, juntamente com uma análise mais profunda das operações em estudo.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

Analisar os processos de fusões e aquisições no mercado de capitais brasileiro, no período pós-crise de 2008, a fim de concluir se houve uma ruptura na série de retornos das companhias estudadas.

1.2.2. Objetivos Específicos

- Contextualizar os processos de fusão e aquisição à luz das pesquisas recentes
- Identificar e analisar os processos de fusão e aquisição dos quatro casos escolhidos
- Analisar os efeitos causados pelo anúncio de uma nova fusão ou aquisição em tempos de crise.
- Entender como a instabilidade econômica influencia a tomada de decisões de fusão ou aquisição
- Avaliar a possibilidade de haver uma quebra estrutural na série histórica de retornos das companhias que passaram por um processo de fusão ou aquisição

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção é realizada uma análise da evolução das teorias que mais se aplicam ao objeto de estudo deste trabalho: teoria da eficiência dos mercados e teoria das fusões e aquisições.

2.1. HIPÓTESE DA EFICIÊNCIA DE MERCADO (HEM)

Este capítulo discute a evolução da teoria dos mercados eficientes até os dias de hoje. Suas condições, pressupostos e características são expostos e discutidos. As evidências contra e a favor esta hipótese também são analisadas.

2.1.1. Origem

No ano de 1900, o matemático francês Louis Bachelier publicou sua tese “Teoria da Especulação”, onde defenderia a ideia que daria origem, posteriormente, a teoria moderna de mercados eficientes. Descreveu com detalhes o funcionamento do mercado de derivativos francês, que na época apresentava grande crescimento. Desejava desenvolver uma fórmula que pudesse precificar tais derivativos, e para isso precisava entender como se movimentariam os preços dos ativos-objeto. Tentou, de maneira inédita, estimar a probabilidade da movimentação dos preços.

Bachelier (1900) observou uma analogia entre a difusão do calor através de uma substância e a maneira como o preço de uma ação poderia oscilar. Notou que ambos os processos eram extremamente difíceis de prever, devido principalmente aos fatores complexos que os envolviam. Tentando simplificar e afastar-se dos detalhes confusos para discernir um padrão amplo de probabilidade, Bachelier adaptou as equações de um campo aos problemas de

outro. Utilizou-se, para isso, das equações desenvolvidas por Jean Baptiste Fourier para a difusão do calor, e chamou a sua técnica de “radiação da probabilidade” (MANDELBROT, 2004).

Os sucessores de Bachelier usariam a metáfora *passeio aleatório* (random walk) para descrever o caminho que os preços de um ativo poderiam seguir. O nome vem de uma ideia diferente em termos de probabilidade: até onde um bêbado cego, cambaleando por um campo aberto, conseguiria chegar? Considerando que ele deve adotar uma trajetória irregular e sem rumo, em média, seu deslocamento tende a zero. E essa seria a melhor previsão possível para sua posição futura: a inicial. Passando o raciocínio para os preços dos ativos, imagina-se que, na ausência de informações novas que alterem o equilíbrio entre oferta e procura, a previsão ótima para o preço de uma ação amanhã seria o preço dessa ação hoje.

Bachelier (1900) observou que ao colocar as variações no preço de um título em um gráfico, os pontos se espalhariam, formando um desenho similar à curva normal: as pequenas variações aglomeradas no centro do sino, e as grandes situadas nas extremidades. Foi assim que a curva teórica de Gauss passou a ser aplicada nos estudos dos mercados financeiros.

Os estudos de Bachelier foram ignorados em sua época, e apenas em 1956, numa tese orientada por Paul Samuelson, seus conceitos foram revividos. A partir daí, a probabilidade e as leis do acaso aplicadas ao mercado financeiro tornaram-se populares entre os economistas.

Nas décadas de 1960 e 1970, Eugene Fama desenvolveu e sistematizou a teoria que ficaria conhecida como Hipótese dos Mercados Eficientes. Basicamente, ele afirmou que, em um mercado eficiente, os preços dos títulos devem refletir plenamente todas as informações relevantes. O mercado financeiro seria, portanto, um jogo honesto onde os compradores otimistas equilibram os vendedores pessimistas (MANDELBROT, 2004). É necessário que ambos concordem quanto ao preço, pois do contrário não haveria negociação. E sendo assim, presume-se o preço publicado dos títulos devem estar “certos”, pois é o preço que reflete a melhor estimativa geral do mercado, dispondo de toda informação disponível.

2.1.2 A teoria das expectativas racionais e a eficiência de mercado

Durante muito tempo, os economistas supunham que as expectativas se formavam com base em experiências anteriores. A inflação, por exemplo, era estimada com base na média das taxas de juros anteriores. Essas expectativas eram consideradas expectativas adaptativas. Essa maneira de estimar variáveis foi questionada, visto que as pessoas usavam mais informações do que apenas dados anteriores para formar expectativas. A expectativa de inflação com certeza seria afetada pelas previsões a respeito da política monetária futura, bem como atual e passada. Além disso, frequentemente há mudanças de expectativa com a chegada de novas informações.

Para aperfeiçoar esse processo, John Muth (1961) desenvolveu uma teoria alternativa de expectativas, chamada expectativas racionais, que pode ser enunciada da seguinte forma: as expectativas serão idênticas às previsões ótimas (a melhor do futuro), utilizando toda a informação disponível. Assim temos:

$$X(e) = X(of)$$

Sendo:

$X(e)$ = expectativa de alguma variável

$X(of)$ = previsão ótima de x , utilizando toda informação disponível

A teoria de eficiência dos mercados foi desenvolvida paralelamente à teoria das expectativas racionais, e na verdade pode ser considerada como uma aplicação desta para a determinação de preço dos valores mobiliários (MISHKIN, 2000).

Para verificação, podemos analisar que a taxa de retorno de um investimento em títulos equivale à:

$$RET = \frac{P_{t+1} - P_t + C}{P_t}$$

Onde:

RET: taxa de retorno sobre o valor mobiliário retido do tempo t até t+1.

P_{t+1} = preço do título no final do período de investimento

P_t = preço do título no início do período

C = pagamento em dinheiro (cupom ou dividendo) efetuado no período.

Agora, para examinar qual a expectativa de retorno no tempo t, a única variável da equação acima que é incerta é o preço no período seguinte, P_{t+1} .

Assim temos:

$$RET(e) = \frac{P(e)_{t+1} - P_t + C}{P_t}$$

Onde:

RET (e): é o retorno esperado do investimento

$P(e)_{t+1}$ = expectativa de preço do título ao final do período.

A teoria dos mercados eficientes também considera as expectativas dos preços futuros equivalentes às previsões ótimas utilizando todos os dados atuais disponíveis. Em outras palavras, as expectativas de mercado dos preços futuros de títulos são racionais, de forma que:

$$P(e)_{t+1} = P(of)_{t+1}$$

Onde:

$P(e)_{t+1}$ = expectativa de preço do título ao final do período.

$P(of)_{t+1}$ = previsão ótima de preço futuro.

Isso, por sua vez, implica que:

$$RET(e) = RET(of)$$

(EQUAÇÃO 1)

A análise de oferta e demanda do mercado de títulos indica que o retorno esperado tenderá a se direcionar ao encontro do retorno de equilíbrio que equaciona a quantidade demandada à quantidade ofertada. A análise de oferta e demanda, portanto, nos permite determinar o retorno esperado sobre um valor mobiliário com a seguinte condição de equilíbrio: o retorno esperado de um título RET (e) equivale ao retorno de equilíbrio RET*, que equaciona a quantidade demandada do título à quantidade ofertada, ou seja:

$$\text{RET}(e) = \text{RET}^*$$

(EQUAÇÃO 2)

Substituindo a equação 1 na equação 2, temos que:

$$\text{RET}(\text{of}) = \text{RET}^*$$

Essa equação nos indica que os preços vigentes em um mercado financeiro serão determinados de forma que a previsão ótima do retorno de um título usando-se todos os dados disponíveis equivale ao retorno de equilíbrio do título. De modo mais simplificado: o preço de um título reflete todas as informações disponíveis.

Suponhamos que o retorno de equilíbrio de uma ação ordinária seja de 10% a uma taxa anual, e que seu preço atual P_t seja mais baixo do que a previsão ótima do preço de amanhã $P(\text{of})_{t+1}$, de forma que a previsão ótima do retorno a uma taxa anual é de 50% (maior que o retorno de equilíbrio, de 10%). Assim podemos prever que essa ação, em média, teria um retorno acima do normal. Esta situação é chamada oportunidade inexplorada de lucro, pois em média as pessoas lucrariam mais do que deveriam, dadas as características daquela ação. Sabendo que, em média, você pode ter uma taxa de retorno acima do normal com ações dessa empresa, pois $\text{RET}(\text{of}) > \text{RET}^*$, você vai comprar mais, o que fará com que o preço atual P_t suba em relação ao preço futuro esperado $P(\text{of})_{t+1}$, reduzindo portanto $\text{RET}(\text{of})$. Quando o preço vigente tiver subido o bastante de forma que $\text{RET}(\text{of})$ se equivale a RET^* , a compra de ações será interrompida e a oportunidade inexplorada de lucros terá desaparecido (MISHKIN, 2000).

O inverso também ocorre. Suponha um título cuja previsão ótima de retorno é -5% enquanto o retorno de equilíbrio é de 10% ($RET(of) < RET^*$). Seria um investimento ruim, pois em média o lucro é menor do que o retorno de equilíbrio. Nesse caso, você venderia o título, fazendo com que o preço caísse em relação ao preço futuro esperado até que $RET (of)$ se igualasse a RET^*

O resumo desses fatos pode ser escrito da seguinte maneira:

$$RET(of) > RET^* \rightarrow P_t \uparrow \rightarrow RET (of) \downarrow$$

$$RET(of) < RET^* \rightarrow P_t \downarrow \rightarrow RET (of) \uparrow$$

Até que:

$$RET (of) = RET^*$$

Outra forma de enunciar a condição dos mercados eficientes é: em um mercado eficiente todas as oportunidades inexploradas de lucro serão eliminadas. Isso faz sentido, mesmo que nem todas as pessoas presentes em um mercado estejam bem-informadas, basta que algumas estejam e lucrem, eliminando assim as oportunidades inexploradas.

2.1.3 Características dos mercados eficientes

Pinheiro (2005) denomina mercado eficiente o mercado em que os preços refletem toda a informação relevante disponível, e o ajuste a novas informações é instantâneo. Os preços que determinam o mercado descontam automaticamente toda nova informação que chega. Isso significa que o valor presente justo de qualquer título já está representado pelos preços correntes, portanto é impossível obter lucros extraordinários com o uso das informações disponíveis.

Para Ross, Westerfield e Jordan (2002), uma implicação importante para os participantes de um mercado eficiente é o fato de que nele todos os investimentos possuem VPL zero. O motivo seria o fato de os ativos estarem

corretamente precificados, com preços nem muito altos nem muito baixos, o que faz com que a diferença entre o custo de um investimento e o seu valor de mercado seja zero.

Os autores identificam três possíveis reações de preços a informações novas: reação de mercado eficiente – o preço é ajustado instantaneamente; reação retardada – o preço é ajustado parcialmente, levando mais tempo para refletir a totalidade de informações; reação excessiva – o preço é ajustado acima das novas informações, sendo corrigido depois.

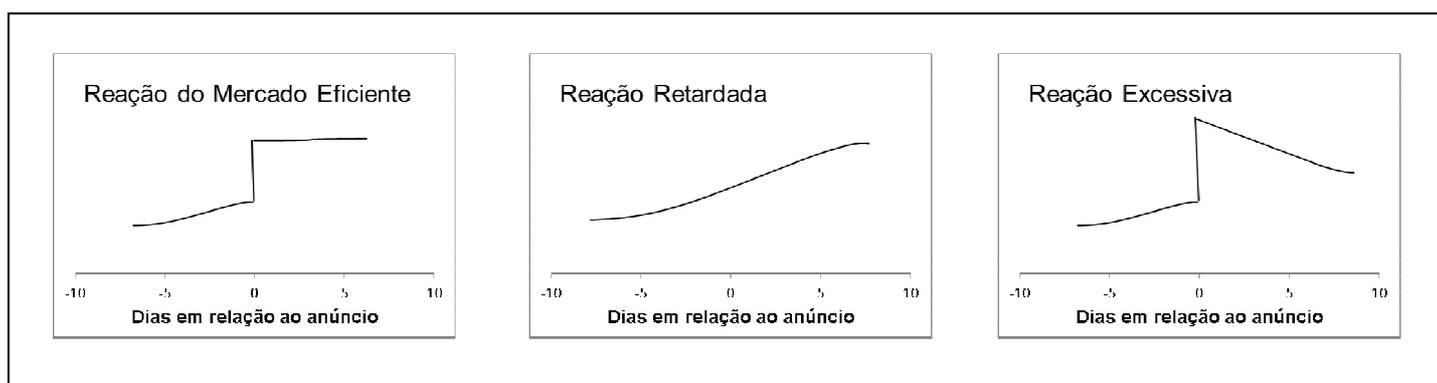


FIGURA 1 – REAÇÕES DE MERCADO A ANÚNCIOS RELEVANTES

FONTE: Elaborado pela autora

Em um mercado eficiente, além de estarem sempre “corretos”, os preços dos ativos refletem também os fundamentos do mercado, aqueles itens que podem apresentar impacto nas tendências de receita futura gerada pelos ativos (MISHKIN, 2000). Disso decorrem algumas constatações: em um mercado eficiente, um investimento é tão bom quanto qualquer outro, pois todos estão devidamente precificados; o preço do ativo reflete as informações disponíveis sobre seu valor intrínseco; os preços dos títulos podem ser usados para avaliação de custos de capital com acurácia (MISHKIN, 2000).

Damodaran (2008) define mercado eficiente como aquele em que o preço de mercado é uma estimativa não tendenciosa do valor real do investimento. O autor ressalta que deste conceito surgem três pontos importantes a serem analisados:

Para que a HME se verifique, não é necessário que o preço de mercado seja igual ao valor real sempre, mas os desvios entre eles devem ser aleatórios. Isso significa que deve haver probabilidade igual das ações estarem sub ou supervalorizadas, a qualquer instante. Os desvios não devem ser correlacionáveis com qualquer variável observável.

Se realmente estes desvios forem aleatórios, nenhum grupo de analistas deve ser capaz de consistentemente encontrar ações mal precificadas utilizando qualquer estratégia de investimentos.

O autor destaca ainda que é possível que os mercados não sejam eficientes para todos os investidores, mas que um mercado específico pode ser eficiente para o investidor médio. Isso se deve ao fato de haver diferenças de tributação e de custos de transação para determinado grupo de investidores.

Damodaran (2008) elenca algumas implicações dos mercados eficientes. Primeiramente, ele considera que não há vantagem em realizar pesquisa e avaliação de patrimônio líquido, tarefa considerada cara. A probabilidade de se encontrar uma ação subvalorizada seria sempre de 50:50, devido a aleatoriedade dos erros de precificação, e assim, na melhor das hipóteses, os benefícios das informações coletadas apenas cobririam os custos de realizar a pesquisa.

Outra implicação de um mercado considerado eficiente seria o fato de uma estratégia de diversificação aleatória do perfil de ações, com pouco custo de informações e custos de execução mínimos, ser superior a uma estratégia com mais informações e maiores custos. Isso significa que os gerentes de carteira não agregariam valor; seriam, portanto, desnecessários. Por último, em um mercado eficiente, uma estratégia que minimiza as negociações, onde não se negocia a menos que haja necessidade de caixa, seria superior àquelas onde há negociações frequentes.

Vale ressaltar, devido às inúmeras interpretações errôneas da teoria, que um mercado eficiente não quer dizer que os investidores não possam ter um desempenho melhor que o do mercado. Pelo contrário, cerca de metade

dos investidores, antes dos custos de transação, deveriam ter desempenho melhor que o do mercado (DAMODARAN, 2008).

O mercado eficiente seria um mecanismo auto corrigível, em que as ineficiências e oportunidades de lucro aparecem em intervalos regulares, mas desaparecem quase que instantaneamente, à medida que os investidores as descobrem.

2.1.4 Condições necessárias à HEM

Segundo Pinheiro (2005), para que os mercados sejam eficientes do ponto de vista econômico, devem cumprir quatro requisitos. São eles:

1. Os mercados devem ser competitivos, e para isso ocorrer, devem ser livres e concorrentes;
2. Os mercados devem ser transparentes;
3. Os mercados devem ser líquidos. Para isso, os mercados secundários devem funcionar corretamente, proporcionando que haja um desinvestimento rápido e de custo limitado.
4. Os mercados devem apresentar um tamanho que possibilite custos de transação razoavelmente baixos.

“O ideal de mercado perfeito não existe, pelo que as constatações empíricas sobre a realidade dos mercados se orientam para a verificação do cumprimento de algum dos requisitos citados” (PINHEIRO, 2005).

Para Damodaran (2008), são os investidores e suas tentativas de negociar os títulos a fim de obter um desempenho superior ao do mercado que transformam os mercados ineficientes em eficientes. Para que isso ocorra o ativo que é a fonte da ineficiência deve ser negociado e os custos de transação devem ser menores do que os lucros estimados com a negociação. Além disso, deve haver investidores que maximizam lucro e que percebam o potencial do ativo em apresentar um retorno adicional. Estes investidores devem conseguir

entrar no esquema e possuir os recursos necessários para negociar o ativo até que a ineficiência desapareça (DAMODARAN, 2008).

2.1.5 Níveis de eficiência

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) distinguem três formas de eficiência: forma fraca, forma semi-forte e forma forte. Elas se diferenciam no que diz respeito às informações que se refletem nos preços.

Um mercado eficiente na forma fraca sugere que o preço atual de uma ação reflete os preços passados. Nesse caso, um estudo desses preços seria uma tentativa inútil para identificar possibilidades de lucro, pois eles já estão incorporados no preço atual. A análise técnica, portanto, seria também inútil.

Se um mercado é eficiente na forma semi-forte então todas as informações públicas já estão refletidas no preço da ação. Dessa maneira, seria inútil estudar as demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas em busca de erros de precificação. A análise fundamentalista não teria utilidade.

Para ser eficiente na forma forte, é necessário que todas as informações de todos os tipos já estejam refletidas nos preços dos ativos. Nesse tipo de mercado não existem informações internas (ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, 2002).

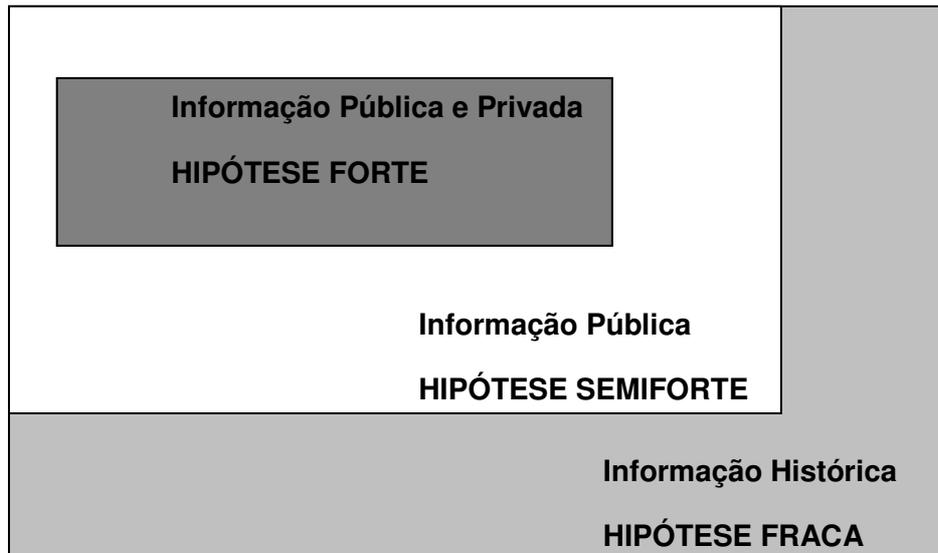


FIGURA 2 – NÍVEIS DE EFICIÊNCIA

FONTE: PINHEIRO (2005)

Pinheiro (2005) define sete fatores que poderiam contribuir para a melhora da eficiência dos mercados financeiros:

1. A continuidade e densidade das transações;
2. A informação econômico-financeira, tanto das empresas que são cotadas no mercado, quanto da economia como um todo;
3. Existência de grande número de ativos negociados;
4. Facilidade com que se transferem ativos financeiros;
5. Diversificação na distribuição dos títulos entre os investidores;
6. Normatização das operações;
7. Existência de especulação moderada.

“A existência de mercados financeiros organizados e eficientes possibilita o aumento do bem-estar global da sociedade, à medida que facilita a localização eficiente dos recursos financeiros e a própria competitividade do sistema produtivo ao fornecer seus serviços ao menor custo possível” (PINHEIRO, 2005).

2.1.6 Evidências a favor da HME

Para Mishkin (2000), há algumas evidências que corroboram a hipótese dos mercados eficientes. O desempenho dos analistas de investimento e dos fundos mútuos seria uma delas. Um passado bem sucedido administrando carteiras não garante aos consultores sucesso no futuro.

A teoria prevê que os preços das ações irão refletir todos os dados disponíveis ao público. Portanto, se as informações já se encontram a disposição, uma declaração positiva sobre uma determinada empresa não irá elevar o preço de suas ações porque essa informação já se reflete no preço da ação.

Mishkin (2000) afirma que umas das implicações importantes da teoria é que os preços das ações deveriam ser tão aleatórios quanto uma caminhada ao acaso. Isto é, as futuras mudanças nos preços deveriam, para fins práticos, ser imprevisíveis. Ela é mencionada no mercado como a teoria do random walk.

A análise técnica é bastante popular nos estudos de dados sobre os preços das ações e na busca de padrões, tais como as tendências e os ciclos regulares. A teoria de mercados eficientes diz que esta análise não é consistente e que a maneira mais simples é utilizar o resultado aleatório. Nesta hipótese, previsões anteriores de êxito não implicam que as previsões futuras tenham um desempenho superior ao mercado.

2.1.7 Evidências contra a HME

A teoria dos mercados eficientes foi bastante sustentada por alguns economistas como evidência empírica dominante, quando a evidência contraditória não tinha muita expressão. Nos últimos anos, contudo, este cenário tem mudado. Diz-se que a teoria a favor da eficiência de mercado apresenta falhas, já que não pode ser aplicada de forma geral.

Uma das anomalias de mercado que vai de encontro à teoria de eficiência é o efeito da pequena empresa, que tem proporcionado retornos acima do normal, ainda que exista maior risco do que as empresas grandes.

Damodaran (2008) cita duas possíveis explicações para o efeito da pequena empresa: o custo das transações ao se investir em ações de pequenas empresas são mais altos do que ao se investir em empresas de grande porte, e o prêmio seria estimado antes desses custos; a possibilidade do CAPM não ser o modelo correto para estimação do risco, com o beta subestimando o verdadeiro risco das ações de pequenas empresas.

Mishkin (2000) elenca outras possíveis causas para esse efeito: reequilíbrio dos portfólios por investidores, emissões de impostos, baixa liquidez das ações, entre outros. Apesar de ter diminuído, este efeito é ainda visto como desafio para a teoria dos mercados eficientes.

O efeito Janeiro, assim denominado devido aos preços das ações passarem por aumento anormal no período de dezembro a janeiro, também é incompatível com o comportamento aleatório (random walk). Este efeito tem diminuído para as ações das grandes companhias, mas ainda ocorre para as pequenas firmas. Deve-se principalmente a questões relacionadas ao imposto de renda, porque os investidores são incentivados a vender as ações no final do ano para abater as perdas de capital de sua declaração de imposto e reduzir seu imposto de renda. Assim, em janeiro eles já podem recomprar as ações, o que faz os preços subirem e produzirem retornos superiores ao normal.

Damodaran (2008) ressalta o fato que a relação entre o efeito da pequena empresa e o efeito janeiro torna ainda mais complexo este fenômeno. O efeito janeiro é mais acentuado para empresas de pequeno porte.

Outra prova contra a eficiência de mercado está na reação excessiva do mercado a novas declarações. Exemplo disso é a declaração de queda de ganhos de uma empresa, pois o preço das ações pode declinar muito e, posteriormente, subir a níveis mais normais. Assim, um investidor pode ter retornos acima do normal ao comprar ações com preço baixo e depois vender a preço normal. A reação de mercados a novas informações pode ser consistente com a hipótese de eficiência, desde que seja instantânea e não tendenciosa.

Mishkin (2000) aponta ainda como evidência contra a eficiência de mercado o fenômeno da volatilidade excessiva. A flutuação de preços das ações pode ser maior do que o determinado pela flutuação no seu valor associado aos fundamentos econômicos (dividendo das ações que formam este preço, por exemplo).

Por fim, a reversão perversa dos retornos das ações é uma evidência que permanece em discussão. As ações com retornos baixos hoje tendem a ter retornos elevados no futuro e vice-versa, pois a reversão perversa indica mudança positiva previsível no preço futuro, o que sugere que os preços das ações não são aleatórios (random walk), o contrário do que defende a teoria dos mercados eficientes.

Segundo o economista Joseph Stiglitz, vencedor do Nobel de Economia de 2001, as teorias que se baseiam em informação imperfeita e racionalidade limitada devem se destacar. A crise mundial recém-enfrentada de certa forma fortaleceu várias correntes da economia moderna.

Damodaran (2008) afirma que há hoje um questionamento por parte dos estudiosos dos mercados financeiros acerca da racionalidade em que é baseada a teoria de eficiência dos mercados. Esses estudiosos apontam para o surgimento frequente de bolhas especulativas, seguindo modismos ou esquemas de enriquecimento rápido, bem como a queda repentina após o fim dessas bolhas. Para eles, não há maneira de evitar esse acontecimento nos mercados financeiros atuais.

2.2. TEORIA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Os processos de fusões e aquisições ganharam força principalmente a partir da década de 80, quando houve um intenso desenvolvimento tecnológico, das telecomunicações, dos transportes, bem como uma maior integração dos mercados. Estes processos são uma maneira de as empresas

crescerem rapidamente, entrarem em novos mercados ou até mesmo aproveitarem oportunidades de investimento (CAMARGOS, 2002).

2.2.1. Conceitos

Fusão ou consolidação é a união de duas firmas, geralmente de porte semelhante, que se combinam em uma simples permuta de ações, dando origem a outra firma. Enquanto aquisição é a compra de uma firma por outra, na qual somente uma delas mantém a identidade (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995).

Segundo o art. 228 da lei 6404/76, fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. O artigo 227 da mesma lei define incorporação como sendo a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. Na literatura financeira esta última é conhecida por aquisição.

Grinblatt e Titman (2005) consideram fusão como a transação que combina duas ou mais empresas em uma nova empresa. Para os autores, a aquisição é a compra de uma empresa por outra. Deve-se ressaltar que, em um mercado de capital perfeito, segundo o teorema de Modigliani e Miller, o valor não pode ser criado nem destruído por meio de uma reestruturação dos títulos de uma empresa, desde que essa reestruturação deixe inalterados os fluxos de caixa totais das empresas. Para criar valor a partir de uma fusão ou aquisição, portanto, os fluxos de caixa pós-imposto da empresa combinada deve superar os fluxos de caixa pós-imposto das empresas individuais antes da transação (GRINBLATT & TITMAN, 2005).

Em uma operação de fusão denomina-se empresa compradora a empresa que realiza a oferta, e empresa-alvo aquela que recebe a oferta. É comum a empresa compradora oferecer um prêmio sobre o valor de mercado da empresa-alvo. Grinblatt & Titman (2005) consideram que esse prêmio varia

normalmente de cinquenta a cem por cento do preço corrente das ações da empresa-alvo antes da transação.

2.2.2. Modalidades de Fusão ou Aquisição

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), uma fusão ou aquisição pode ser:

-Horizontal: quando ocorre entre duas firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes entre si;

-Vertical: quando resulta da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores;

-Em conglomerado ou co-seguro: quando envolve firmas em ramos de atividades não-relacionados, cujo principal objetivo normalmente é a diversificação de investimentos, visando reduzir riscos e aproveitar oportunidades de crescimento.

Grinblatt e Titman (2005) definem três tipos básicos de fusões e aquisições a serem destacados:

1. Aquisições estratégicas: Uma aquisição estratégica envolve as sinergias operacionais, significando que as duas empresas são mais lucrativas combinadas do que separadas. Esse tipo de aquisição é dominante nos dias de hoje.
2. Aquisições financeiras: Geralmente associado a ganhos fiscais, este tipo de aquisição não inclui necessariamente sinergias operacionais. Normalmente a empresa compradora acredita que o preço da ação da companhia é menor do que o valor dos ativos da mesma. A motivação mais comum para uma aquisição financeira é a de que a empresa compradora acredita que a empresa-alvo está subvalorizada em relação a seus ativos porque é administrada de maneira incompetente. As aquisições financeiras são muitas vezes

estruturadas de maneira alavancada (financiadas através de dívidas), conhecidas como LBO's. Assim, um indivíduo ou grupo muitas vezes liderado pela própria administração da firma, consegue comprar uma empresa de capital aberto e fechar seu capital.

3. Aquisições de diversificação: pode ser relacionado às aquisições de conglomerados descritas por Ross, Westerfield e Jaffe (1995). Por não haver potencial aparente para as sinergias operacionais, as aquisições de diversificação assemelham-se às aquisições financeiras, entretanto é bastante provável que estejam relacionadas às sinergias financeiras, que reduzem o custo de capital de uma companhia, criando valor mesmo quando as operações por si só não se beneficiem de tal processo.

Um resumo da classificação de Grinblatt e Titman pode ser apresentado na tabela a seguir:

Tipo de Aquisição	Principal Motivação	Hostil/amigável	Tendência
Estratégica	Sinergias Operacionais	Normalmente amigável	Aumentando de importância nos anos 1990
Financeira	Impostos, melhorias de incentivos	Muitas vezes hostil	Um fenômeno dos anos 1980
Diversificação	Sinergias financeiras, impostos e incentivos	Hostil ou amigável	Um fenômeno dos anos 1960 e 70

TABELA 1 – MODALIDADES DE AQUISIÇÕES

FONTE: GRINBLATT & TITMAN (2005)

2 2.3. Métodos de fusão e aquisição

A aquisição de uma firma por outra pode ser feita por meio da compra de ações ou ativos, mediante pagamento em dinheiro, ações ou títulos, via bolsa de valores, oferta privada da administração da firma adquirente à administração da empresa alvo, ou mediante uma oferta pública de compra (tender offer) feita pela empresa compradora diretamente aos acionistas da outra (CAMARGOS, 2002).

A fusão ou aquisição pode se dar de forma hostil ou amigável. Se for conduzida de maneira amigável (friendly takeover), o controle administrativo permanece o mesmo, mesmo que a propriedade corporativa tenha mudado. A transação hostil (tomada de controle) pressupõe uma substituição da administração da firma-alvo.

Segundo Manne (1965), apud Camargos (2002), a tomada de controle é mais atrativa e mais cara. O autor aponta três mecanismos para se tomar o controle de uma empresa:

1. Disputas por procuração: mais dramático e incerto, constitui o mecanismo menos utilizado. Requer aprovação explícita de dirigentes e controladores da firma, situação dificultada pelos estatutos das empresas;
2. Compra direta de ações: situação onde se adquire o número mínimo necessário de ações no mercado de capitais;
3. Fusão: normalmente paga com ações da firma adquirente, constitui o mecanismo mais eficiente para a tomada de controle corporativo. Possui grande importância para a proteção de acionistas individuais não controladores.

O fechamento de capital (Leveraged ou Management Buyout – LBO ou MBO) também constitui uma maneira de tomada de controle, em que a própria administração da firma ou um grupo de acionistas adquire as ações da

empresa, transação com alto grau de alavancagem (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 1995). Nesse caso, não se observa a união de duas empresas, portanto o ganho dessas tomadas de controle deve vir de economias fiscais ou de melhorias da administração (GRINBLATT & TITMANN, 2005).

A escolha do método a ser utilizado na aquisição de uma empresa implica em diferentes custos, situações legais e dificuldades práticas. Constitui uma importante decisão estratégica a ser tomada pela administração das empresas envolvidas.

2 2.4. As teorias da firma e da agência e os fundamentos dos motivos para fusões e aquisições

Os motivos para fusões e aquisições, segundo Camargos (2002), encontram suporte teórico nas teorias da firma e da agência, sendo esta última desenvolvimento da primeira.

A teoria da firma surgiu com Robert Coase, em seu artigo *The nature of firm*, de 1937. Coase limita-se a analisar a firma como unidade de produção, considerando como motivo do surgimento o fato de ela alocar os recursos de produção sob a chancela de um empresário de forma menos custosa do que no mercado, devido aos custos de transação existentes nesse (CAMARGOS, 2002). O tamanho da firma seria definido de acordo com a limitação da capacidade gerencial. Para Coase (1937), o tamanho da firma seria expandido até o momento em que o custo marginal de realizar uma outra atividade na firma igualasse o seu preço de mercado.

Coase (1937) afirma que, mantendo as outras variáveis constantes, uma firma tenderá a crescer quando:

1. Os custos de organização e as taxas de crescimento desses custos tornarem-se menores com um aumento das transações;
2. Os erros dos empresários e as taxas de crescimento desses erros tornarem-se menores com um aumento das transações;

3. Houver uma redução no preço dos fatores de produção, devido ao tamanho da firma.

Müssnich (1979), apud Camargos (2002), relaciona o primeiro estágio do desenvolvimento da corporação moderna com o empresário, fundador e detentor de todo poder de decisão relativo à firma. O segundo estágio tem início com a chegada dos administradores profissionais, que com um conhecimento mais acurado passam a assumir funções de direção da firma, bem como a tomar decisões concernentes a ela. Esses administradores conquistam essa posição devido o seu conhecimento técnico, qualidade que se faz necessária em ambiente competitivo.

Com o surgimento de barreiras financeiras que impediam o crescimento das firmas, as empresas se viram obrigadas a abrir seu capital, dividindo sua propriedade entre grande número de acionistas, fato que resultou na separação entre propriedade e controle. Os conflitos de agência apareceram neste momento, quando o poder de decisão passou dos proprietários para os administradores (CAMARGOS, 2002).

Dois tipos de propriedade surgem juntamente com o conceito de corporação moderna: a propriedade passiva e a propriedade ativa. A propriedade passiva refere-se à posição ocupada pelos acionistas proprietários da empresa, que não desejam – ou não podem – exercer isoladamente os seus direitos, e atribuem a tomada de decisão a terceiros, os administradores. O segundo tipo – a propriedade ativa – caracteriza-se pelo papel dos gerentes, a quem os acionistas submetem sua riqueza e a responsabilidade por sua administração. (KLOECKNER, 1994).

A teoria da agência surge, portanto, a partir da teoria da firma. Estuda os efeitos econômico-financeiros decorrentes da delegação do poder decisório na empresa. Trata-se de uma teoria que oferece base para compreender e modelar os eventuais problemas que possam surgir nos relacionamentos em que existe uma delegação de autoridade de poder decisório implícita ou explícita, formal ou informal (LAMB (1992), apud Camargos (2002)).

O pressuposto básico da teoria da agência seria o fato de que o principal objetivo das firmas é a maximização da riqueza do acionista. Para isso, fixam-se contratos entre um agente externo ou principal (os acionistas) e um agente interno (administrador), sendo que a este últimos é delegado o poder decisório dentro da firma (CAMARGOS, 2002).

O conflito de interesses faz com que para assegurar-se de do resultado da ação do seu agente interno o principal incorra em custos de monitoramento, bem como custos a fim de incentivar o esforço do agente. Esses custos são chamados custos de agência.

Jensen (1986), apud Camargos (2002), afirma que os administradores são incentivados a levar suas firmas a um crescimento além do tamanho ótimo, pois isso aumenta o seu poder e suas compensações via aumento dos recursos sob seu controle. Para Kloeckner (1994), esse comportamento não maximizador foi gerado a partir da separação entre propriedade e controle acionário. Dessa maneira, é possível que haja fusões e aquisições visando o aumento do bem-estar dos agentes internos, mesmo que a transação cause um impacto negativo no valor de mercado de suas ações. Para Marris (1963), apud Camargos (2002), com a separação entre propriedade e controle a maximização da utilidade gerencial passa a ser o principal objetivo dos administradores.

2.2.5. Motivos para fusões e aquisições

Para Firth (1980, p. 236),

The shareholder wealth maximization theory requires that a takeover lead to increased profitability for the acquiring firm in order for the takeover to be justified. In contrast, the maximization of management utility theory does not necessarily require increased profitability; an increase in size and an increase in managers' benefits are the more likely criteria. We can therefore examine takeovers for their impact on profitability, size, and management benefits, and this will give some indication as to which motive for making takeovers is the more relevant.

Kloeckner (1994) elenca alguns dos principais motivos para fusões e aquisições. O autor divide em motivos gerais para fusões, motivos para fusões horizontais e verticais, co-seguro em fusões conglomeradas e motivos gerenciais.

Dentre os motivos gerais para fusões estão:

1. Expectativas assimétricas: ao contrário do que a maioria dos modelos de equilíbrio de mercado pressupõe, é possível que alguns investidores possuam expectativas assimétricas quanto à distribuição dos fluxos de caixa de algumas empresas, o que pode fazer com que eles avaliem de maneira diferente a mesma empresa, e conseqüentemente ocasionar uma oferta de compra (KLOECKNER,1994). Gort (1969), *apud* Kloeckner (1994), afirma que uma fusão deve ocorrer desde que os proprietários da empresa atribuam a ela um valor mais baixo do que os prováveis compradores. Para que esse processo ocorra, duas condições devem ser satisfeitas: primeiramente os diretores da empresa compradora devem atribuir valor mais alto a empresa-alvo do que os seus proprietários, e em segundo lugar a diferença entre os valores atribuídos deve ser maior do que qualquer outra possibilidade de compra, respeitando a restrição orçamentária da empresa.
2. Efeito da taxação nas fusões: o prejuízo de uma empresa pode gerar créditos fiscais a serem aproveitados pela empresa lucrativa.
3. Fusões como alternativa a dividendos e recompra de ações: motivo baseado nas premissas: o valor da empresa é independente do seu dividendo (Modigliani & Miller,1961); os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato; os dividendos recebidos serão reinvestidos na empresa ou em outra na mesma faixa de risco (KLOECKNER, 1994). Ilustrando, se a empresa A paga dividendos D, o fluxo de caixa líquido para seu acionista é dado por:

$$FCL = D (1 - T_p)$$

Onde T_p é a alíquota do Imposto de Renda incidente sobre dividendos para a pessoa física. Se a empresa A pagar dividendos, a riqueza do seu i -ésimo acionista decrescerá numa quantidade igual a DR_i , dada pela equação:

$$DR_i = D_i \times T_p$$

Onde D_i é o valor dos dividendos pagos ao acionista i . Considerando que as três premissas foram atendidas, a companhia pode evitar a redução da riqueza de seus acionistas reinvestindo D a uma taxa de retorno R' , onde:

$$R' > R (1 - T_p)$$

Sendo R a taxa de retorno de uma ação com o mesmo grau de risco da empresa A. O motivo, portanto, para uma possível fusão ou aquisição, seria procurar externamente oportunidades de investimento que satisfaçam essa taxa de retorno.

4. Custos de reposição e valor de mercado: quando a razão Q de Tobin (dada pelo valor de mercado da empresa dividido pelo custo de reposição dos seus ativos) for menor do que a unidade (Q de Tobin < 1), alguns investidores podem achar atrativo adquirir essa empresa.

Kloeckner (1994) cita como principais motivos para fusões horizontais e verticais a busca de economias de escala e os efeitos anticompetitivos de uma fusão horizontal. As economias de escala trazem benefícios à medida que podem diminuir os custos em função do aumento da produção, bem como o rateio de custos por uma base maior, além do possível uso conjunto de insumos específicos. Os efeitos anticompetitivos são possíveis graças a maior concentração de mercado através das fusões.

A fusões conglomeradas ou co-seguro se justificam visto que o risco de insolvência de empresas combinadas é menor do que o risco individual dessas empresas, benefício que pode ser revertido em taxas de juros menores ao se adquirir empréstimos, visto que um menor risco de insolvência implica em um menor risco ao emprestador (KLOECKNER, 1994) .

As fusões e aquisições possuem também motivações gerenciais, como a possível remoção de uma diretoria que não maximiza a riqueza dos acionistas. Mesmo que a operação cause uma diminuição do valor de mercado das ações, se a nova diretoria for maximizadora de valor para os acionistas, o valor de mercado tenderá a aumentar. Outra questão levantada por Kloeckner (1994) é o fato de que se a empresa possui um fluxo de caixa livre após financiar todos os seus projetos com valor presente líquido positivo a taxa do custo de capital, ela pode aceitar transações de fusões e aquisições, mesmo que estas possuam valor presente líquido negativo. Isso ocorreria se a diretoria visasse o crescimento da firma mais do que o aumento da riqueza do acionista, visto que sua remuneração e poder estão diretamente associados ao tamanho da empresa.

3. MÉTODO DE PESQUISA

Esta pesquisa foi realizada em duas etapas distintas. Primeiramente se realizou um estudo de quatro casos de fusões ou aquisições no mercado de companhias abertas brasileiro. Logo após realizou-se um teste estatístico a fim de verificar se os retornos dessas companhias no mercado de ações apresentaram alguma mudança estrutural à época da divulgação da transação.

3.1. ESTUDO DE CASO

A primeira etapa da pesquisa define-se como estudo de caso de natureza exploratória, sendo os casos em análise: a fusão entre Perdigão e Sadia, originando a empresa BRF; a fusão entre Itaú e Unibanco; a aquisição do Ponto Frio pelo Grupo Pão de Açúcar e a aquisição da Brasil Telecom pela companhia Oi.

A escolha do estudo de caso como método de pesquisa justifica-se pelo foco da pesquisa em eventos contemporâneos inseridos no contexto da vida real. As descobertas e conclusões de um estudo de caso são mais consistentes e precisas se baseadas em diversas fontes de informação (YIN, 2001). Dessa maneira, tentou-se utilizar da maior fonte possível de dados, extraídos tanto de relatórios emitidos pelas companhias, quanto relatórios públicos editados por consultorias; bem como os documentos divulgados no portal da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão que tem como uma de suas funções assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

Conforme afirma Roesch (1999, p.197) alguns aspectos caracterizam o estudo de caso como uma estratégia de pesquisa: permite o estudo de fenômenos em profundidade dentro do seu contexto; é especialmente adequado ao estudo de processos e explora fenômenos com base em vários ângulos. Assim sendo, a pesquisa visa analisar sob diversas óticas os processos de fusões e aquisições dos casos em estudo apresentados na seção a seguir.

3.2. TESTE DE CHOW

A segunda parte da pesquisa consiste na aplicação do teste estatístico. O teste de Chow é um teste econométrico particular a fim de identificar se os coeficientes num modelo de regressão são os mesmos em diferentes subamostras. Foi desenvolvido pelo economista Gregory Chow em 1960, e é uma aplicação específica do teste F padrão para dois conjuntos de coeficientes em modelos de regressão linear.

Em econometria o teste Chow é mais comumente usado em análises de séries temporais a fim de testar se há a presença de uma quebra estrutural. Em avaliação de programas, é utilizado a fim de determinar se variáveis independentes possuem diferentes impactos em diferentes subgrupos da população.

Supondo o modelo dos dados como:

$$y_t = a + bX_{1t} + cX_{2t} + \varepsilon$$

Se separarmos em dois grupos teríamos:

$$y_t = a_1 + b_1X_{1t} + c_1X_{2t} + \varepsilon; e$$

$$y_t = a_2 + b_2X_{1t} + c_2X_{2t} + \varepsilon$$

A hipótese nula do teste de Chow afirma que $a_1 = a_2$, $b_1 = b_2$, $c_1 = c_2$. Sendo S_c a soma de quadrados dos resíduos dos dados combinados, S_1 a soma dos quadrados dos resíduos do primeiro grupo e S_2 a soma dos quadrados do segundo grupo, N_1 e N_2 o número de observações em cada grupo e k o número de parâmetros (no caso acima, 3), então o teste estatístico Chow é dado por:

$$\frac{(S_c - (S_1 + S_2)) / (k)}{(S_1 + S_2) / (N_1 + N_2 - 2k)}$$

Esse teste estatístico segue a distribuição F com k e $N_1 + N_2 - 2k$ graus de liberdade.

Os dados utilizados na pesquisa (retorno de ações e do IBOVESPA) são secundários e foram obtidos no banco de dados Economatica. As cotações utilizadas foram de fechamento diárias, ajustadas por proventos, inclusive dividendos, a fim de que não houvesse influência desses fatores no resultado final.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Primeiramente, apresenta-se os dados obtidos através dos estudos de caso realizados em quatro diferentes setores da economia: telefonia, atacado/varejo, alimentício e financeiro. Em um segundo momento, demonstra-se os resultados obtidos com o teste de Chow nas datas dos anúncios das transações.

4.1.1 Perdigão e Sadia – BRF Foods

No mês de maio do ano de 2009 foi celebrado o acordo que uniria duas das maiores empresas do ramo alimentício do Brasil. Sadia e Perdigão formariam a BRF - Brasil Foods S.A, no que viria a se tornar uma das principais associações do mercado de capitais daquele ano. Este evento tornou-se um marco na indústria de alimentos brasileira e mundial.

A Perdigão foi fundada no ano de 1934, e desde então atua na produção e no abate de aves e suínos e no processamento de produtos industrializados,

elaborados e congelados de carne, além dos segmentos de massas prontas, tortas, pizzas, folhados e vegetais congelados. Em 2005 passou também a abater bovinos e ingressou no segmento de margarinas.

A companhia foi a primeira empresa brasileira a lançar ações na Bolsa de Nova York (NYSE), e em 2001 fez parte do primeiro grupo de empresas a aderir ao Nível I de Governança Corporativa. Em 2006 a empresa entrou para o Novo Mercado da Bovespa, o nível mais alto de Governança Corporativa.

A Sadia é uma empresa do ramo alimentício que atua nos segmentos de produtos industrializados, resfriados e de margarinas. Foi fundada em 1944 e sua marca é reconhecida mundialmente pela atuação no setor agroindustrial e na produção e inovação de alimentos derivados de carnes suína, bovina, de frango e de peru, além de massas, margarinas e doces.

No mercado doméstico comercializa mais de 700 itens, entre cerca de 300.000 pontos de venda. Além disso, exporta em torno de 1000 itens para mais de 100 países.

A Sadia tem vasta experiência no desenvolvimento de marcas e em inovação, o que permite que seus produtos sejam vendidos a um preço até 15% mais alto. A Perdigão é conhecida por sua eficiência operacional e agressividade comercial. Nos últimos cinco anos, tem crescido em média 25%, a ponto de ter ultrapassado a Sadia em faturamento em 2008. Mesmo com preços menores, a companhia consegue ter margens de lucro líquido semelhantes às da concorrente, em torno de 7%.

Desde os anos 90, a associação esteve para acontecer em pelo menos outras quatro ocasiões, incluindo uma oferta hostil da Sadia pela Perdigão, ocorrida em 2006. A disputa pelo controle sempre acabava pondo fim às negociações. Dessa vez, um erro fatal da Sadia: o rombo de 2,5 bilhões de reais provocado por uma operação com derivativos cambiais resultou em novas negociações. Foi dessa maneira que duas empresas praticamente iguais em valor tornaram-se subitamente diferentes. Um mês após o escândalo, as ações da companhia caíram 30%. E seu valor de mercado, que chegou a 8,5 bilhões de reais em meados de 2008, caiu para 2,7 bilhões no início de 2009.

Em meio a uma crise global que derrubou as exportações, e com resultados financeiros extremamente preocupantes, a empresa fundada por Atílio Fontana acabou tendo que abrir mão do controle em favor da Perdigão. A associação surgia como a alternativa para salvar a empresa e manter a família como acionista da operação resultante.

Inicialmente, por estar ainda sob avaliação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), as empresas mantiveram suas estruturas administrativas, produtivas e comerciais separadas. Houve primeiramente a integração das áreas financeiras, de exportações e mercado interno de carnes in natura.

O primeiro passo dado em direção a essa associação foi a mudança da denominação social da Perdigão, que passou então a se chamar BRF Brasil Foods e teve sua sede social transferida de São Paulo (SP) para Itajaí (SC).

A reestruturação societária deu-se em duas etapas: em julho de 2009 a BRF incorporou as ações da HFF Participações S/A, que possuía a maior parte das ações ordinárias de emissão da Sadia. Posteriormente, no mês de agosto de 2009, realizou-se a incorporação das ações ordinárias e preferências da Sadia pela BRF.

O estatuto social da companhia foi alterado seguindo a linha de boas práticas de governança adotadas pela BRF. O conselho de administração passou a ser conduzido por dois presidentes.

O mercado reagiu de maneira positiva à fusão Sadia e Perdigão, o que ficou evidenciado na oferta pública de ações no valor de 5,3 bilhões. Foi necessário criar um lote suplementar de 15% devido ao grande número de investidores interessados, fato que merece destaque devido ao momento em que se encontravam grande parte das companhias, ainda sofrendo os reflexos da crise de 2008.

A nova companhia possui mais de 100.000 funcionários, parque industrial com 63 unidades de produção (60 no Brasil e outras três na Argentina, Inglaterra e Holanda), faturamento anual de mais de 24 bilhões (2009). É a maior produtora de congelados e industrializados do Brasil, a

segunda maior exportadora mundial de aves, e a terceira maior produtora mundial de carnes. Possui um portfólio de mais de 3000 itens distribuídos entre os segmentos de carnes, massas, pratos congelados, lácteos, entre outros.

A comercialização para o mercado interno representa em torno de 58% das vendas totais, entre marcas como Sadia, Perdigão, Batavo, Elegê, Chester, Rezende, Confiança, Fiesta, Wilson, Miss Daisy, Qualy, Doriana e Becel (esta última por meio da joint-venture com a Unilever).

A companhia é empresa componente do Índice Bovespa, importante indicador do mercado de capitais brasileiro, além de estar presente há seis anos o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Este último é composto por uma seleção de companhias comprometidas com a responsabilidade empresarial, ambiental e social.

No ano de 2009, na conjuntura de crise mundial, diversos países passaram a adotar medidas protecionistas a fim de atenuar os efeitos negativos da crise em seus mercados nacionais, visando manter o nível de consumo e de produção interna. O Brasil lançou programas de incentivo ao consumo, como por exemplo a redução do IPI para automóveis, bem como mecanismos de flexibilização monetária, como a redução do compulsório bancário e o corte na taxa SELIC.

Devido a esse cenário de enfraquecimento da demanda internacional, com os países importadores visando a redução de seus estoques, a BRF realizou um corte de 20% no volume de produção de carne visando exportações durante o primeiro trimestre de 2009.¹

Com a retração do mercado internacional e com a necessidade de absorção de produtos commodities, o mercado doméstico presenciou uma saturação da oferta de produtos de menor preço. Para agravar a situação, houve um aumento do consumo de bens duráveis, fator inibidor do consumo de alimentos.

¹ A fim de facilitar a análise, a BRF Brasil Foods divulgou as informações proforma consolidadas, como se a incorporação das ações da Sadia tivesse ocorrido em 1º de janeiro de 2008.

De acordo com relatório publicado pela companhia, A BRF apresentou receita líquida de R\$ 15,9 bilhões no ano de 2009, montante 39,6 % superior ao apresentado no ano anterior, devido à incorporação dos resultados da Sadia. Ao analisar as demonstrações proforma, percebemos queda de 5,4%, devido à conjuntura dos mercados de atuação. O mercado externo atingiu R\$ 12,2 bilhões de receitas, com crescimento de 3,7%, mas sua participação na composição das receitas líquidas caiu 15,6% em relação a 2008, levando em conta a complexidade da situação internacional.

Na base proforma, o custo das vendas caiu 1,8%, o que juntamente com a queda das receitas acarreta uma redução das margens em 2009. O lucro bruto totalizou R\$ 3,6 bilhões, 31,8% superior a 2008, considerando os resultados da Sadia. Essa performance é resultado do desempenho adverso nas exportações e de reflexos expandidos para o mercado interno. Na comparação proforma, o lucro bruto foi de R\$4,7 bilhões, margem de 22,6% ante 25,4% no ano anterior.

O lucro operacional antes das despesas ficou 71,4% inferior a 2008, com margem de 2% ante 6,6% no ano anterior. Esse resultado contempla o fraco desempenho resultante dos efeitos da conjuntura econômica e da volatilidade cambial nas exportações, além da redução de volumes apresentada em alguns mercados, bem como o aumento dos custos de produção e despesas operacionais.

A companhia apresentou uma receita financeira de R\$ 587,7 milhões contra uma despesa financeira de R\$ 4,5 bilhões, devido principalmente às despesas incorridas pela Sadia com os instrumentos derivativos. O lucro líquido atingiu R\$227,6 milhões ante um montante negativo de R\$ 2,4 bilhões registrado no ano anterior, referente às perdas com derivativos. Desconsiderando a perda fiscal com a incorporação da Perdigão Agroindustrial, este resultado líquido acumulado ficaria R\$ 360 milhões no ano de 2009.

Impulsionado pelo grande interesse dos investidores na companhia após o anúncio da fusão, e acrescentando o fluxo de liquidez proporcionado pela oferta primária e pelas incorporações de ações, o volume financeiro médio diário negociado alcançou R\$ 39,2 milhões em 2009, o que equivale a um

aumento de 45,9% em comparação a 2008. A performance das ações da BRF em um momento de instabilidade mundial demonstra o nível de confiança dos investidores na nova companhia e suas diretrizes.

4.1.2 Itaú Unibanco

No dia 3 de novembro de 2008, Itaú e Unibanco assinaram contrato de associação para a unificação das operações financeiras dos dois bancos. Foi o início formal da construção de um dos maiores conglomerados do Hemisfério Sul, com valor de mercado que o situa entre as 20 maiores instituições financeiras do mundo.

O banco Itaú foi fundado em 1945 e tem sua sede em São Paulo. É o braço do Itaú Holding voltado ao varejo, oferecendo serviços de finanças e seguros a mais de 12,4 milhões de pessoas e empresas. Tem atuação na Argentina, Chile, Uruguai, Portugal, Inglaterra, Estados Unidos, Japão e China. O conjunto das empresas é denominado Grupo Itaúsa, uma holding que tem o controle acionário de parte das empresas.

O Unibanco nasceu na cidade de Poços de Caldas, em Minas Gerais, no ano de 1924. O então comerciante João Moreira Salles deu início à história do banco com a Casa Moreira Salles, um estabelecimento comercial com mercadorias variadas, artigos de cozinha e vestuário, que possuía uma seção bancária. No começo dos anos 30, Moreira Salles já operava como correspondente de mais de uma dezena de grandes bancos. No ano de 1967, ocorreu a fusão com o Banco Agrícola Mercantil, que deu origem à União de Bancos Brasileiros S.A, também conhecida como Unibanco. O resultado dessa associação é um banco de capital nacional, com forte presença internacional - já cobrindo com suas operações de banco comercial todos os países do Mercosul.

O novo banco Itaú Unibanco consolida-se em um cenário que encontra o Brasil e o seu sistema financeiro em situação privilegiada, com enormes

possibilidades de melhorar ainda mais a sua posição relativa no cenário global. Nessa etapa de crescimento sustentável do País ganham importância movimentos como este, de fortalecimento das grandes empresas nacionais, a exemplo do que vem ocorrendo em outros setores da economia, ampliando continuamente a capacidade competitiva.

Amadurecido ao longo de 15 meses de diálogo, o Itaú Unibanco nasce a partir de uma forte identidade de valores e visão convergente de futuro. Por isso, os controladores da Itaúsa e Unibanco decidiram constituir uma holding com modelo de governança compartilhada.

O conglomerado resultante da associação apresenta escala, conhecimento e forte base de capital, que o capacitam a reforçar sensivelmente a oferta de crédito ao mercado, correspondendo às expectativas das demandas de empresas e pessoas físicas.

A proposta de integração dos bancos é manter todas as parcerias existentes, preservando as mesmas condições atualmente vigentes. Entre os benefícios que virão desta união, o novo banco será capaz de expandir a oferta de crédito e ampliar a gama de produtos e serviços, bem como assegurar a solidez do sistema financeiro.

O objetivo é aumentar a atuação no Brasil, competir no mercado internacional, apoiar o crescimento das operações de crédito e gerar ganho de escala em todos os segmentos de clientes.

O processo de união entre as instituições é liderado pelo Comitê Superior de Integração, que tem como metas assegurar uma transição tranquila e transparente, garantir a continuidade dos negócios conduzidos por Itaú e Unibanco e discutir novas oportunidades. O Comitê supervisiona as atividades de 19 frentes de trabalho, criadas em novembro de 2008 para mapear processos e identificar as melhores práticas de cada instituição. Os resultados obtidos por esses grupos de trabalho subsidiarão a construção de um novo modelo de negócios para cada uma das diversas áreas de atuação do Itaú Unibanco. As frentes contam com o apoio de consultorias externas, que atuam como facilitadores nessa etapa de transição.

Em dezembro de 2008, as frentes de trabalho apresentaram suas primeiras análises. O Comitê identificou a complementaridade de alguns modelos de negócios e novas oportunidades mercadológicas. A integração total de todas as operações e negócios deve ser concluída até 2011.

O Itaú Unibanco contava, em 31 de dezembro de 2008, com 108 mil colaboradores, um saldo total de ativos de R\$ 632.728 milhões, R\$ 271.938 milhões em operações de crédito, incluindo avais e fianças, e R\$ 600.381 milhões em recursos captados, evidenciando uma sólida situação financeira. Ao longo do ano, o Itaú e o Unibanco estiveram focados no crescimento de suas áreas de negócio destinadas a clientes pessoa jurídica, com destaque para o atendimento à pequena e média empresa, o que contribuiu significativamente para a ampliação dos resultados.

A instituição apresentou um lucro líquido recorrente consolidado de R\$ 10.571 milhões em 2008 ante R\$ 9.779 milhões no ano de 2007, o que corresponde a um acréscimo de 8,1% na comparação dos períodos.¹ O saldo do patrimônio líquido consolidado atingiu R\$ 43.664 milhões em 31 de dezembro de 2008, com crescimento de 7,0% em relação ao ano de 2007. Na mesma data, o saldo total de ativos somou R\$ 632.728 milhões, com acréscimo de 42,4% em relação ao ano anterior.

O retorno recorrente anualizado sobre o patrimônio líquido médio (ROE) atingiu 24,8% em 2008 e o retorno recorrente anualizado sobre o ativo total médio (ROA) alcançou 2,0% no mesmo período.

Diante do acirramento da crise econômico-financeira mundial nos últimos meses de 2008, o saldo das provisões adicionais para créditos de liquidação duvidosa foi ampliado, totalizando R\$ 7.791 milhões. Para tanto, foram revistos os critérios de constituição de provisão adicional para riscos de crédito, incorporando parcela referente aos riscos associados a um cenário mais pessimista para os anos de 2009 e 2010, ainda não completamente coberto pelos cenários históricos observados no passado recente.

Em 2008, a expansão do saldo da carteira de empréstimos e financiamentos constituiu-se em um dos principais elementos responsáveis

pelo desempenho das operações do banco. A ampliação da oferta de crédito para os diversos segmentos de mercado fez com que o saldo da carteira de empréstimos e financiamentos, incluindo os avais e fianças, atingisse R\$ 271.938 milhões ao final de 2008, o que representa um crescimento de 34,0% em relação ao saldo do ano anterior.

As operações de crédito voltadas para as micro, pequenas e médias empresas destacaram-se com acréscimo de 43,2% sobre o saldo da carteira no ano de 2007, enquanto a carteira de crédito das grandes empresas cresceu 41,2% na comparação dos períodos. A parcela da carteira de crédito destinada a clientes pessoa física teve como grande destaque a expansão das operações de financiamento de veículos, as quais tiveram acréscimo de 35,8% em relação ao ano anterior. Já a carteira de crédito pessoal cresceu 8,8% em relação ao ano anterior, indicando a adoção de políticas de crédito mais restritivas, capazes de fazer frente ao aumento do risco associado a um contexto econômico adverso.

A taxa das operações bancárias sensíveis à variação na taxa de juros atingiu 12,4% a.a. em 2008 ante 11,8% a.a. em 2007. Essa elevação decorre da atuação por parte do Banco Central sobre a taxa básica de juros, uma vez que durante os primeiros meses do ano observou-se a deterioração das expectativas de inflação causada por um cenário econômico de forte crescimento dos níveis de atividade e preços, em diversos setores. Entretanto, com o acirramento da crise econômico-financeira mundial no último trimestre de 2008, verificou-se uma rápida mudança das expectativas econômicas, abrindo espaço para a redução da taxa básica de juros a partir daí. A margem financeira das operações bancárias sensíveis à variação na taxa de juros apresentou aumento de 16,0% em relação a 2007, refletindo a elevação da taxa de juros, bem como o aumento de 10,7% no saldo médio dessas operações.

As despesas associadas à assunção de risco de crédito atingiram R\$ 9.720 milhões em 2008, com acréscimo de 38,5% em relação às incorridas em 2007. As despesas com provisão para créditos de liquidação duvidosa somaram R\$ 11.286 milhões, com aumento de 35,5% em comparação com o

ano anterior. Por outro lado, as receitas com a recuperação de operações de crédito anteriormente baixadas como prejuízo totalizaram R\$ 1.566 milhões em 2008, o que equivale a um acréscimo de 19,4% em relação a 2007, resultado da intensificação dos esforços de cobrança que a instituição empreendeu durante o ano.

O Itaú Unibanco constituía provisão adicional ao mínimo requerido pela autoridade monetária, tendo como base a perspectiva de que o nível de reservas deveria ter a robustez necessária para absorver eventuais aumentos de inadimplência revelados por cenários históricos de perda incorrida em situações de stress. No ano de 2008, considerando o cenário econômico de crise e as incertezas a ele associadas, foram revistos os critérios de constituição de provisão adicional para operações de crédito, incorporando uma parcela referente aos riscos de cenário mais pessimista para os anos de 2009 e 2010, sem precedente quando comparado com os cenários históricos observados no passado recente. Assim, o saldo total de provisão adicional atingiu R\$ 7.791 milhões em 31 de dezembro de 2008, enquanto que em 2007 esse saldo era de R\$ 2.150 milhões.

As receitas de prestação de serviços e de tarifas bancárias atingiram R\$ 14.467 milhões em 2008, com aumento de 1,8% em relação a 2007. Os principais fatores responsáveis por esse acréscimo foram a expansão na base de cartões de crédito e o crescimento da base de clientes correntistas. As receitas com cartões de crédito apresentaram aumento de 11,9% no período e a sua expansão decorre do intenso foco do Itaú Unibanco nesse produto, além da crescente utilização dos cartões como meio de pagamento em transações comerciais. A introdução pelo Banco Central do Brasil de alterações na cobrança de tarifas por serviços essenciais, a partir de maio de 2008, juntamente com a adoção de uma política de fidelização de clientes diante do acirramento da concorrência, foram os principais fatores responsáveis pelo fato do crescimento das receitas de prestação de serviços e tarifas bancárias ter sido menos significativo no ano de 2008 do que no ano de 2007.

O total de agências bancárias foi acrescido em 190 unidades, correspondendo a um aumento de 5,1% em relação a 2007. Além disso, houve

um acréscimo de 1,1 milhão de clientes cadastrados para utilização do Internet Banking, o que evidencia incremento ocorrido nas atividades operacionais. O número total de funcionários do conglomerado cresceu com a incorporação de 7.074 novos colaboradores. Esses fatores contribuíram para a elevação de 12,5% das despesas não decorrentes de juros no ano de 2008, asquais totalizaram R\$ 24.541 milhões.

A associação Itaú e Unibanco foi aprovada pelos acionistas em Assembleia Geral Extraordinária de 28 de novembro de 2008, e aprovada pelo Banco Central do Brasil em 18 de fevereiro de 2009. Com isso, o Banco Itaú Holding Financeira S.A. deixou de existir e, junto com o Grupo Unibanco, passou a ser chamado Itaú Unibanco Banco Múltiplo S.A.

As ações do Itaú Unibanco são negociadas nas seguintes bolsas de valores: São Paulo BM&FBOVESPA; Nova Iorque (NYSE); e Buenos Aires (BCBA). Os certificados negociados em Nova Iorque e Buenos Aires são lastreados em ações preferenciais.

O valor de mercado do Itaú Unibanco atingiu R\$ 107,9 bilhões em dezembro de 2008, consolidando sua posição entre as 15 maiores instituições financeiras do mundo. O valor de mercado das ações preferenciais (PN) correspondia, no final de 2008, a aproximadamente 2,4 vezes seu valor patrimonial.

Apesar da volatilidade do mercado de capitais durante o ano de 2008, as ações do Itaú e do Unibanco tiveram desempenho superior aos principais índices da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBOVESPA.

4.1.3. Oi e Brasil Telecom

Maior empresa brasileira de telecomunicações, a Oi oferece transmissão de voz local e de longa distância, telefonia móvel, comunicação de dados,

internet e entretenimento. Com a compra do controle da Brasil Telecom, 2009 a Oi passou a atuar em todo o território nacional.

Em 1998, o Ministério das Telecomunicações decidiu dividir a Telebrás em doze companhias: três holdings das concessionárias regionais de telefonia fixa, uma holding da operadora de longa distância e oito holdings das concessionárias da telefonia móvel Banda A. A maior delas era Tele Norte Leste S.A., Telemar. Hoje atua no país inteiro e na base brasileira da Antártida, além de possuir cabos submarinos e atuar em Moçambique através do Oi Futuro).

Inicialmente a Telemar era composta pelas empresas dos 16 Estados de sua área de atuação. Em 2001 as 25 empresas que compunham a Telemar foram integradas, dando origem a uma empresa única. Em 2002, foi criada a "Oi", braço de telefonia móvel da Empresa, que em 2007 passaria a ser a marca única da empresa e de todos os seus serviços.

A Brasil Telecom S.A é uma empresa de telecomunicações originada da privatização da Telebrás. Conhecida anteriormente como Tele Centro Sul, atuava nos estados de Acre, Rondônia, Tocantins, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Goiás, Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul, além do Distrito Federal. Oferecia serviços de longa distancia nacional e internacional, com o código 14.

A partir de 17 de maio a Brasil Telecom adota o nome Oi, usado pela Telemar. A empresa provia conexão à internet em alta velocidade, oferecia conteúdo 100% banda larga e acesso sem fio com tecnologia Wi-Fi. O grupo também era composto pelos portais e provedores de acesso iG e iBest, que juntos tornavam a empresa a maior provedora de internet da América Latina. A companhia contava com 10,8 milhões de linhas fixas. Em pouco mais de dois anos, a operação celular superou a marca de 5,1 milhões de acessos, desempenho que surpreendeu o mercado mundial de telecomunicações e que lhe garantiu a primeira posição em conquista de market share.

A criação de uma empresa privada de escala, com atuação em todo o território nacional e, principalmente, genuinamente brasileira, é um marco na

história das telecomunicações do nosso país. A superação de todas as etapas legais e regulatórias consumiu cerca de oito meses, culminando com a anuência prévia da Anatel em 19 de dezembro de 2009, formalizada no Ato nº 7.828. Tal processo permitiu finalizar, em janeiro de 2009, a compra do controle acionário da Brasil Telecom Participações (BrTP) pela Telemar Norte Leste (TMAR). O início do ano sinalizava um momento crucial para a companhia, quando se deveria escolher entre duas alternativas: (a) continuar focando as nossas operações na região original de atuação da Oi ou (b) expandir as atividades para o restante do Brasil, participando ativamente dos movimentos de consolidação que estariam por vir. Cada uma das opções, obviamente, traria consequências bastante distintas. A primeira manteria a companhia em situação de conforto operacional e muito bem posicionada financeiramente. No entanto, certamente haveria um momento de esgotamento da capacidade de crescimento, principalmente em função da maturidade dos mercados de atuação. No longo prazo, portanto, este modelo poderia não ser sustentável do ponto de vista estratégico, o que fatalmente traria reflexos no valor do negócio e na própria sobrevivência da Oi como empresa brasileira. A segunda opção era agir proativamente e liderar o inevitável processo de consolidação do setor, reconhecidamente muito pulverizado no Brasil. Neste sentido, a empresa decidiu pela aquisição do controle da Amazônia Celular, assim como a das frequências de 3G e 2G que permitiria iniciar as operações no estado de São Paulo.

A seguir, a companhia buscou a autorização para atuar como prestadora de serviços de TV por assinatura via satélite (DTH) e, em abril de 2008, anunciou a intenção de compra da Brasil Telecom. A ideia de se criar uma grande companhia brasileira de telecomunicações era estrategicamente, a única real alternativa que garantiria a perenidade de uma organização controlada e administrada por brasileiros e para brasileiros. E isto só poderia ocorrer através da aquisição da Brasil Telecom, que atua em região complementar à da Oi, com vistas a competir em igualdade de condições com as multinacionais instaladas no Brasil.

Liderar o movimento de consolidação do mercado daria à Oi uma escala operacional comparável à de empresas de países mais desenvolvidos, o que

seria de fundamental importância para a sua sobrevivência no mercado brasileiro. Além disso, também possibilitaria, no futuro próximo, movimentos expansionistas, inclusive em nível internacional. Com a aquisição da Brasil Telecom, criou-se uma empresa brasileira, de amplitude nacional, que já começa sua história com 56 milhões de usuários, e porte para competir de forma equilibrada no País e no exterior. A nova Oi passa a fazer parte do grupo de operadoras com cobertura móvel em todo o Brasil e com uma rede de transporte de dados nacional (backbone), o que a deixa apta a tornar-se líder do mercado corporativo de dados do País.

A receita bruta consolidada da nova empresa formada por Oi e Brasil Telecom foi de R\$ 27.197 milhões em 2008, registrando crescimento de 8,1% comparado aos R\$ 25.153 milhões reportados em 2007. O aumento foi devido, principalmente, à expansão dos serviços de telefonia móvel, de transmissão de dados e de banda larga, que superaram a redução das receitas dos serviços de telefonia fixa (excetuando-se dados). De maneira geral, o desempenho dos serviços de telefonia fixa mostrou receitas com ligeiro acréscimo em relação a 2007. A receita bruta com serviços e dados foi 18% superior à de 2007 (R\$ 518 milhões), sendo a principal alavanca das receitas de telefonia fixa. A telefonia móvel foi outra fonte de crescimento, cuja receita evoluiu 44,3% no ano (R\$ 1.965 milhões).

Cabe mencionar que esse resultado contempla R\$ 361 milhões de receitas provenientes da TNCP. Os principais destaques de 2008 foram: as receitas de assinaturas evoluíram 49,3%, em decorrência da maior base média de usuários pós-pagos; maiores receitas de chamadas originadas, também devido à expansão da base média de clientes, com grande impacto dos clientes pré-pagos, impulsionados pela campanha Oi Ligadores; a remuneração pelo uso de rede aumentou 22,3%, em função do maior tráfego, além da elevação da tarifa de interconexão ocorrida em julho; a receita de dados e serviços de valor adicionado cresceu 65,7%, em função do aumento no volume de SMS e assinatura de dados dos clientes 3G.

Em 2008, a receita de telefonia móvel representou 23,5% da receita bruta consolidada (17,6% em 2007), sendo responsável por 96,1% do

crescimento anual da receita total consolidada. Os custos e despesas operacionais (depreciação/amortização) somaram R\$ 12.668 milhões. O acréscimo de R\$ 1.601 milhões, registrado na comparação anual, é resultado de maiores despesas de pessoal (+ 21,5%), serviços de terceiros (+ 18,7%), publicidade e propaganda (+ 63,7%), PDD – provisão para devedores duvidosos (+ 23,1%) e outras despesas operacionais (+ 37,5%) e contempla R\$ 383 milhões de despesas não recorrentes relacionadas à aquisição do controle acionário da Brasil Telecom. Desconsiderando ambos os efeitos não recorrentes, os custos e despesas operacionais teriam apresentado elevação de R\$ 1.049 milhões, sendo R\$ 387 milhões pela consolidação da TNCP, R\$ 217 milhões pelo início das operações móveis em São Paulo e R\$ 445 milhões referentes às operações correntes da companhia. Em 2008, o EBITDA consolidado acumulou R\$ 6.068 milhões, com margem de 32,4%, registrando redução de 6,9% em relação a 2007. Esta variação foi influenciada por eventos não recorrentes negativos em 2008 e positivos em 2007, bem como por despesas iniciais relativas ao lançamento das operações móveis em São Paulo, mencionados anteriormente. Desconsiderando somente os efeitos não recorrentes, o EBITDA de 2008 teria sido de R\$ 6.451 milhões, ou 1,6% superior ao registrado em 2007, refletindo margem de 34,4% (36,1% em 2007). O lucro líquido após os impostos, contribuições sociais e participação de minoritários atingiu R\$ 1.154 milhões (R\$ 3,02 por ação e US \$ 1,62/ADR), 50,2% inferior ao de 2007. O recuo de R\$ 1.163 milhões em relação ao e 2007 ocorreu basicamente, pelos seguintes motivos: variação negativa no EBITDA (R\$ 449 milhões), que inclui efeitos não recorrentes negativos de R\$ 383 milhões em 2008 e positivos em R\$ 169 milhões em 2007; maiores despesas financeiras líquidas (R\$ 906 milhões) em face do aumento do volume de dívida contratada, conjugado com o impacto da desvalorização do real sobre a parcela da dívida não hedgeada e pelo aumento da taxa de juros no mercado brasileiro; redução da provisão para imposto de renda e contribuição social (efeito positivo de R\$ 140 milhões) devido aos efeitos descritos anteriormente e ao reconhecimento do lucro da exploração do ano; e redução na participação de minoritários (+R\$ 246 milhões).

Em 2008, a Oi completou dez anos de negociação de suas ações na Bolsa de Nova York (NYSE). Para marcar a data, a empresa realizou evento em comemoração na bolsa norte-americana, com a participação de diversos membros do Conselho de Administração e do presidente da companhia. A Oi apresentou seu desempenho operacional desde sua criação e detalhou sua estratégia e planos para o futuro. O evento contou com inúmeros participantes entre investidores, analistas, jornalistas e banqueiros, e foi concluído com os representantes da Oi encerrando formalmente o pregão do dia, ritual emblemático da NYSE.

Outro marco importante em 2008 para a companhia foi o seu ingresso, pela primeira vez, na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa, indicador de referência para o investimento socialmente responsável e indutor de boas práticas no meio empresarial brasileiro. No ano de 2008 o capital da companhia, de R\$ 5.448.730.783,63, era representado por 391,8 milhões de ações.

As dificuldades enfrentadas pelos bancos internacionais, deflagrando uma crise financeira sem precedentes e o temor de uma recessão global, levaram o mercado a níveis de perdas históricas. Interrompendo a sequência de cinco anos de valorização, o índice Bovespa fechou o ano com desvalorização de 41,2%. Na contramão dos principais índices, nossas ações preferenciais (TNLP4) fecharam o ano cotadas a R\$ 32,2, com ganho de 6,5% em 2008. Com isso, ficaram entre as dez ações do Ibovespa que tiveram valorização no período. Na Bolsa de Nova York (NYSE), os ADRs da companhia atingiram US\$ 13,9, queda de 17,8%, basicamente devido à apreciação do dólar frente ao real (31,9%). As ações ordinárias (TNLP3) tiveram desvalorização de 26,3% no ano. Ao final de dezembro de 2008, os ADRs, negociados na NYSE, representavam 50,3% das ações preferenciais (128,2 milhões de ADRs) e figuravam entre os papéis brasileiros de maior liquidez na NYSE: décima posição em quantidade de papéis negociados dentre as empresas brasileiras.

4.1.4. Pão de Açúcar e Ponto Frio

No dia 8 de junho de 2009, o Grupo Pão de Açúcar, cuja razão social é Companhia Brasileira de Distribuição, adquiria as redes Ponto Frio e tornaria a exercer a liderança no segmento varejista no Brasil. A sede do grupo localiza-se em São Paulo.

O grupo teve origem com a fundação da doceria Pão de Açúcar, em 1948 por Valentim dos Santos Diniz (1913-2008), que posteriormente se tornou uma rede de supermercados. Desde 2003 o conselho de administração é presidido por seu filho, Abílio Diniz.

Com market share de 14,8% e vendas totais de R\$ 26,2 bilhões em 2009, o Grupo Pão de Açúcar é o líder no segmento varejista do Brasil. A rede fechou o ano de 2009 presente em 18 estados e no Distrito Federal, com 1.080 lojas, mais de 1,7 milhão de metros quadrados de área de vendas, cerca de 80 mil colaboradores e 18 centrais de distribuição.

Sua atuação é sustentada por uma estrutura multiformato, com um equilíbrio entre supermercados, hipermercados, lojas de produtos eletrônico-elerodomésticos, lojas de conveniência, "atacarejo" e operações de comércio eletrônico, que visam atender às necessidades de consumidores de diferentes regiões e classes socioeconômicas.

A companhia tem, desde 1995, as suas ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (PCAR5) e desde 1997 ADR's na New York Stock Exchange (CBD). Desde a abertura de capital, a Companhia apresentou crescimento médio de vendas de 19% ao ano.

O Ponto Frio foi fundado em 1946, na cidade do Rio de Janeiro, quando Alfredo João Monteverde apostou na importação e venda de produtos como máquinas de costura e refrigeradores. Os produtos importados, especialmente os eletrodomésticos, despertaram o interesse dos consumidores de tal maneira, que acabaram determinando a necessidade de abertura de uma loja

para exposição das novidades e para a satisfação de suas necessidades de consumo. Dentre os produtos importados, o refrigerador americano “Cold Spot” alcançou tanto sucesso nas vendas e aceitação dos consumidores, que a empresa passou a ser conhecida como Ponto Frio, nome fantasia criado a partir da tradução do nome Cold Spot.

O Ponto Frio (razão social Globex Utilidades S/A) possui hoje 456 lojas nos principais estados do país. Além disso, possui a operação de vendas para pequenos e médios varejistas e o canal de vendas corporativas, pelo qual comercializa seus produtos diretamente a empresas com o fim de consumo.

Em paralelo à venda de produtos, a Companhia oferece aos seus clientes outros serviços, que funcionam como instrumentos de fidelização, tais como: garantias especiais de compra, seguros, recarga de celulares e serviços de correspondente bancário.

Por meio do Banco Investcred, controlada da Globex, atua também na comercialização de produtos e serviços financeiros através do financiamento das vendas a prazo. Os serviços prestados pelo Investcred reforçam a estratégia da Companhia de agregar conveniência e disponibilidade de diferentes modalidades de crédito aos clientes.

Com a aquisição do Ponto Frio, o Grupo Pão de Açúcar reassume a liderança do varejo brasileiro. A posição pertencia a rede Carrefour, que assumiu o primeiro lugar após a aquisição da rede de hipermercados Atacadão, em 2007. Essa retomada de posição custou ao Grupo R\$ 824,5 milhões de reais.

O lucro bruto do Grupo atingiu R\$5760,4 milhões e a margem bruta foi de 24,8%, incluindo as atividades da rede Ponto Frio a partir do terceiro trimestre de 2008. Em 2009, as despesas operacionais totais representaram 18,3% das vendas líquidas e, em termos absolutos, totalizaram R\$ 4.259,3 milhões.

Em 2009, o EBITDA foi de R\$ 1.530,4 milhões, um crescimento de 15,7% em relação a 2008 e acima da meta estabelecida para 2009, de R\$ 1,5

bilhão, excluindo Ponto Frio. A margem EBITDA atingiu 7,4%, uma melhora de 0,1 ponto percentual em comparação com o mesmo período de 2008. O resultado consolidado com Ponto Frio apresenta EBITDA de R\$ 1.501,1 milhões e a margem EBITDA, de 6,5%.

Em 2009, o resultado financeiro líquido do Grupo foi negativo em R\$ 244,7 milhões, um recuo de 5,3% em relação ao último trimestre de 2008, principalmente em função do efeito de marcação a mercado e da atualização de ativos/passivos que superaram os ganhos com a queda da taxa de juros (CDI) e da dívida líquida no período.

O Grupo cumpriu com a meta estabelecida para o ano (Dívida Líquida/EBITDA < 1x) atingindo uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 0,44x. Esse indicador reflete a adoção de uma política de manutenção de uma sólida estrutura de capital, por meio da continuidade do controle de despesas e de investimentos. Ao levar em conta a operação do Ponto Frio, a relação Dívida Líquida/EBITDA foi de 0,47x, também abaixo da meta estabelecida para o ano, mesmo considerando a consolidação.

Em 2009, o lucro líquido foi de R\$ 597,5 milhões, representando 2,9% como percentual de venda líquida, um aumento de 1,5 ponto percentual em comparação a 2008. O lucro líquido do Grupo, ao consolidar com o Ponto Frio, foi de R\$ 591,6 milhões, com margem líquida de 2,5%.

No último trimestre de 2009, as vendas brutas do Grupo Pão de Açúcar cresceram 41,1% em relação a 2008, totalizando R\$ 8.359,0 milhões. As vendas líquidas atingiram R\$ 7.454,9 milhões, um aumento de 45,0% no período.

Ao analisarmos apenas os dados da Globex S.A, notamos que as vendas brutas totalizaram R\$ 4.710,9 milhões, um crescimento de 5,5% em relação a 2008. As vendas líquidas atingiram R\$ 3.951,8 milhões, com crescimento de 11,4% em comparação ao mesmo período do ano anterior. A partir do 2º semestre, com a conclusão de transferência de controle para o GPA, diversas decisões foram tomadas com o objetivo de retomar o

crescimento de vendas como: (i) maior disponibilidade de mercadorias nas lojas; (ii) campanhas em mídias mais agressivas e abrangentes; (iii) maior disponibilidade de crédito, como a ação de integração das bases de cartões do GPA, que viabilizou a utilização de cartões do Grupo nas lojas do Ponto Frio; e (iv) campanhas e ofertas durante as comemorações natalinas. Como resultado, as vendas brutas de mercadorias do 2º semestre atingiram um crescimento de 14,9%. O lucro bruto totalizou R\$ 683,8 milhões, um recuo de 2,2% em relação a 2008. A margem bruta atingiu 17,3%, uma redução de 2,4 pontos percentuais

As despesas operacionais totais da Globex atingiram R\$ 1.026,9 milhões, um crescimento de 64,0% em relação a 2008. Esse desempenho foi impactado principalmente pelos gastos: (i) eventos não recorrentes de gastos com reestruturação de R\$ 79,0 milhões; (ii) harmonização de práticas contábeis de R\$ 176,5 milhões; e (iii) despesas operacionais com PontoFrio.com que iniciou suas vendas a partir de dezembro/08, no valor de R\$ 105,0 milhões; totalizando R\$ 360,5 milhões em 2009. Excluindo-se esses eventos, o crescimento das despesas operacionais totais teria sido de 6,4% em relação ao ano de 2008. O EBITDA totalizou um valor negativo de R\$ 343,1 milhões, versus um resultado positivo de R\$ 72,9 milhões em 2008. Esse desempenho foi impactado pelos gastos não recorrentes com reestruturação e harmonização de práticas contábeis, que totalizaram R\$ 255,5 milhões em 2009. Excluindo-se esse efeito, o EBITDA de 2009 teria sido negativo em R\$ 87,6 milhões. O resultado financeiro líquido totalizou R\$ 78,6 milhões negativos, um crescimento de 120,8% em relação ao mesmo período do ano anterior. Desconsiderando-se os eventos acima, o resultado financeiro líquido de 2009 seria de R\$ 43,0 milhões negativos, um crescimento de 20,8% em relação ao ano de 2008.

O Grupo Pão de Açúcar integra o índice Ibovespa, o IGC, que reúne empresas com ações diferenciadas de Governança corporativa e o IBX-50, das 50 empresas que apresentam os maiores índices de liquidez da Bovespa. Em 2009, em decorrência da retomada da economia, que incentivou a forte entrada de recursos de investidores internacionais, o Ibovespa encerrou o ano com valorização de 82,7%. No mesmo ritmo, as ações preferenciais (PCAR5) da

Companhia também apresentaram desempenho positivo e encerraram o exercício cotadas a R\$ 65,02, com valorização de 109,9% em relação a 2008.

O volume total negociado na Bovespa no ano foi de R\$ 6,3 bilhões, com um volume médio diário negociado de R\$ 25,6 milhões. O lucro por ação foi de R\$ 2,32, valor 83,0% superior ao registrado no ano anterior. Os ADRs Nível III (CBD) encerraram o ano com valorização de 172,6%, enquanto o índice Dow Jones apresentou valorização de 20,2% em 2009. Os papéis fecharam o ano cotados a US\$ 75,12. O volume total negociado foi de US\$ 2,7 bilhões (45,3% inferior ao ano anterior), enquanto o volume médio diário negociado ficou em US\$ 11,7 milhões. As ações do Grupo foram negociadas em 100% dos pregões da Bovespa e NYSE. Ao final do ano, o valor de mercado da Companhia era de R\$ 16,6 bilhões, o que representa 2,5 vezes o seu valor patrimonial.

4.1.5. Resultados Estatísticos do Teste Chow

O Quadro 1 apresenta os resultados encontrados ao realizar-se o teste de Chow no programa estatístico MatLab.

Os resultados estatísticos não foram conclusivos. Através do Teste de Chow foram encontrados indícios de que após as fusões houve mudanças no comportamento dos retornos das companhias, como apresentado no quadro de resultados. Contudo, deve-se levar em consideração o fato da amostra passar por um período de forte perturbação iniciado no final de 2007 com agravamento em 2008. Assim, pode-se estar identificando apenas uma redução na volatilidade que ocorreu no período pós-crise no mercado com um todo e não na ação.

BRF			
Chow Breakpoint Test: 1/28/2009			
F-statistic	21,281	Probability	0
Log likelihood ratio	41,777	Probability	0
Chow Breakpoint Test: 5/19/2009			
F-statistic	31,51	Probability	0
Log likelihood ratio	61,195	Probability	0
Itaú Unibanco			
Chow Breakpoint Test: 11/03/2008			
F-statistic	2,7506	Probability	0,0644
Log likelihood ratio	5,5088	Probability	0,0636
Chow Breakpoint Test: 3/03/2008			
F-statistic	2,0574	Probability	0,1284
Log likelihood ratio	4,1234	Probability	0,1272
Pão de Açúcar e Ponto Frio			
Chow Breakpoint Test: 6/08/2009			
F-statistic	8,8506	Probability	0,0002
Log likelihood ratio	17,608	Probability	0,0002
Chow Breakpoint Test: 10/01/2008			
F-statistic	0,282	Probability	0,7544
Log likelihood ratio	0,5663	Probability	0,7534
Oi e Brasil Telecom			
Chow Breakpoint Test: 10/10/2008			
F-statistic	7,6118	Probability	0,0005
Log likelihood ratio	15,163	Probability	0,0005
Chow Breakpoint Test: 1/07/2008			
F-statistic	1,422	Probability	0,2418
Log likelihood ratio	2,8523	Probability	0,2402

QUADRO 1 – RESULTADOS ESTATÍSTICOS

FONTE: Elaborado pela autora

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Até setembro de 2010, o número acumulado de negócios de fusões e aquisições registra 564 transações, volume 28% maior em relação ao mesmo período do ano anterior, e recorde histórico para o período. Esse número demonstra o momento favorável em que o Brasil se encontra, não só em nível nacional, como também internacional.

Além de firmar sua atratividade como destino de investimentos, as empresas brasileiras tem apresentado ativa participação como compradoras no mercado internacional. No mundo todo verificamos a recuperação das atividades de fusões e aquisições, mas o Brasil apresenta uma curva mais acelerada. No Brasil, com relação ao mesmo período de 2007, o crescimento é de 8% no número de negócios anunciados.

Esses números e os recentes retornos positivos obtidos pelas novas companhias formadas através dessas transações levam a concluir que as fusões e aquisições estão sim afetando de maneira positiva as companhias envolvidas, e conseqüentemente, seus acionistas. Algumas operações, como é o caso da BRF, podem trazer em um primeiro momento, um decréscimo da margem e do lucro obtidos, mas isso não parece desanimar os investidores, que estão conscientes que tais aplicações, se bem estruturadas, tendem a desenvolver retornos positivos a médio e longo prazo.

Outro fator que parece ter afetado a quase todos os setores estudados é a situação de cautela em que o mercado internacional se encontra. Com a crise

de 2008, diversos países passaram a lidar com uma situação delicada em sua economia, sendo obrigados a adotar políticas protecionistas. Dessa maneira, empresas brasileiras que exportam seus produtos a esses países acabam sofrendo com o aumento de taxações sobre seus produtos e com a queda na compra dos mesmos, ambos fatores redutores de seu lucro. De uma maneira geral, entretanto, pode-se afirmar que nos casos estudados, as operações de fusões e aquisições atingiram seu objetivo de aumentar a riqueza dos acionistas.

Os testes estatísticos apresentados não foram capazes de concluir uma mudança estrutural nas séries de retornos das ações. As probabilidades de que essas existissem ficaram muito próximas de zero, o que nos leva a aceitar a hipótese nula de que não houve mudanças nas médias dos retornos das ações nos períodos considerados.

BIBLIOGRAFIA

BERNSTEIN, Peter L. **A história do mercado de capitais**. Rio, campus, 2007.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: A fascinante história do risco**. Rio, Campus, 1997.

CAMARGOS, M. A. **Eficiência Informacional do mercado de capitais brasileiro pós Plano Real: um estudo de evento dos anúncios de fusões e aquisições**. Belo Horizonte, 2002

COASE, R. **The Nature of the Firm**. *Economica*, 1937

DAMODARAN, A. **A face oculta da avaliação**. São Paulo, Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**. Rio, Qualitymark, 1999.

FAMA, Eugene F., **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, *Journal of Finance*, 1970.

FIRTH, M. **Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm**. *The quarterly journal of economics*, 1980.

GRINBLAT, M; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégias corporativas**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ITAÚ. Site Institucional. Disponível em <<http://www.itaubr.com.br/>>. Diversos acessos.

KLOECKNER, G. O. **Fusões e Aquisições: motivos e evidência empírica**. Revista de Administração, São Paulo, v.29, 1994.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MANDELBROT, B.; HUDSON, R.L. **Mercados financeiros fora de controle: A teoria dos fractais explicando o comportamento dos mercados**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2004

MUTH, John F; **Rational Expectations and the Theory of Price Movements**, Econometrica, 1961.

OI E BRASIL TELECOM. Site Institucional. Disponível em <<http://www.oibrasil.com.br/>>. Diversos acessos.

PÃO DE AÇÚCAR. Site Institucional. Disponível em <<http://www.paodeacucar.com.br/>>. Diversos acessos.

PERDIGÃO. Site Institucional. Disponível em <<http://www.perdigao.com.br/>>. Diversos acessos.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2005.

PONTO FRIO. Site Institucional. Disponível em <<http://www.pontofrio.com.br/>>. Diversos acessos.

ROESCH, S. M. A. **Projeto de Estágio e de Pesquisa em Administração**. Atlas, 2005.

ROSS, S. A; WESTERFIELD, R. W; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

ROSS, S. A; WESTERFIELD, R. W; JORDAN, B. D. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Ed. Atlas, 2ª edição, 2002.

SADIA. Site Institucional. Disponível em
<<http://www.sadia.com.br>>.Diversos acessos.

TALEB, Nassim N. **The black swan: The impact of the highly improbable**. London, Penguin Books, 2007.

UNIBANCO. Site Institucional. Disponível em
<<http://www.unibanco.com.br/>>.Diversos acessos.

Yin, R. K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. Tradução Daniel Grassi. 2. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.