

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS

Rafael da Silva Ely

O PROCESSO DE FUSÃO DROGASIL S.A. E DROGA RAIA S.A.:
Um estudo sobre valorização e sinergias

Porto Alegre

2012

Rafael da Silva Ely

O PROCESSO DE FUSÃO DROGASIL S.A. E DROGA RAIA S.A.:
Um estudo sobre valorização e sinergias

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

Orientador: Prof. Me. Roberto Lamb

Porto Alegre

2012

Rafael da Silva Ely

O PROCESSO DE FUSÃO DROGASIL S.A. E DROGA RAIA S.A.:

Um estudo sobre valorização e sinergias

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

Orientador: Prof. Me. Roberto Lamb

Conceito final:

Aprovado em _____ de _____ de _____

BANCA EXAMINADORA

Prof.

Orientador Prof. Me. Roberto Lamb

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao meu orientador, professor Roberto Lamb, pelo auxílio, paciência e orientação durante a construção deste trabalho.

Gostaria de agradecer também a minha família. Aos meus pais, pelo amor e apoio incondicional e pelo exemplo de pessoas que eles representam em minha vida. Aos meus irmãos, pelo companheirismo e amor nestes anos todos.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul, em especial à Escola de Administração, pela excelência no ensino, na formação de profissionais expoentes no mercado e pela possibilidade de construir amizades as quais pretendo levar mesmo após a conclusão do curso.

Aos colegas da faculdade, os quais muito tornaram-se amigos nestes cinco anos de convivência.

As empresas que trabalhei e aos colegas destas empresas que contribuíram para o meu crescimento profissional.

Por fim, gostaria de agradecer a minha noiva, Nátaly Timm Y Castro, pelo amor e companheirismo incondicionais nestes cinco anos e pela compreensão à minha ausência nestes últimos meses, em decorrência da elaboração deste trabalho.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo apresentar um estudo sobre o retorno gerado ao acionista após o evento de fusão entre duas companhias do mercado varejista farmacêutico. Para tanto, foi realizado um estudo empírico, para verificar se os acionistas das empresas obtiveram retornos positivos e, conseqüentemente, sua riqueza aumentada após o processo de união empresarial. Inicialmente, é apresentado o referencial teórico sobre o tema Fusões e Aquisições, o conceito de sinergia, bem como a legislação que regula este tema. Após, apresenta-se a Teoria da Firma e da Agência que serve de base para explicar os processos de F&A, bem como os motivos para as Fusões e Aquisições. Encerra-se o referencial teórico com um panorama destes eventos no mercado brasileiro e no mercado farmacêutico brasileiro. Na parte prática do estudo, calculou-se o retorno gerado ao acionista, utilizando-se de dados de cotações diárias e do índice IBOVESPA, retirados do *software* Economática. A técnica utilizada para verificação do retorno gerado ao acionista foi o Estudo de Evento. O período analisado foi de seis meses anteriores e seis meses posteriores ao evento. Através destes dados foi possível, também, estudar a mudança da percepção do risco da ação pelo mercado após o evento de fusão. Verificou-se, também, o surgimento de sinergias operacionais decorrentes deste processo, através da análise dos principais indicadores das companhias, publicados nos *releases* de resultados trimestrais das empresas. Concluiu-se que, de maneira geral, os retornos obtidos pelos acionistas no curto prazo são positivos, permitindo-os aumentar sua riqueza. O risco sistemático também obteve melhora após o processo, bem como constatou-se a criação de sinergias operacionais com a criação da nova companhia.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Estudo de Evento, retorno para o acionista, risco sistemático, sinergias operacionais.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Ondas de fusões e aquisições.....	15
Figura 1 – Variedades de transferência de controle.....	25
Gráfico 1 – Evolução nas transações no mercado brasileiro.....	31
Gráfico 2 – Número de transações por setores	31
Figura 2 – Etapas do Estudo de Evento.....	36
Figura 3 – Linha do tempo para um Estudo de Evento	37
Tabela 1 – Retornos anormais no período estudado	43
Gráfico 3 – Evolução do retorno anormal após a fusão	44
Gráfico 4 – Evolução do desempenho RADL3 x IBOVSPA	45
Tabela 2 – Evolução do risco sistemático	47
Gráfico 5 – Evolução do valor de mercado	48
Gráfico 6 – Evolução do faturamento	49
Gráfico 7 – Evolução das despesas com vendas frente ao faturamento.....	49
Gráfico 8 – Evolução das despesas gerais e administrativas frente ao faturamento.....	50
Figura 4 – Participação geográfica da Raia Drogasil S.A.	51
Gráfico 9 – Evolução da margem EBTIDA.....	51

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	10
1.2 JUSTIFICATIVA	11
2 OBJETIVOS	13
2.1 OBJETIVO GERAL	13
2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	13
3 REFERENCIAL TEÓRICO SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES	14
3.1 CONCEITOS.....	16
3.1.1 Tipos de sinergias	17
3.1.1.1 Aumento de receitas.....	17
3.1.1.2 Redução de custos	17
3.1.1.3 Benefícios fiscais	18
3.1.1.4 Redução do custo de capital	18
3.1.2 Conceito jurídico	19
3.2 ASPECTOS LEGAIS.....	19
3.2.1 Aspectos contábeis	19
3.2.2 Aspectos tributários	20
3.2.3 A lei antitruste	21
3.2.3.1 A nova lei antitruste	23
3.3 TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	24
3.4 TOMADA DE CONTROLE (<i>TAKEOVER</i>)	24
3.5 TEORIA DA FIRMA E DA AGÊNCIA	26
3.6 MOTIVOS PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	29

3.7 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO.....	30
3.8 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO FARMACÊUTICO BRASILEIRO ..	32
4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	34
4.1 ABORDAGEM E TÉCNICA DA PESQUISA	34
4.2 UNIDADES DE ANÁLISE	35
4.3 METODOLOGIA	35
4.3.1 Estudo de evento	35
4.3.1.1 Etapas	36
4.3.1.1.1 Definição do evento.....	36
4.3.1.1.2 Critério de seleção	37
4.3.1.1.3 Medição dos retornos normais e anormais	37
4.3.1.1.4 Resultados empíricos.....	39
4.3.1.1.5 Interpretações e conclusões.....	39
4.3.1.2 Operacionalização da pesquisa.....	39
4.3.1.2.1 Evento	39
4.3.1.2.2 Seleção da amostra	40
4.3.1.2.3 Medição dos retornos normais e anormais	41
4.3.2 Análise das sinergias operacionais	41
5 ANÁLISE DE RESULTADOS	43
5.1 RETORNO DAS AÇÕES	43
5.2 ALTERAÇÃO NO RISCO SISTEMÁTICO	46
5.3 ANÁLISE DAS SINERGIAS OPERACIONAIS.....	47
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	53
ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE PESQUISA.....	55
ANEXO B – FATOS RELEVANTES DEFINIDORES DA JANELA DE EVENTO	58

ANEXO C – CRONOGRAMA DOS PRINCIPAIS ACONTECIMENTOS NO	
PROCESSO DE FUSÃO.....	63
REFERÊNCIAS.....	64

1 INTRODUÇÃO

Os processos de fusões e aquisições (F&A) constituem um mecanismo utilizado pelas grandes corporações que visam o aumento de sua lucratividade, a busca de novos mercados e respostas a processos de aquisições indesejadas, desencadeadas pela concorrência. Mais comuns em mercados desenvolvidos, como os EUA, as F&A começaram a aparecer no mercado brasileiro a partir de sua abertura comercial, ocorrida no início dos anos 90.

O início destes processos está ligado ao advento da Revolução Industrial, ocorrida no século XVIII na Inglaterra, que estabeleceu o Capitalismo como modo de produção predominante (CAMARGOS E BARBOSA, 2003). Conforme afirmam Weston e Brigham (2000), a primeira onda de fusões e aquisições teve início no fim do século XIX, nos EUA, através das consolidações ocorridas nas indústrias de aço, petróleo e tabaco. A segunda ocorreu na década de 1920, impulsionada pelo crescimento do mercado de capitais. A terceira onda, ocorrida nos anos 1960, foi marcada pelas fusões de tipo conglomerado. A quarta, e última onda, iniciou na década de 1980, influenciada pela globalização, e perdura até hoje.

Existem diversos estudos científicos sobre os processos de F&A, em sua grande maioria realizados em mercados mais desenvolvidos, como os EUA e a Inglaterra, mas nenhum deles parece mostrar de forma clara as razões que levam as empresas a integrar suas estruturas. De modo geral, não há uma teoria que sirva de arcabouço para comprovar o real benefício deste processo, mas pode-se encontrar um conjunto de explicações que buscam dar-lhe legitimidade (KLOECKNER, 1994). Muitas destas explicações estão ligadas a Teoria da Firma e da Agência.

A Teoria da Agência surge a partir da constatação do fenômeno da dissociação entre propriedade e gestão, muito comum em grandes corporações e sociedades por ações. Aqueles que conduzem e gerenciam a empresa no dia a dia (executivos) possuem interesses muitas vezes conflitantes com aqueles que possuem a propriedade da empresa (acionistas), o que acaba impactando nas decisões em nível estratégico destas companhias.

Por este motivo, muitas discussões surgiram ao longo do tempo, a partir do advento destes processos de união empresarial e o real benefício que isto gera no valor da empresa e, conseqüentemente, no retorno ao acionista.

Na pesquisa realizada para este trabalho, através de repositórios digitais de universidades brasileiras (LUME – UFRGS, Biblioteca Digital – USP), houve dificuldade em encontrar artigos em quantidade sobre o assunto, muito em função destes processos serem relativamente recentes no mercado brasileiro.

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A aquisição de uma empresa por outra é, essencialmente, uma decisão de investimento. Conforme afirmam Weston e Brigham (2000), nestes casos aplica-se uma análise típica de finanças: a determinação do valor presente líquido dos fluxos de caixa da empresa a ser adquirida. Se o resultado desta análise de VPL for positivo – ou seja, maior do que o preço oferecido para se adquirir a empresa-alvo – então a empresa adquirente deve prosseguir com a compra. De maneira análoga, os administradores da empresa adquirida, para aceitar a proposta de compra, devem avaliar se a quantia oferecida pela empresa supera o VPL dos fluxos de caixa que eles esperam receber no futuro. Se o resultado for positivo (preço maior do que o VPL dos fluxos de caixa), os administradores devem aceitar a compra. Bruner (2001) cita também a importância de analisar o retorno requerido pelos investidores, através da taxa interna de retorno (TIR), que mensura o retorno de determinado investimento em relação a outro de mesmo risco. Entretanto, a decisão de comprar ou vender uma companhia a outra não se restringe a análises financeiras, pois existem questões complexas de serem determinadas. Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2002) é muito difícil mensurar o valor presente líquido de uma empresa a ser adquirida. Por este motivo, a discussão sobre este assunto assume importância.

No cenário atual, com mercados globalizados, onde acontecimentos ocorridos em diferentes partes do mundo afetam mercados de diferentes regiões, as empresas encontram-se pressionadas a alcançar solidez financeira, eficiência operacional e presença cada vez maior no mercado em que atuam, assim como buscar novos mercados. Para garantir o atingimento destes objetivos e buscar minorar os efeitos

de crises econômicas, muitas empresas encontram na união de suas estruturas uma forma rápida de crescer e procurar manter-se sólidas em períodos de incerteza. Neste sentido, as F&A são, inegavelmente, um assunto que merece ser discutido. Por tratar-se de um processo complexo e, muitas vezes, imprevisível, o entendimento de suas razões e impactos nas empresas envolvidas é de suma importância.

Sobre os motivos e razões que levam a um processo de F&A Wood, Vasconcelos e Caldas (2004, p. 43) afirmam:

Muitos processos de fusão e aquisição podem ser explicados não apenas por razões práticas e objetivas, mas também por interesses pessoais dos executivos ou pela tendência que as empresas têm de seguir umas às outras.

Diferentes teorias dissertam sobre os motivos que levam as empresas a união empresarial. A primeira, fundamentada na Teoria Neoclássica de Maximização dos Lucros da Empresa, nos levaria a crer que as fusões e aquisições buscam, tão somente, a maximização do valor da companhia e o conseqüente retorno máximo de valor ao acionista (KLOECKNER, 1994). Entretanto, segundo Camargos e Barbosa (2003), os processos de F&A também respondem à Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial, na qual os administradores das grandes companhias buscam fazer crescer a sua empresa – através da união com outra – para aumentar o seu poder, remuneração e satisfação, em detrimento da geração de valor ao acionista.

Desta maneira, a pergunta de pesquisa que o presente estudo procura entender é: analisando um período de tempo antes e após a união de duas grandes companhias do setor varejista de medicamentos e comparando com o índice referência do mercado de capitais (IBOVESPA), o acionista teve, de fato, retorno positivo no que diz respeito à valorização do preço da ação da nova companhia?

1.2 JUSTIFICATIVA

As análises e estudos dos processos de fusões e aquisições são muito difundidas em mercados externos, principalmente nos Estados Unidos, onde estes eventos ocorrem há algum tempo e de forma mais consolidada.

A crescente presença no mercado nacional de investidores estrangeiros e a estabilização da inflação que assolava o país, através da consolidação do Plano Real, representaram bases para a expansão e o crescimento da economia brasileira

na década de 90. A situação atual do país no mercado internacional é, sem dúvida, consequência de um crescimento que vem demonstrando ao mundo a importância da economia brasileira, especialmente neste momento delicado pelo qual as economias dos EUA e da Europa passam. Com este panorama, investidores internacionais estão realizando cada vez mais negócios e transações no país, o que vem contribuindo para o crescimento das F&A no Brasil. Contudo, os estudos sobre este tema não possuem representatividade na literatura acadêmica e carecem de maiores detalhes.

O presente trabalho busca oferecer uma contribuição para a análise, através de um evento específico, sobre o que aconteceu com o valor das ações da nova empresa resultante do processo de união de duas companhias grandes do setor varejista de medicamentos e qual o resultado, em termos de preço da ação, para os investidores destas duas empresas.

2 OBJETIVOS

A seguir, são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos do presente estudo.

2.1 OBJETIVO GERAL

Este trabalho tem por objetivo geral avaliar, se o processo de fusão contribuiu para a geração de valor ao acionista, em termos de retorno no preço da ação, após um evento de fusão ocorrida entre duas companhias do setor varejista de medicamentos.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Verificar o comportamento das ações em função do evento;
- Avaliar as sinergias operacionais e ganhos adicionais que o processo de fusão trouxe a nova companhia;
- Analisar aspectos ligados ao risco da ação da nova companhia, verificando se estes aumentaram ou diminuíram após a fusão.

3 REFERENCIAL TEÓRICO SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES

As fusões e aquisições representam uma resposta a novas tecnologias ou condições de mercado que exigem uma mudança de direção ou do uso de recursos por parte de uma empresa. Atualmente, os processos de fusões e aquisições possuem destaque no cenário financeiro mundial, em decorrência das grandes modificações e incertezas que notícias de união empresarial causam no mercado de capitais.

Os casos de F&A vieram em uma evolução constante, alcançando nível mundial a partir dos anos 80, em consequência da consolidação do fenômeno da globalização, com a facilitação da comunicação entre os países e a abertura de mercados para negociações internacionais, resultando em um maior grau de integração entre as nações. Neste cenário, as corporações perceberam nas F&A uma forma rápida de crescer, ganhar mercado e se proteger de ameaças a solidez financeira, representando, em muitos casos, uma oportunidade de crescimento extremamente interessante.

Como forma de entender melhor estes processos, a literatura econômico-financeira internacional, dividiu este assunto em quatro ondas, surgidas a partir do início do século XIX, após o estabelecimento do modo de produção industrial, fundamentadas no comportamento observado no mercado norte-americano. Estes movimentos tiveram características e impactos distintos, de acordo com a época em que ocorreram, conforme pode ser visualizado no quadro a seguir:

Quadro 1 – Ondas de fusões e aquisições

Onda	Características
<i>The Great Merger Wave (1887-1904)</i>	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, teve sua influência até a depressão de 1904. Este movimento apresentou como características principais grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios. (STIGLER, 1950).
<i>The Merger Movement (1916-1929)</i>	Impulsionado pelo crescimento vertiginoso do Mercado de Capitais, a segunda onda representou a consolidação de firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Caracterizou-se por fusões que visavam ao poder de oligopólio. (STIGLER, 1950).
<i>The 1960s Conglomerate Merger Wave</i>	Predominaram as fusões que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste em 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo <i>boom</i> do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&As desta onda fracassaram porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996).
<i>The Wave of the 1980s</i>	Caracterizada pela expansão empresarial, através de aquisições de outras firmas, em razão do baixo valor das ações no mercado de capitais. O <i>crash</i> da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Diferentemente das outras ondas, as quais apresentaram negociações entre firmas de portes desiguais, esta última apresentou um grande número de transações entre firmas de mesmo porte. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>takeovers</i> . O <i>boom</i> das F&As dos anos 80 na economia norte-americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 90 esta atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação. (TRICHES, 1996).

Fonte: Adaptado de Camargos e Barbosa (2003)

A inconstância dos eventos de fusões e aquisições deve-se, segundo Nelson (*apud* Camargos e Barbosa 2003), ao fato destes acontecimentos ocorrerem em duas etapas distintas. A prospecção de acordos de união empresarial daria-se em períodos de baixa no mercado de capitais, enquanto a concretização (pagamento) das transações ocorreria em períodos de alta, com o mercado aquecido. Desta

maneira, as decisões seriam pautadas pelo longo prazo, enquanto o fechamento efetivo do negócio ocorreria no curto prazo, nos períodos de alta do mercado.

3.1 CONCEITOS

Fusão é o processo pelo qual duas firmas unem-se, através da permuta de suas ações, deixando de existir juridicamente e criando uma companhia inteiramente nova, resultando em uma nova Razão Social. As aquisições realizadas através de processos de fusão incorrem na combinação dos ativos e passivos das empresas envolvidas (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002). A fusão caracteriza-se pelo fato de desaparecerem as sociedades que se fundem, para, em seu lugar, surgir uma nova sociedade.

O grande objetivo de um processo de F&A é o aumento do valor da empresa, resultante do processo de união empresarial. Desta maneira, segundo Weston e Brigham (2000), a avaliação deste resultado é obtida através da verificação da presença de sinergias. Em uma fusão sinérgica, o valor da companhia formada pós-fusão deve ser maior do que a soma das duas empresas separadamente. Isto é, um processo de F&A só tem o seu objetivo alcançado se a nova companhia vale mais do que as duas outras antigas somadas de forma separada.

De acordo com Damodaran (2005), sinergia é o valor adicional gerado pela combinação do patrimônio de duas empresas, o qual não seria possível de alcançar com as companhias operando separadamente. Ross, Westerfield e Jaffe (2002) exemplificam o conceito de sinergia através da seguinte equação:

$$\text{Sinergia} = V_{AB} - (V_A + V_B) \quad (1)$$

Onde V_{AB} é o valor da nova companhia, resultante do processo de fusão, V_A e V_B são os valores das companhias A e B antes do processo de fusão, respectivamente.

Desta maneira, os processos de F&A buscam, fundamentalmente, acelerar o processo de crescimento da companhia, através da união de estruturas. Isto possibilita o aumento de receitas e, conseqüentemente, o aumento do valor de seus

ativos, como alternativa ao crescimento orgânico das companhias, caso estas operassem de forma separada.

3.1.1 Tipos de sinergias

Essencialmente, existem quatro tipos de sinergias decorrentes dos processos de F&A (1) aumento de receitas, (2) redução de custos, (3) redução de impostos e (4) redução do custo de capital (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002).

3.1.1.1 Aumento de receitas

Um dos motivos mais importante para a união de duas empresas é busca por aumento de receitas. Segundo Ross, Westefield e Jaffe (2002), isto pode ocorrer através de ganhos de marketing, no qual as fusões e aquisições podem produzir receitas operacionais maiores com ganhos em estratégias de comunicação e eficazes e rede de distribuição fortalecida. Além disso, benefícios estratégicos podem ser atingidos, uma vez que as empresas que estão fundindo-se podem utilizar, cada uma, de sua *expertise* para encontrar oportunidades de negócios para o aumento de seu resultado operacional (DAMODARAN, 2005).

3.1.1.2 Redução de custos

No que diz respeito a redução de custos, Grinblatt e Titman (2005) afirmam que um dos motivos para as F&A são a busca por aumento de produtividade atrelado a redução de custos operacionais. Isto pode ser verificado tanto em processos verticais como em processos horizontais de fusões e aquisições (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2002). Em uma fusão vertical (entre cliente e fornecedor) a eliminação de problemas de coordenação e negociação é um benefício decorrente deste processo. Já em uma aquisição horizontal, isto é, entre concorrentes do

mesmo setor, os ganhos advindos de economia de escala são notórios e podem ser verificados no uso compartilhado de recursos, tais como instalações de pesquisa, desenvolvimento e administração e o uso de equipamentos de grande porte.

3.1.1.3 Benefícios fiscais

Um terceiro ponto que gera sinergias em um processo de fusão e aquisição está diretamente ligado aos benefícios fiscais do processo. Muitos processos de união empresarial utilizam-se de financiamentos, gerando situações de endividamento. A alavancagem financeira gera benefícios fiscais, tendo em vista a sua dedutibilidade fiscal dos pagamentos de juros da dívida (GRINBLATT E TITMAN, 2005). Esta sinergia também pode ser verificada quando uma das empresas apresenta lucros tributáveis e a outra apresenta prejuízo operacional. As empresas podem tirar proveito desta situação de prejuízo para reduzir a incidência de impostos sobre as suas receitas. Entretanto, deve-se levar em conta questões legais que proíbem o processo de união empresarial quando o principal objetivo for evitar o pagamento de tributos, as quais variam de acordo com o país e a sua legislação aplicável. A legislação tributária brasileira dispõe de barreiras a compensação de prejuízos fiscais em operações de fusão ou incorporação, as quais serão detalhadas em seção específica.

3.1.1.4 Redução do custo de capital

O quarto tipo de sinergia, redução do custo de capital, decorre da diversificação de risco presente nos processos de fusões e aquisições. Na medida em que este evento reduz o risco de falência para qualquer nível de dívida, ele pode aumentar o nível de endividamento na estrutura de capital ótima da empresa, o que pode ocasionar redução de seu custo de capital (GRINBLATT E TITMAN, 2005).

3.1.2 Conceito jurídico

Sob a ótica jurídica, o conceito do termo fusão advém do artigo 228, da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) que o define como uma “a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Em outras palavras, o processo de fusão implica, no desaparecimento das duas empresas existentes anteriormente e no surgimento de uma nova companhia, com nova Razão Social.

3.2 ASPECTOS LEGAIS

Nos processos de F&A, dado a sua complexidade, existem alguns aspectos que devem ser cuidadosamente analisados. Questões contábeis, legais e tributárias têm impacto direto e, portanto, desempenham papel relevante na determinação do sucesso (ou fracasso) do processo de transição para a nova companhia.

3.2.1 Aspectos contábeis

A legislação estabelece tratamento específico para apuração de valores nos processos de união empresarial, dependendo da forma como estes ocorrem.

De acordo com o artigo 249 da Lei 6.404/76, a apresentação de demonstrações financeiras consolidadas é obrigatória somente para companhias abertas que tiverem mais de 30% (trinta por cento) do seu patrimônio em investimentos em controladas. O artigo 248 determina que os investimentos em coligadas, controladas ou outras sociedades pertencentes a um mesmo grupo devam ser avaliados pelo método da equivalência patrimonial. O valor do patrimônio líquido da coligada ou da controlada será determinado com base em balanço

patrimonial divulgado, no máximo, 60 (sessenta dias) antes da divulgação do balanço da companhia.

Conforme o § 2º do artigo 251, a companhia subsidiária integral poderá tornar-se assim mediante aquisição de suas ações pela adquirente, mas, para tanto, conforme disposto no artigo 252, este procedimento deverá ser submetido à aprovação em assembleia-geral das duas companhias, mediante justificação. Ainda, cabe destacar, que o pronunciamento técnico 15 – divulgado pelo CPC – de 4 de novembro de 2008, discorre sobre o tratamento contábil que deverá ser dado nos processos de F&A, conforme e tem o seu o objetivo descrito abaixo:

Definir o tratamento contábil aplicável ao reconhecimento, à mensuração e às divulgações decorrentes de operações de “combinação (ou concentração) de negócios”. Para fins deste Pronunciamento, combinação (ou concentração) de negócios compreende a aquisição de participações societárias, aquisição de negócios, fusão, incorporação, incorporação de ações, cisão e alteração de controle. Quando da ocorrência da combinação (ou concentração) de negócios deve ser apurado o ágio ou deságio.

3.2.2 Aspectos tributários

O processo de incorporação da empresa adquirida pela adquirente possui impactos que não se limitam as demonstrações contábeis, mas estendem-se ao âmbito tributário. A decisão de incorporar ou não uma empresa deve ser pautada pela verificação dos diferentes aspectos tributários que permeiam a situação, visto que podem ocorrer diferenças de tributação durante o processo. Conforme dispõe o Art. 1.119 da Lei nº 10.406/02, “A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações”. Ou seja, nestes casos, pode ocorrer sucessão de passivos tributários, o que implica na possibilidade de impactos negativos na sinergia gerada pelo processo de união empresarial.

Nas operações de fusão ou incorporação, a principal obrigação da pessoa jurídica incorporada e da incorporadora é encerrar um período-base na data do evento ou no máximo trinta dias antes, procedendo à apuração do lucro real (OLIVEIRA *apud* CASTRO, 2010). Para fins tributários, considera-se a data do evento a data da deliberação que aprovar o processo de fusão ou incorporação. Ainda, a pessoa jurídica adquirida deverá apresentar balanço específico para este

fim, no qual bens e direitos serão avaliados pelo valor contábil ou de mercado, que deverá ser levantado até trinta dias antes do evento (Lei nº 9.249/95, artigo 21, § 1º).

A legislação tributária possui mecanismos que visam coibir a prática de operações de fusões ou incorporações cujo principal objetivo é o de reduzir a incidência de carga tributária via compensações sobre prejuízos operacionais. Sobre a evolução da legislação, Oliveira (*apud* Castro, 2010) descreve:

Até o exercício de 1980, a pessoa jurídica conservava o direito de compensar prejuízos fiscais das incorporadas ou fundidas. A partir do exercício financeiro de 1981 e até as operações realizadas até 31.12.1985, a sucessora das pessoas jurídicas fusionadas, incorporadas ou cindidas ainda podia compensar os prejuízos destas, desde que formados no próprio período-base do evento, além de poderem compensar os próprios prejuízos. Depois disso, a partir de 1988, passou a vigorar o regime proibitivo de transferência da possibilidade de compensação, que vigora até o presente.

Desta maneira, conforme artigo 33, do Decreto-Lei nº 2.341/87, a pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da empresa sucedida.

Estes normativos divulgados pelas autoridades brasileiras visam dificultar e punir processos de fusão, incorporação ou cisão que tenham como único objetivo a busca por redução da carga tributária incidente sobre a apuração de seus resultados.

3.2.3 A lei antitruste

No ano de 1962, a Lei nº 4.137, através de seu art. 8º, criou o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), sediado no Distrito Federal e com jurisdição em todo o território nacional, com a função de apurar e reprimir os abusos do poder econômico. Por anos, a atuação deste órgão foi inexpressiva. Entretanto, a partir dos anos 90, com a crescente entrada de capital estrangeiro, a privatização de muitas companhias no país e busca pela preservação dos princípios da livre iniciativa e livre concorrência levaram os legisladores brasileiros a reposicionarem a atuação do CADE (CHINAGLIA, ANDERS E BAGNOLI, 2012).

Desta maneira, através da promulgação da Lei nº 8.884/94 (Lei de Defesa da Concorrência, e a criação do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC),

o CADE atingiu um novo patamar de atuação, transformando-se em uma autarquia vinculada ao Ministério da Justiça, com a função de julgar os processos anticoncorrenciais e os atos de concentração econômica (MINISTÉRIO DA JUSTIÇA, 2012).

A principal razão para existência do SBDC é a manutenção do sistema competitivo de mercado. A garantia da livre concorrência assegura preços mais baixos, produtos de qualidade, diversificação e inovação, contribuindo para o desenvolvimento econômico. A atuação dos órgãos vinculados ao SBDC é, portanto, fundamental para o estabelecimento de um processo justo de concorrência e contribui diretamente para o bem-estar social. Os processos de F&A, após aprovados em assembleia-geral das companhias envolvidas, estão sujeitos à análise e aprovação do CADE, uma vez que cabe a ele, a decisão final, na esfera administrativa dos processos iniciados pela Secretaria de Direito Econômico (SDE). Importante ressaltar que, pela nova redação da lei, o CADE deve se pronunciar antes de os efeitos da fusão passarem a existir. Os impactos da nova lei antitruste encontram-se descritos na seção seguinte.

A legislação estabelece infrações e multas para casos em que se verifique a prática de atos que visam coibir condutas anticoncorrenciais. Conforme disposto no artigo 20 da Lei nº 8.884/94 (BRASIL, 2012):

Art. 20. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados:

- I - limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa;
- II - dominar mercado relevante de bens ou serviços;
- III - aumentar arbitrariamente os lucros;
- IV - exercer de forma abusiva posição dominante.

Em seu artigo 21, a Lei considera infrações da ordem econômica, entre outros: a combinação de preços entre a concorrência, a conduta comercial uniforme, a limitação da entrada de novos concorrentes ao mercado, a exigência de exclusividade na publicidade em meios de comunicação de massa e a utilização de meios enganosos para provocar a oscilação de preços de terceiros.

3.2.3.1 A nova lei antitruste

Sancionada em 1º de dezembro de 2011, e com início de vigência em junho de 2012, a Lei nº 12.529/11, chamada de a nova lei antitruste, veio com o objetivo de tornar o SBDC mais eficaz na defesa de mercados e dos consumidores (REUTERS, 2011). Conforme explica Schmidt (2012), as alterações mais significativas relacionam-se: (1) à estrutura do SuperCade (Conselho Administrativo de Defesa Econômica); (2) aos valores para notificação ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC); (3) aos critérios para aplicação de sanções por condutas anticompetitivas; e (4) à análise prévia de atos de concentração.

Com relação à estrutura do CADE, a nova legislação divide-o em três órgãos: o Tribunal Administrativo de Defesa Econômica, responsável pelo julgamento dos processos que chegam a seu conhecimento; a Superintendência-Geral, que têm por função monitorar e acompanhar as práticas de mercado e a Secretaria de Acompanhamento Econômico que terá como atribuições, entre outras, opinar sobre revisões em normativos e legislação que se façam necessários para a proteção da livre concorrência (BRASIL, 2012).

No que se refere aos valores que serão notificados ao SBDC, a legislação determina que somente serão analisadas operações em que uma das empresas tenha faturamento anual acima de 400 milhões de reais e a outra, acima de 30 milhões no Brasil (REUTERS, 2011).

No que diz respeito a análise prévias dos atos de concentração, a mudança refere-se ao fato de que as empresas envolvidas no processo devem comunicar ao CADE este procedimento *a priori*; diferentemente do que ocorria anteriormente, quando estas encaminhavam a apreciação da união empresarial após sua aprovação em assembleia-geral (TAUFICK, 2011).

Por enquanto, o cenário é de incerteza com relação as mudanças que esta nova lei produzirá nas práticas de combate a medidas nocivas à livre concorrência. Conforme afirma Pinheiro (2012), muitas empresas procuraram se antecipar a entrada da lei, buscando concluir os processos de F&A antes da entrada deste normativo. Tendo em vista o estágio inicial que a nova legislação se encontra, seus efeitos não foram analisados por este estudo.

3.3 TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), pode-se diferenciar as F&A em três tipos:

1. *Aquisição Horizontal*: Ocorre quando as empresas atuam no mesmo setor e no qual competem entre si através de seus produtos. A aquisição do Banespa pelo Santander, é um exemplo de aquisição horizontal;
2. *Aquisição Vertical*: Envolve empresas alocadas em diferentes estágios do processo produtivo. A fusão de uma montadora de automóveis com um fornecedor de autopeças é um exemplo de aquisição vertical;
3. *Conglomerado*: A empresa adquirente e a empresa-alvo não possuem relação, seja de concorrência seja de parte integrante da cadeia produtiva.

3.4 TOMADA DE CONTROLE (*TAKEOVER*)

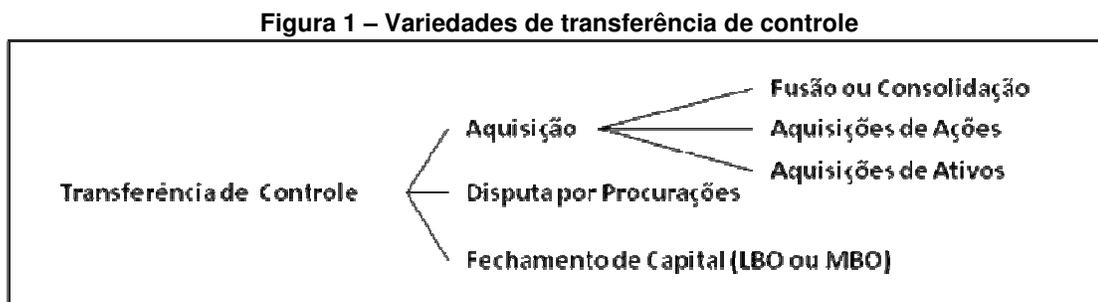
De acordo com os artigos 224 e 225, da Lei 6.404/76, as condições do processo de fusão dependem de protocolo firmado pelos órgãos máximos de administração das sociedades envolvidas no processo e deverão ser submetidos a deliberação de assembléia-geral.

Uma fusão ou consolidação é uma das maneiras pelas quais pode ocorrer o fenômeno da união empresarial. Além da fusão, existem outras possibilidades de se adquirir uma companhia, tais como: compra de ações ou ativos – através de pagamento em dinheiro, ações ou títulos – via bolsa de valores, oferta privada da firma compradora a firma alvo ou até mesmo por oferta pública de compra. A escolha entre oferta pública ou fusão depende, essencialmente da dispersão acionária¹ e do custo da operação.

¹ Diz respeito a quantidade necessária existente de ações com direito a voto em circulação no mercado em número suficiente para aquisição do controle (LAMB, R. **Nota de orientação**. Porto Alegre, 2012).

Existem duas categorias de F&A, as quais são classificadas de acordo com a natureza da negociação. A primeira, aquisição hostil², *hostile takeover*, é definida como um lance de tomada de controle não solicitado, que resulta na substituição da administração da firma alvo. Já as aquisições amigáveis, *friendly takeovers*, são aquelas nas quais a mudança na propriedade da corporação não é seguida de uma mudança no controle administrativo (HIRSCHEY, 1986).

No mercado norte-americano *takeovers* podem ocorrer de três maneiras diferentes, conforme demonstra a figura a seguir:



Fonte: Adaptado de Ross, Westerfield e Jaffe (2002)

A primeira, aquisição, pode ocorrer de três formas: fusão ou consolidação, aquisição de ações ou aquisição de ativos. A segunda, disputa por procurações, ocorre quando um grupo de acionistas tenta tomar controle do conselho de administração, através da obtenção da maioria dos assentos, e elege novos conselheiros. A terceira, por fechamento de capital, envolve a compra das ações da companhia alvo pelos membros de sua diretoria, em uma manobra extremamente alavancada que busca a proteção contra aquisições hostis.

A decisão entre as diferentes maneiras de tomar o controle de outra companhia é estratégica e depende de fatores como custo, dificuldade do processo e implicações jurídicas. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), uma fusão é juridicamente simples e representa uma manobra mais barata, pois dispensa a necessidade da transferência dos ativos da empresa adquirida para a empresa compradora.

² Esta é a situação que ocorre nos EUA. No Brasil, isto somente é possível para empresas com mais de 50% de ações ordinárias e capital disperso no mercado. Como regra, não se verifica no mercado brasileiro dispersão que permita tomadas hostis. (LAMB, R. **Nota de orientação**. Porto Alegre, 2012).

3.5 TEORIA DA FIRMA E DA AGÊNCIA

Os motivos para os processos de F&A encontram embasamento teórico na Teoria da Firma e na Teoria da Agência, esta última resultado de um desenvolvimento da primeira.

De acordo com Coase (1937), em uma economia de trocas especializadas, onde a distribuição dos recursos é regulada através do mecanismo de preços, o motivo principal para o surgimento de uma firma decorre do fato de ela alocar os recursos de produção (humanos ou materiais) de forma racional. Isto ocorreria através da chancela de um empresário – o qual sempre busca alocar os fatores de produção de forma que se obtenha o menor custo possível. O principal motivo para sua existência advém do aumento da complexidade do trabalho e a sua consequente especialização. No que diz respeito a participação no mercado, em um mundo ideal, a firma buscaria aumentar de tamanho a ponto de monopolizar o mercado em que atua; entretanto, isto não seria possível dado a limitação da capacidade gerencial, pois o empresário não conseguiria alocar os recursos aproveitando o seu valor máximo. A partir deste ponto, o custo marginal de realizar uma atividade extra dentro da firma seria igual ao seu preço de mercado. Isto explica a ocorrência de transações entre companhias.

Complementando o exposto acima, Alchian e Demsetz (1972), desenvolveram uma teoria baseada nos custos de administração dentro da firma. Partindo do pressuposto de que uma firma representa um conjunto de contratos bilaterais os quais buscam organizar os fatores de produção de forma eficiente, quanto menor o custo de administração, maior seria a vantagem comparativa de se organizar recursos dentro de uma firma.

Berle Jr. e Means (1932), ao estudarem a separação entre propriedade e controle, classificaram de corporação moderna a evolução da pequena firma para estruturas organizacionais mais complexas. Para eles, a evolução desse tipo de firma é atribuída a dois fatores:

1. Desenvolvimento de um sistema de produção robusto, no qual um grande número de trabalhadores encontra-se sob a chancela de um coordenador e;

2. A pulverização da propriedade entre diversos acionistas, através da abertura de capital, dando origem a uma nova forma de organização, de caráter quase público.

Müssnich (1979) identifica a etapa inicial do desenvolvimento da corporação moderna pela figura do empresário, seu próprio fundador, que possuía o poder decisório centralizado, respondendo por toda cúpula estratégica da empresa. Em uma segunda etapa, com o advento dos administradores profissionais, que, com um conhecimento mais especializado da firma, passaram a assumir gradativamente funções diretivas e a adquirir poder de decisão, o qual se encontrava anteriormente centralizado nos empresários fundadores da companhia.

Assim, os administradores assumiram papel principal na gestão das empresas, sempre pautados pelo atingimento de objetivos que maximizem a riqueza dos acionistas; entretanto, isto, às vezes implica em decisões conflitantes com as dos proprietários da companhia. Conforme Ross, Westerfield e Jordan (2010, p. 45) “[...] os administradores tendem a enfatizar em excesso a sobrevivência da organização para preservarem o seu emprego”. Ou seja, aqueles que dirigem a empresa buscam o atingimento de sua sustentabilidade financeira e isto implica, em muitas situações, decisões que podem ir contra os interesses dos acionistas. Desta maneira, começaram a surgir conflitos de interesse entre aqueles que detêm a propriedade (acionistas) e aqueles que conduzem a empresa no dia-a-dia (administradores).

Surge, a partir de então, os problemas de agência. Para explicar e buscar soluções aos conflitos decorrentes da separação entre propriedade e controle, surge a Teoria da Agência, como um desenvolvimento da Teoria da Firma. Ela constitui um conjunto de conhecimentos que estuda os efeitos econômico-financeiros decorrentes da delegação do poder de decisão na firma. Trata-se de uma teoria que oferece um embasamento lógico para se compreender e modelar os problemas que podem surgir nos relacionamentos em que existe uma delegação de poder decisório implícita ou explícita, formal ou informal (LAMB *apud* CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato entre o principal (acionista) e o agente (administrador) no qual o principal delega autoridade ao agente para que este aja em nome do seu interesse. As relações nas

grandes companhias (sociedades por ações) seria pautada por um conjunto de contratos cujo objetivo é o de maximizar a riqueza do acionista. Nestes contratos, o acionista delega à diretoria da empresa a responsabilidade sobre a gestão da companhia. Sob esta visão, é praticamente impossível que o agente tome a decisão ótima do ponto de vista do principal, sem que isto incorra em algum custo. Os custos de agência resultam da soma dos seguintes custos:

1. *Custo de monitoração do principal*: surge do estabelecimento de mecanismos de controle do principal, para assegurar que estes não ajam de maneira a prejudicar a empresa. Como exemplo destes custos, tem-se os processos de auditorias;
2. *Custo de demonstração do agente*: surge com o objetivo de demonstrar ao principal que as ações do agente não são prejudiciais ao principal. Como exemplo, tem-se a contratação de uma empresa externa para esta análise;
3. *Custo residual*: surge de divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a utilidade do principal.

Sob a perspectiva de que a existência destes custos é inerente ao processo de estabelecimento das grandes corporações, os conflitos de agência sempre existirão. A maneira de o principal certificar-se que o agente tomará as ações que maximizem o seu bem-estar é adotar mecanismos para (1) motivar o agente e (2) monitorar o seu comportamento. Ambos os casos apresentam custos de agência (LAMB *apud* CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

Jensen e Meckling (1976) afirmam, ainda, que os custos de agência surgem em qualquer tipo de relação que envolva esforço coletivo, mesmo que não se tenha claro os papéis de principal e agente na relação. Isto ocorre em muitas organizações (empresas privadas, universidades, cooperativas, entidades do governo, etc.).

Alchian e Demsetz (1972) definem uma firma clássica como um conjunto de contratos que visam a produção conjunta, entre um agente central e o empregado. Jensen e Meckling (1976) complementam esta definição, ao afirmarem que estas relações contratuais não se limitam internamente a firma, mas são extensivas aos fornecedores, clientes, credores e assim por diante. O problema de agência e monitoração está presente em todos estes contratos, sejam eles de produção conjunta ou não.

No Brasil, o fenômeno da Teoria da Agência possui implicações específicas, tendo em vista o modelo de gestão vigente no país. Em nossa realidade, a propriedade é concentrada na mão de um acionista majoritário, o qual possui poder decisório sobre as estratégias da empresa. Nesta perspectiva, o conflito de agência é mais acentuado entre os acionistas majoritários – aqueles que controlam a empresa – e os acionistas minoritários – aqueles que não possuem a mesma força para decidir os rumos da companhia.

Nos últimos anos, pode-se verificar diversas ações empreendidas para a defesa dos interesses dos acionistas minoritários (DA SILVA *et al*, [2005]). A criação do IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração) em 1994 – hoje chamado de IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) – a publicação do primeiro código sobre Governança Corporativa, em 1999, reformulações na legislação ocorrida nos anos 2000 e a criação, por parte da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), de diversos segmentos de listagem contribuíram para o estabelecimento de práticas que visam defender questões de propriedade e controle (IBGC, 2012).

Ainda, segundo o IBGC, apesar do aprofundamento nos debates sobre o assunto e da crescente pressão para a adoção das boas práticas de Governança Corporativa, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão.

3.6 MOTIVOS PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES

As razões mais freqüentemente mencionadas para justificar as (F&A) incluem imperativos de crescimento, mudanças econômicas ou tecnológicas, necessidade de reunir recursos para pesquisa e desenvolvimento, potencial para ganhos de sinergias, corte de custos e economias de escala e escopo.

Manne (1965), Mueller (1969), Gort (1969), Jensen (1986), Roll (1986), Scherer e Ross (1990) e Kloeckener (1994) (*apud* Camargos e Barbosa, 2003) apresentam os seguintes motivos para as F&As:

1. Discrepâncias nas expectativas dos fluxos de caixa futuros e do risco associado ao resultado esperado (expectativas assimétricas): diferentes expectativas levam os investidores a atribuir valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra;
2. Fusões como uma alternativa a dividendos e recompra de ações;
3. Custos de reposição e valores de mercado;
4. Busca de economias de escala e de escopo, advindas de possíveis reduções nos custos, ocasionadas pelo aumento do nível de produção, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*);
5. Efeitos anticompetitivos e busca do poder de monopólio, advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e com a conseqüente redução da competição;
6. Irrracionalidade individual nas decisões de dirigentes: justificativa hipotética para as fusões, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais;
7. Elevadas barreiras de entrada em novos mercados;
8. Obtenção de capacidades adicionais e de sinergias operacionais, em razão do crescimento da demanda e da expectativa de aumento da riqueza dos acionistas como resultado da fusão.

3.7 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

O crescimento do mercado brasileiro, especialmente nos anos 90, após a entrada massiva de capital estrangeiro no país – o qual representou uma nova era econômica no país – contribuíram diretamente para o aparecimento de processos de F&A (CASTRO, 2010).

A estabilização da economia brasileira e o conseqüente atingimento de sua maturidade, criaram bases para os processos de união empresarial. Casos como a fusão Itau-Unibanco, o surgimento da AmBev (Antartica e Brahma) e a união de Sadia e Perdigão (Brasil Foods) demonstram que o mercado brasileiro vêm

apresentando resultados consistentes e que permitem a realização de processos de F&A.

O gráfico abaixo demonstra a evolução dos processos de F&A no mercado brasileiro na última década:

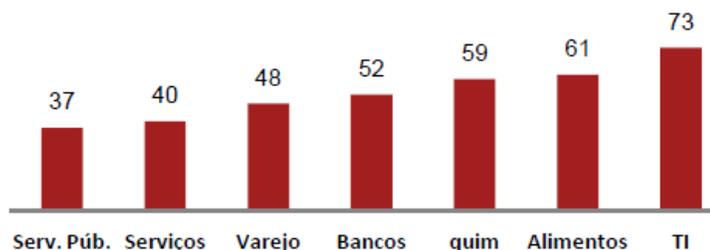
Gráfico 1 – Evolução nas transações no mercado brasileiro



Fonte: Pricewaterhouse Coopers (2011)

Conforme relatório da Pricewaterhouse Coopers (2011), o Brasil apresentou um crescimento de 2002 a 2007 nestes eventos, período no qual o número de transações subiu 83%. Nos anos de 2008 e 2009, afetado pela crise econômica mundial, o mercado brasileiro demonstrou um movimento de retração, saindo de um patamar de 722 transações em 2007 para 644 em 2009. No ano seguinte, retomou o crescimento e atingiu o maior número de transações nos últimos dez anos, chegando a 797 processos. O ano de 2011 apresentou nova queda, mas ainda assim registrou 669 transações no período entre jan/2011 e nov/2011.

Gráfico 2 – Número de transações por setores



Fonte: Pricewaterhouse Coopers (2011)

Com relação ao número de transações por setores da economia, o relatório apresenta TI (Tecnologia da Informação) como destaque, representando 11% do

total de negócios no mês de nov/2011. Alimentos/Petroquímica aparecem em segundo, com 9% das transações, seguido por Bancos e Varejo, cada um com 7% do total de transações, com destaque da compra da rede de drogarias Estrela Galdino pela Brazil Pharma, por R\$ 14 milhões. Por fim, aparecem os setores de Serviços e Serviços Públicos, cada um com 6% das transações do mês, no qual se destacaram as transações envolvendo empresas do setor de energia.

3.8 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO FARMACÊUTICO BRASILEIRO

O setor farmacêutico brasileiro, assim como outros setores da economia, vivenciou uma série de etapas que convergiram para o seu amadurecimento e o crescimento. Segundo dados do IMS Health (2011)³, o mercado brasileiro ocupava a 10^a posição no ranking global de consumo de produtos farmacêuticos, e alcançou a 7^a posição no ano de 2010, movimentando aproximadamente R\$ 60 Bilhões (SAÚDE WEB, 2011). Aliado a isso, o cerco do governo a sonegação fiscal, as crescentes exigências da ANVISA (Agência Nacional de Vigilância Sanitária) e o crescimento econômico do país, criaram um cenário de competitividade muito intenso no mercado varejista de medicamentos.

O aumento do nível de renda da população brasileira, aliado ao crescente aumento da exigência pela prestação de melhores serviços levou as grandes redes a diferenciar o seu portfólio de produtos, disponibilizando aos clientes diversas opções e, conseqüentemente, aumentando o nível de competição dentro do setor.

Com o atingimento desta maturidade, o mercado farmacêutico brasileiro iniciou uma onda de negociações de fusões e aquisições. Em 2005, a Drogeria Pacheco adquiriu a Drogeria Santa Marta; em 2009, a Drogeria entrou em um novo mercado, o Distrito Federal, após a compra da Drogeria Vison; ato contínuo, duas redes da região – Rosário e Distrital – acabaram por unificar as suas operações, buscando crescimento e competitividade. No início de agosto de 2011, a Drogeria e a Drogeria Raia unificaram-se, criando o sétimo maior grupo varejista do país, com um faturamento anual de R\$ 4,4 Bilhões. Ainda em agosto de 2011, a Drogeria São

³ IMS Pharma Review (2011).

Paulo e a Drogaria Pacheco responderam ao movimento da concorrência e também anunciaram a fusão, criando mais uma gigante do varejo de medicamentos (DEBORNES e SEDEH, 2011). Ocorreu, pela primeira vez, um forte movimento de fusões e aquisições entre os maiores *players* do varejo farmacêutico.

O acirramento da concorrência, através do estabelecimento de gigantes do mercado varejista farmacêutico evidencia a evolução do mercado farmacêutico brasileiro. A apresentação deste cenário afeta diretamente a dinâmica do mercado e as interações entre todos os atores envolvidos diretamente no processo: governo, lojas, indústrias, laboratórios e o ponto de convergência entre eles: os clientes.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção enunciam-se as etapas percorridas para a elaboração da parte empírica do estudo, subdivididas em abordagem e técnica de pesquisa, unidades de análise, além da descrição do método utilizado.

4.1 ABORDAGEM E TÉCNICA DA PESQUISA

O estudo foi realizado com enfoque quantitativo, através da utilização de dados secundários do mercado para analisar o comportamento dos preços das ações após o processo de F&A da Drogasil S.A. e a Droga Raia S.A., procurando identificar se o acionista obteve retornos positivos e, conseqüentemente, teve sua riqueza aumentada. Como pesquisa complementar, foram analisados os relatórios de resultados trimestrais das empresas, a fim de verificar a presença de sinergias operacionais após o processo de fusão.

Para a análise dos preços das ações foi utilizado o método descritivo. Conforme Gil (1987), este tipo de pesquisa possui como objetivo descrever características de determinado fenômeno, ou então, as relações entre as variáveis analisadas. Trata-se de uma modalidade de pesquisa *ex-post-facto*, visto que as análises foram feitas sob fatos ocorridos no passado (variação dos preços das ações).

No que diz respeito a verificação de sinergias operacionais, foi utilizado o método de pesquisa documental, através da análise dos relatórios das empresas. Conforme Gil (1987), este método assemelha-se muito a pesquisa bibliográfica; o que diferencia os dois é a fonte das informações. Enquanto na pesquisa bibliográfica o material impresso encontra-se em bibliotecas, na pesquisa documental as fontes possuem origens diversificadas.

4.2 UNIDADES DE ANÁLISE

As unidades de análise foram as ações das companhias Droga Raia S.A. e Drogasil S.A., no período dos seis meses anteriores e dos seis meses posteriores ao anúncio da fusão, bem como os *releases* de resultados trimestrais das duas companhias (anos de 2011 e 2012).

4.3 METODOLOGIA

Nesta seção são descritas as técnicas utilizadas neste estudo, bem como suas etapas, critérios de seleção da amostra, a medição dos retornos obtidos por ação, os resultados empíricos e, por fim, interpretações e conclusões.

4.3.1 Estudo de evento

A técnica utilizada pela pesquisa para a verificação do comportamento das ações, largamente utilizada nos estudos da área financeira, chama-se Estudo de Evento. De acordo com Prociandy e Antunes (2001), o estudo de evento permite quantificar o impacto de informações específicas divulgadas pelas empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais.

O termo “Estudo de Evento”, segundo Paxson e Wood (1998), descreve um modelo de pesquisa muito utilizado em Finanças e Contabilidade, no qual se estuda o impacto de eventos econômicos ou financeiros específicos no comportamento de títulos no mercado de capitais. A ocorrência do evento é utilizada como critério de amostragem e o objetivo da pesquisa é a identificação de fluxos de informações e o comportamento do mercado tanto antes quanto depois do evento. A partir da identificação do comportamento dos títulos pode-se inferir sobre a influência do evento nestes.

De acordo com Mackinlay (1997), o estudo de evento mede o impacto de um evento específico no valor da firma. A utilidade desta metodologia advém do pressuposto que, dada a racionalidade do mercado, os efeitos de um evento são imediatamente refletido nos preços dos títulos negociados.

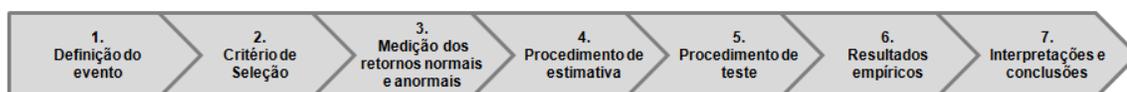
Conforme exposto por Paxson e Wood (1998), estudos de evento baseados no comportamento dos preços dos títulos foram originalmente descritos por Fama (1969) para testar a hipótese da eficiência de mercado, na forma semi-forte – que possui como premissa básica a afirmação de que a informação pública seria totalmente e imediatamente refletida nos preços das ações.

O escopo do estudo de evento varia desde situações específicas da empresa, tais como: anúncio de *stock splits*⁴ ou mudanças na política de dividendos da companhia, até fenômenos que fogem do controle da firma, como mudanças na legislação e alterações no cenário econômico (PAXSON e WOOD, 1998). Mackinlay (1997) afirma, ainda, que a técnica do estudo de evento pode ser utilizada em outras áreas de conhecimento, como Direito e Economia.

4.3.1.1 Etapas

Mackinlay (1997) define sete etapas do estudo de evento, reproduzidas na figura abaixo:

Figura 2 – Etapas do Estudo de Evento



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Mackinlay (1997)

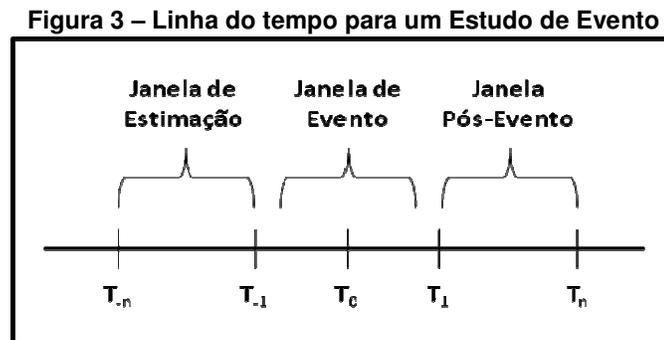
4.3.1.1.1 Definição do evento

O primeiro passo é a definição do evento de interesse e a identificação do período no qual os preços dos títulos serão analisados – a janela de evento

⁴ Desdobramento de ações (*stock splits*) – Procedimento utilizado pelas companhias de capital aberto cujo objetivo principal é o de melhorar a liquidez de suas ações (Fonte: Investpedia).

(MACKINLAY, 1997). O evento analisado neste estudo é o anúncio de um processo de fusão entre a Drogasil S.A. e Droga Raia S.A., e a data da ocorrência do evento – anúncio público da fusão – é definida como “data zero”.

A figura a seguir esquematiza a linha de tempo de um estudo de evento:



Fonte: Adaptado de Mackinlay (1997)

Com relação à janela de evento, seu número de observações não pode ser curto demais, de modo que não capture eventuais “vazamentos” de informações (*insider information*), ou longo demais, capturando oscilações anormais não relacionadas ao evento em questão.

4.3.1.1.2 Critério de seleção

Conforme expõe Mackinlay (1997), após a identificação do evento de interesse, é necessário determinar o critério de seleção da amostra – tal seleção pode sofrer restrições referentes a disponibilidade de informações.

4.3.1.1.3 Medição dos retornos normais e anormais

Com o objetivo de avaliar o impacto do evento nas ações da empresa, é necessário mensurar o retorno anormal. De acordo com Mackinlay (1997), trata-se do retorno realmente obtido *expost* subtraído do retorno normal esperado da ação observada durante a janela de evento. O retorno normal é definido como o retorno

esperado, caso o evento não tivesse ocorrido. Desta maneira, para cada ação da empresa i , e data de evento t , tem-se o retorno anormal como:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t} | X_t) \quad (2)$$

Onde AR_{it} é o retorno anormal, R_{it} é o retorno real, e $E(R_{it})$ representa o retorno real esperado, para o período t . X_t é a informação condiciante para o modelo de retorno normal. Mackinlay (1997) explica, ainda, que as duas formas mais comuns para a modelagem de retorno normal são: o modelo de retorno médio constante, onde X_t assume comportamento constante ao longo do tempo, e o modelo de retorno de mercado, no qual se assume uma relação linear estável entre o retorno do mercado e o retorno do título.

Para a medição do retorno normal foi utilizado a forma de capitalização discreta, apresentada por Soares, Rostagno e Soares (2002) *apud* Barbedo (2006).

Neste modelo, o preço do título é dado por:

$$P_t = P_{t-1}(1 + r) \quad (3)$$

Onde r é a taxa de retorno, P_t é o preço da ação na data t e P_{t-1} é o preço da ação na data $t-1$.

Reescrevendo a expressão, temos:

$$\frac{P_t}{P_{t-1}} = 1 + r \rightarrow r = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (4)$$

Como forma de obter melhor compreensão, podemos realocar as variáveis da equação:

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (5)$$

4.3.1.1.4 Resultados empíricos

A apresentação dos resultados empíricos é a etapa posterior aos cálculos. Além dos resultados empíricos básicos, a apresentação do diagnóstico pode ser proveitosa. Ocasionalmente, especialmente em estudos com um limitado número de eventos observados, os resultados empíricos podem ser fortemente influenciados. O conhecimento desta situação é importante para a correta aferição dos resultados.

4.3.1.1.5 Interpretações e conclusões

Os resultados empíricos devem levar a interpretações que visam entender as origens e causas dos efeitos do evento – neste estudo, o anúncio da fusão – nos preços dos títulos da companhia. Análises adicionais podem ser incluídas para distinguir entre teorias distintas (MACKINLAY, 1997).

4.3.1.2 Operacionalização da pesquisa

Nesta seção, é apresentado a operacionalização da pesquisa, com base em etapas da técnica de Estudo de Evento, comentada na seção 4.3.1.

4.3.1.2.1 Evento

O evento analisado foi o anúncio da fusão entre duas empresas do setor varejista farmacêutico, a Drogasil S.A. e Droga Raia S.A.. O anúncio desta fusão ocorreu em agosto de 2011. A data de ocorrência do evento (data zero) foi definida como sendo o dia do anúncio da fusão entre as companhias ao mercado, através da divulgação de fato relevante, ocorrido no dia 02 de agosto de 2011.

Os dados referentes aos preços das ações do IBOVESPA foram obtidos junto ao *software* Economática. Com relação aos preços das ações estes foram extraídos com a correção de proventos (dividendos).

A janela do evento foi determinada a partir da data zero, e corresponde ao intervalo entre os dias 26 de julho de 2011 e 03 de agosto de 2011. Isto se deve ao fato de, na primeira data, a ação ter sofrido uma valorização acima da média, provavelmente por vazamento de informações, tendo em vista que no dia seguinte, 27 de julho de 2011, as empresas terem divulgado fato relevante ao mercado, anunciando que estavam em tratativas de associação. Esta definição objetiva evitar distorções de análise, visto que no período entre os dois fatos relevantes (divulgação das tratativas para associação e divulgação da fusão) as ações das empresas apresentaram variações acima da média.

O período de análise deste trabalho compreende os seis meses anteriores e os seis meses posteriores a janela do evento, totalizando 12 meses.

4.3.1.2.2 Seleção da amostra

Os dados utilizados pela pesquisa (preços das ações e pontos do IBOVESPA) são secundários e foram extraídos do *software* Económica. A amostra inicial da pesquisa apresenta 258 dias úteis. Entretanto, para os cálculos foram descontados o intervalo de seis dias úteis que compreendem a janela do evento, tendo como amostra final 252 dias úteis.

Para o cálculo da alteração do risco sistemático (beta) este período foi ampliado para 301 dias, tendo em vista a necessidade de calcular a variação dos preços nos dois meses anteriores a 24/01/2011, data que representa seis meses antes da janela do evento. Desta maneira, foi possível obter resultados para o beta dos seis meses anteriores ao evento.

Nestes cálculos, foram utilizadas cotações de fechamento diárias, tendo em vista que o presente estudo procura entender o reflexo dos preços das ações no curto prazo, após a fusão das duas companhias.

4.3.1.2.3 Medição dos retornos normais e anormais

O cálculo para medição do retorno foi elaborado através do *software* Microsoft Excel 2007. Como base para este cálculo, foi utilizado o modelo geral de retorno anormal:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t} | X_t) \quad (6)$$

Após a coleta dos dados de fechamento diários, foram selecionados os dados pertencentes a janela do estudo. A partir de então, calculou-se o retorno observado da ação através da forma discreta (equação 5).

Pode-se, então, calcular o retorno anormal da ação, através da diferença entre o retorno observado e o retorno normal calculado, conforme equação (6).

4.3.2 Análise das sinergias operacionais

Outra análise que o presente estudo buscou, foi a verificação do surgimento de sinergias operacionais após o processo de fusão, através da análise dos *releases* de resultados trimestrais das companhias, antes e após o processo de união empresarial.

As sinergias operacionais são aquelas que permitem a firma incrementar seus ganhos operacionais a partir dos ativos que ela possui. Um processo de fusão pode gerar economias de escala, permitindo que as duas firmas unidas sejam mais lucrativas e mais eficientes em seus custos. Outro aspecto importante e que pode gerar sinergias operacionais é o melhor poder de negociação da nova firma frente a seus fornecedores. A combinação de virtudes de cada empresa também aparece como um fator de ganhos operacionais. Finalmente, outro aspecto importante é o crescimento e a entrada em novos mercados, o qual não seria possível com as duas empresas operando separadamente, visto que as firmas podem estar presentes em diferentes regiões do país (DAMODARAN, 2005).

Para a verificação do surgimento de sinergias operacionais, foram analisados e consultados os *releases* de resultados das duas companhias, dos períodos de 4T2010 a 1T21012.

Os resultados e análises são apresentados na seção a seguir.

5 ANÁLISE DE RESULTADOS

Nesta parte do estudo são apresentados os resultados e análises obtidos com o trabalho.

5.1 RETORNO DAS AÇÕES

Para o cálculo dos retornos das ações, foram utilizadas as cotações diárias. Após a extração dos dados da Economatica, calculou-se os retornos diários das ações. Posteriormente, encontrou-se a média dos retornos diários nos seis meses anteriores e nos seis meses posteriores a janela do evento, bem como o desvio padrão de cada período. De posse destes dados, foram estabelecidos intervalos de cotações de 21 dias para definição das datas que comporiam os cálculos de retornos. Definidas estas datas, calculou-se o retorno diário nestes dias, confrontando-os com a média dos retornos diários dos seis meses anteriores e seis meses posteriores ao evento, conforme representado na tabela abaixo:

Tabela 1 – Retornos anormais no período estudado

Dia	Mês	Data	Retorno Observado	Retorno Anormal
-126	-6m	21/01/2011	0,00%	0,13%
-105	-5m	22/02/2011	2,44%	2,57%
-84	-4m	25/03/2011	1,56%	1,69%
-63	-3m	27/04/2011	-2,90%	-2,77%
-42	-2m	26/05/2011	0,64%	0,77%
-21	-1m	27/06/2011	-1,55%	-1,42%
MÉDIA DOS RETORNOS DIÁRIOS				-0,13%
DESVIO PADRÃO DOS RETORNOS DIÁRIOS				2,12%
Janela do evento				
21	1m	01/09/2011	-4,00%	-4,19%
42	2m	03/10/2011	-4,00%	-4,19%
63	3m	03/11/2011	2,13%	1,94%
84	4m	05/12/2011	2,25%	2,06%
105	5m	04/01/2012	0,00%	-0,19%
126	6m	03/02/2012	2,08%	1,89%
MÉDIA DOS RETORNOS DIÁRIOS				0,19%
DESVIO PADRÃO DOS RETORNOS DIÁRIOS				2,72%

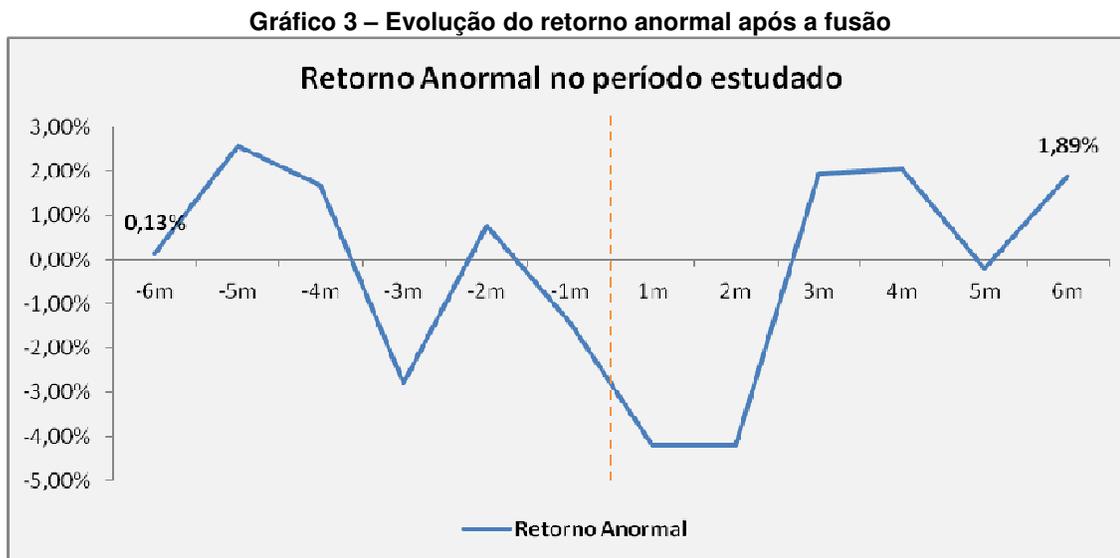
Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Os resultados obtidos pela pesquisa são, na média, positivos, o que indica uma reação favorável do mercado ao processo de fusão. Nos meses anteriores ao evento notam-se retornos anormais expressivos, especialmente nos meses de fevereiro e março de 2011, com 2,57% e 1,69%, respectivamente, os quais são minimizados pela queda do retorno anormal em abril de 2011, com -2,77%. Este comportamento volátil da ação é um reflexo do cenário econômico vivenciado pelo mercado (IBOVESPA), afetado pela crise mundial, o que refletiu diretamente nas negociações ocorridas no mercado de capitais brasileiro.

Ao analisar o período pós-fusão, destacam-se, nos dois primeiros meses após o evento, retorno negativo expressivo, -4,19%, um indicativo de incerteza do mercado em relação ao processo de fusão. Entretanto, nos meses subsequentes, a ação demonstra um comportamento de valorização, atingindo 1,94% e 2,06% em novembro de 2011 e dezembro de 2011, respectivamente. Em janeiro de 2011 há uma pequena queda, de -0,19%, compensada pelo retorno positivo no mês de fevereiro de 2011, com 1,89%.

No que diz respeito ao desvio padrão das ações da companhia constatou-se uma variação de 0,60 entre os períodos analisados.

O gráfico abaixo exemplifica as informações dispostas no quadro anterior:

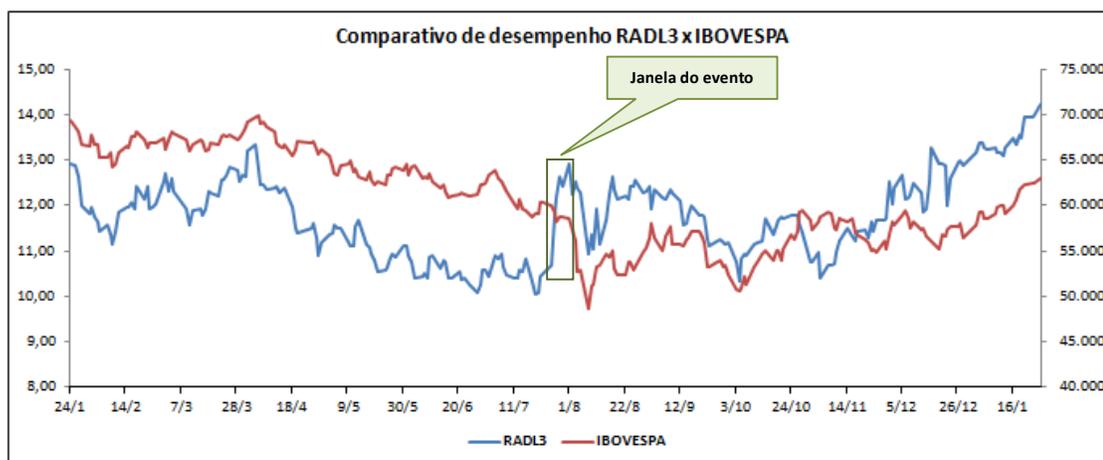


Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Analisando o gráfico da página anterior, pode-se verificar que, no curto prazo, o processo de fusão das duas companhias gerou perspectivas positivas aos investidores. Embora tenha-se observado retornos negativos nos dois primeiros meses após a fusão, nos meses posteriores a curva de retorno apresenta um crescimento importante, e estabelece um padrão de comportamento positivo. Uma provável explicação para os retornos negativos nos dois primeiros meses seria um possível desconforto dos investidores com o processo, em função da incerteza e complexidade que uma operação de união empresarial apresenta. Entretanto, a partir do terceiro mês, a curva assume retornos positivos, o que demonstra a melhora tanto da percepção do acionista, quanto do mercado sobre os benefícios resultantes da criação da Raia Drogasil S.A.

Outra análise interessante diz respeito ao desempenho das cotações da Raia Drogasil *versus* o desempenho do IBOVESPA. O gráfico a seguir demonstra este comportamento no período analisado:

Gráfico 4 – Evolução do desempenho RADL3 x IBOVESPA



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa

No gráfico acima, tem-se o comparativo da evolução das cotações da ação da Raia Drogasil em relação ao IBOVESPA. O comportamento positivo após o evento demonstra que o mercado respondeu favoravelmente ao processo de fusão das duas companhias. Interessante verificar a reação do mercado e o crescimento vertiginoso da curva justamente na época do evento. A ação vinha apresentando um comportamento de queda desde o final de março de 2011. No dia anterior a divulgação do primeiro fato relevante, a ação da RADL3 demonstra um salto de 10,23%, evidenciando uma reação exagerada do mercado antes do anúncio público

das empresas sobre as negociações para a fusão, indicando um provável vazamento de informações ao mercado.

Entretanto, nove dias após este súbito disparo, o mercado responde as expectativas inicialmente geradas pela notícia da associação das duas empresas e a curva de cotação corrige o comportamento anormal verificado, com uma queda no preço da ação de 10,86%, retornando próximo ao patamar de negociação verificado anteriormente ao evento. Este movimento de correção é um indicativo de eficiência de mercado.

5.2 ALTERAÇÃO NO RISCO SISTEMÁTICO

Outro objetivo proposto por este estudo foi o impacto no risco da ação com a criação da Raia Drogasil S.A, através da análise do beta da ação. Foi realizado um levantamento de dados para verificar se após a fusão das duas companhias houve alteração na percepção do mercado com relação as ações das empresas, ou seja, se houve variação no risco sistemático destas.

Para o cálculo do beta foram utilizadas as cotações diárias já mencionadas anteriormente. Para tanto, utilizou-se como ponto inicial as variações diárias das ações e do IBOVESPA. A partir de então, calculou-se a variação média mensal. De posse destes dados, pode-se calcular a covariância das variações médias mensais da RADL3 em relação ao IBOVESPA. Após isto, aplicou-se a fórmula do beta, representada abaixo:

$$Beta = \frac{COV_{x,y}}{VAR_y} \quad (7)$$

Os resultados destes cálculos são apresentados na tabela a seguir:

Tabela 2 – Evolução do risco sistemático

Dia	Mês	Data	Beta RADL3	Beta RAI3
-126	-6m	21/01/2011	-1,05	
-105	-5m	22/02/2011	0,95	
-84	-4m	25/03/2011	1,48	2,28
-63	-3m	27/04/2011	2,11	1,98
-42	-2m	26/05/2011	0,07	-0,20
-21	-1m	27/06/2011	-0,41	1,55
MÉDIA			0,53	1,40
Janela do evento				
21	1m	01/09/2011	0,67	0,78
42	2m	03/10/2011	0,75	0,90
63	3m	03/11/2011	0,59	0,45
84	4m	05/12/2011	-0,24	-0,35
105	5m	04/01/2012	-0,06	
126	6m	03/02/2012	0,11	
MÉDIA			0,30	0,45

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados de pesquisa

O que se observou foi uma redução do beta médio da RADL3 nos seis posteriores a fusão (0,30), quando confrontados com os seis meses anteriores ao evento (0,53). Esta redução de 42,3% no beta da ação demonstra uma melhora da percepção dos investidores frente ao risco da ação da Raia Drogasil. Com relação ao beta da Raia, a análise ocorre sobre um período menor, devido a ação estar disponível a menos tempo no mercado; entretanto, foi possível algumas constatações referentes a esta medida de risco. Da mesma forma que ocorrida com a RADL3, a RAI3 apresentou uma redução de 68,09% do seu beta médio nos quatro meses posteriores a fusão (0,45), em relação aos quatro meses anteriores ao evento (1,40). Através destes resultados observados, pode-se constatar que o mercado absorveu de maneira positiva o evento de fusão e, conseqüentemente, os investidores mudaram a sua percepção em relação ao risco da ação.

5.3 ANÁLISE DAS SINERGIAS OPERACIONAIS

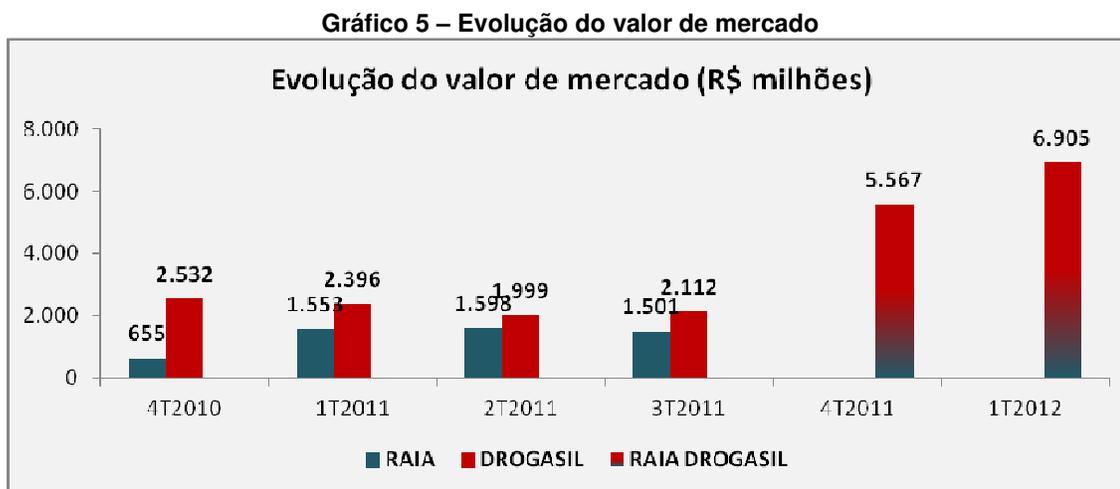
Nesta seção encontram-se os resultados referentes as sinergias operacionais geradas pela criação da Raia Drogasil S.A.

Para a análise das sinergias operacionais resultantes do processo de fusão foram considerados os cinco principais indicadores utilizados pelas companhias para

medir o seu desempenho trimestral, além da verificação de complementaridades geográficas. Estes indicadores encontram-se listados abaixo:

- Valor de mercado;
- Faturamento;
- Despesas com vendas;
- Despesas gerais e administrativas e;
- EBTIDA

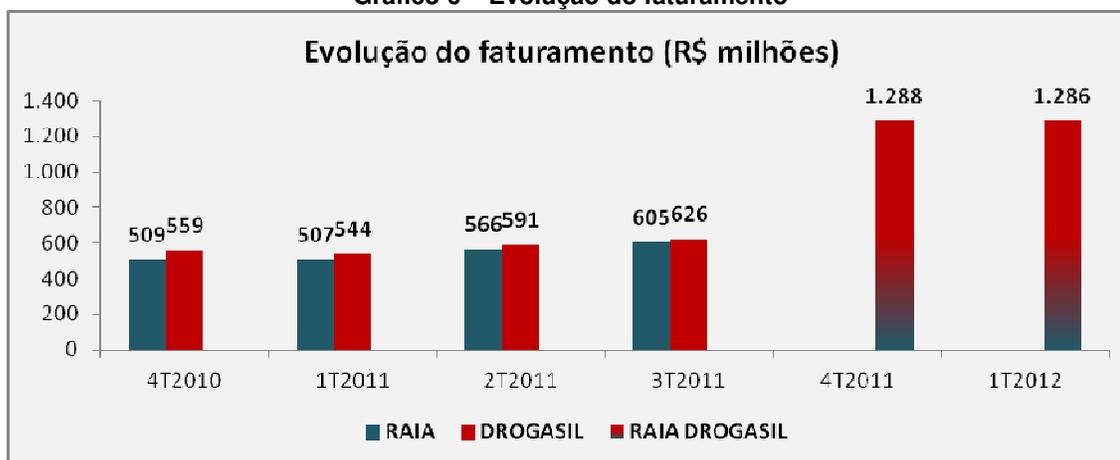
A análise do valor de mercado permite identificar o benefício que o processo de fusão gerou a nova companhia. No 4T2010, as duas companhias valiam, juntas, R\$ 3.187 Bilhões. No 4T2011, a Raia Drogasil chegou ao valor de R\$ 5.567 Bilhões, um crescimento de 74,68%. Realizando esta mesma comparação, mas entre o 1T2011 e o 1T2012, este crescimento alcançou 74,85%, variando de R\$ 3.949 Bilhões para R\$ 6.905 Bilhões. Isto pode ser visualizado no gráfico abaixo:



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos *releases* de resultados das companhias

Com relação ao faturamento da companhia, verificou-se um crescimento consistente ao longo de 2011. A Raia Drogasil S.A. faturou R\$ 1.288 Bilhões no 4T2011, um crescimento de 20,59% em relação ao 4T2010. No mesmo período, segundo dados do IMS Health, o mercado farmacêutico brasileiro cresceu 18,8%.

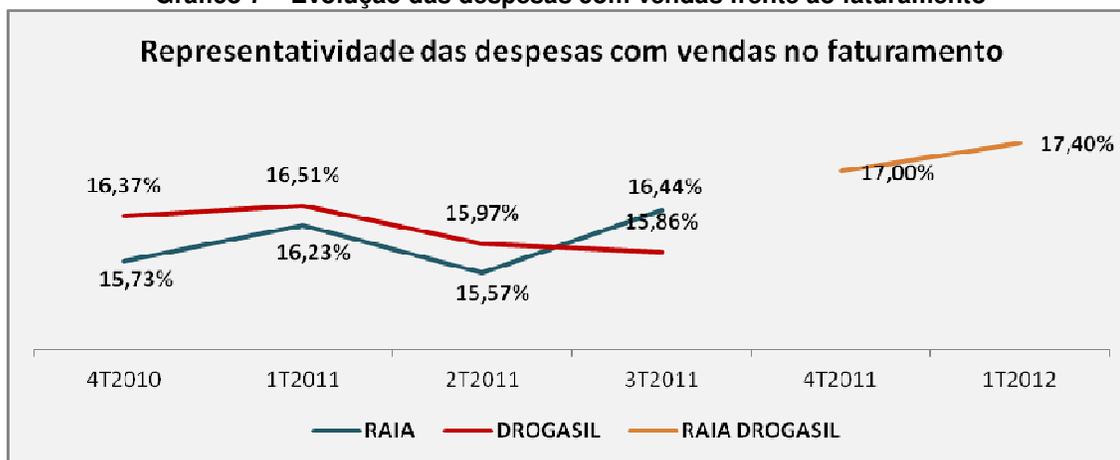
Gráfico 6 – Evolução do faturamento



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos *releases* de resultados das companhias

Analisando as despesas com vendas e sua representatividade frente ao faturamento, constatou-se que, após a fusão houve uma pequena elevação destas; especialmente no 1T2012. Segundo a Raia Drogasil, este crescimento foi em decorrência de três fatores: pressões inflacionárias, a abertura de dois novos centros de distribuição e o reforço no quadro de funcionários das lojas da Droga Raia.

Gráfico 7 – Evolução das despesas com vendas frente ao faturamento

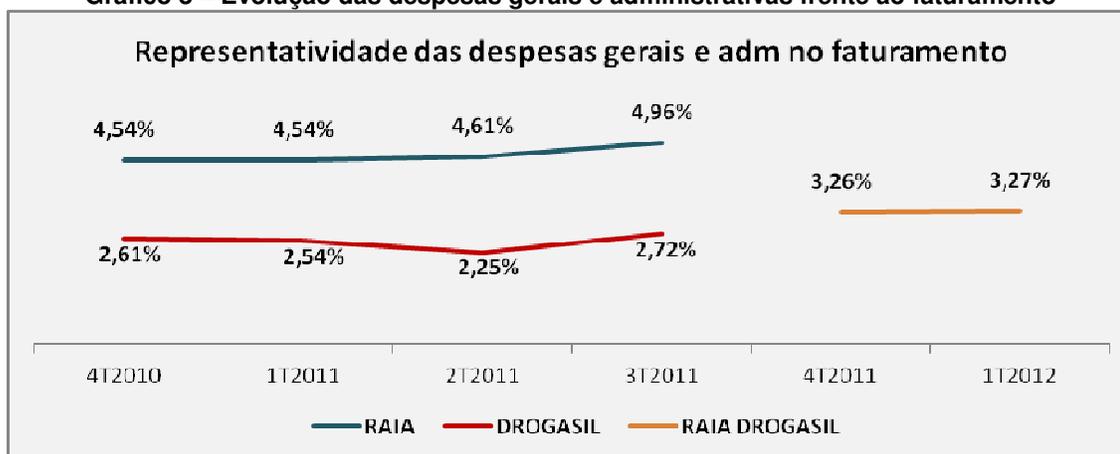


Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos *releases* de resultados das companhias

Com relação as despesas gerais e administrativas, verificou-se a manutenção dos índices, mesmo após a nova empresa ter aumentado a sua capacidade instalada em duas vezes. Tendo em vista que o faturamento trimestral das duas companhias, quando operavam separadas, ser muito próximos, pode-se calcular a média das despesas gerais e administrativas e compará-las com o 4T2011 e 1T2012. No 4T2010, a representatividade das despesas gerais e administrativas

média das companhias era de 3,58%. Um ano após, no 4T2011, com a operação conjunta, este número caiu para 3,26%, uma redução de 8,81%. No comparativo entre o 1T2011 e o 1T2012, estas despesas caíram de 3,54% para 3,27%, uma redução de 7,63%. Segundo consta no relatório da empresa, a manutenção dos índices nestes patamares é resultado da captura de sinergias na unificação da alta e média gerência e da minimização de contratações visando a diluição das despesas administrativas.

Gráfico 8 – Evolução das despesas gerais e administrativas frente ao faturamento



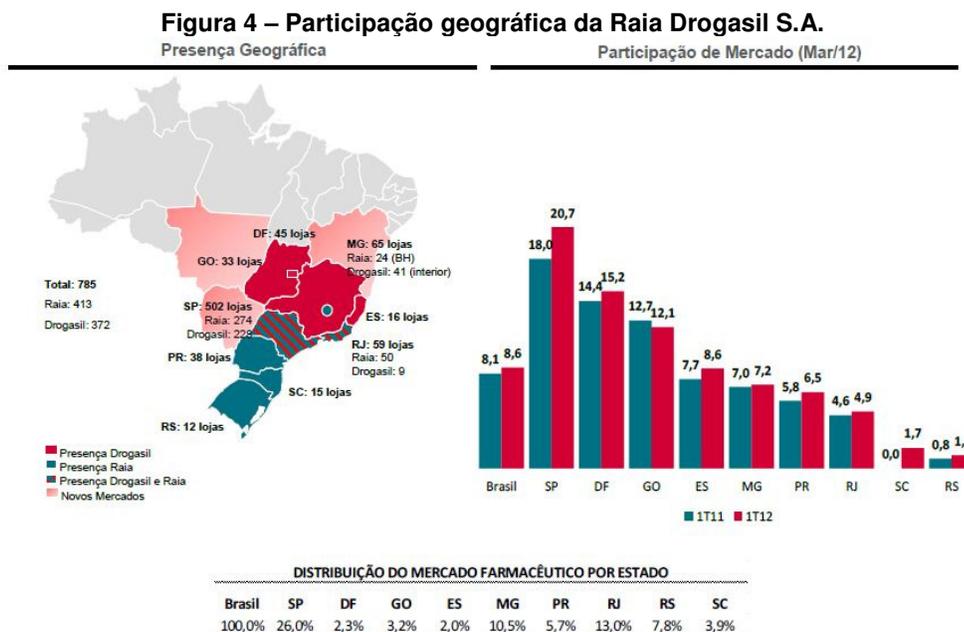
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos *releases* de resultados das companhias

Outra sinergia proveniente do processo de fusão diz respeito aos ganhos de participação de mercado nos estados que as companhias operam. Conforme podemos visualizar na ilustração a seguir, percebe-se claramente o ganho de complementaridade geográfica que a fusão proporcionou a Raia Drogasil S.A.

A Drogasil possuía uma rede distribuída nos estados da região sudeste e centro-oeste, com destaque para os estados de Goiás, Espírito Santo, Minas Gerais (somente interior) e Distrito Federal. A presença da Drogasil no DF é de importância estratégica para a companhia, visto que Brasília é a capital com o maior PIB do país.

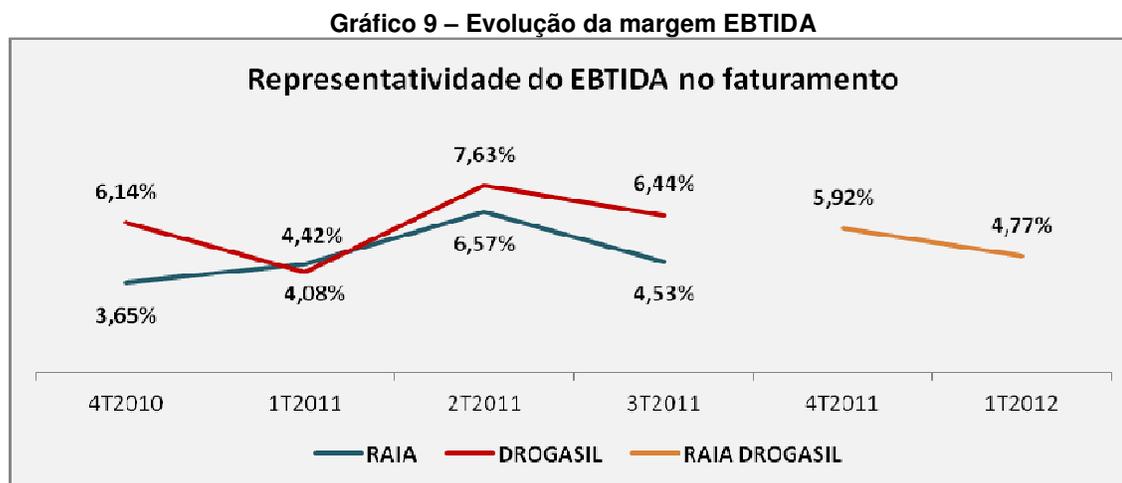
Com relação a presença da Raia, pode-se constatar a maior ocupação nos estados de SP, RJ e a importante presença na capital de MG, Belo Horizonte. Além disso, somente a marca Raia está presente nos estados da Região Sul do país, que possui as capitais – Curitiba, Florianópolis e Porto Alegre – entre as cidades com melhor expectativa de vida do país. Isto se reflete em uma população mais velha e, conseqüentemente, em um mercado com muita demanda e espaço para crescimento.

Por fim, pode-se visualizar no mapa a sinalização da entrada em novos mercados, nos estados do Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Bahia:



Fonte: Raia Drogasil (2012)

O último índice analisado frente ao faturamento é o EBTIDA, um importante indicador de desempenho da companhia, que não considera os gastos com impostos e as depreciações e amortizações. Nesta análise, constatou-se uma tendência de queda na participação do EBTIDA com relação ao faturamento, passando de 5,92% no 4T2011 para 4,77% no 1T2012. Entretanto, calculando-se a média da margem EBTIDA das duas companhias no 1T2011 – 4,25% – e comparando com o valor do 1T2012, constata-se uma elevação de 0,52%.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos *releases* de resultados das companhias

De maneira geral, os dados analisados demonstram que o processo de fusão estudado permitiu a captação de sinergias das duas companhias, originando uma nova empresa com índices operacionais muito interessantes e uma importante valorização de mercado.

A Raia Drogasil conseguiu, no semestre posterior a fusão, manter os índices de desempenho em um padrão muito satisfatório, o que refletiu diretamente na sua valorização de mercado, atingindo R\$ 6.905 Bilhões no 1T2012. Além disso, com um faturamento anual de aproximadamente R\$ 4,7 Bilhões, o grupo Raia Drogasil S.A. encerrou o ano de 2011 entre as dez maiores empresas varejistas brasileiras (EXAME, 2011).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho objetiva auxiliar e contribuir para os estudos dos impactos dos processos de fusão e aquisição entre empresas. Busca, através de uma pesquisa empírica, avaliar, identificar e mensurar os benefícios gerados ao acionista no que diz respeito aos retornos obtidos nas ações das empresas no curto prazo. A metodologia utilizada para esta análise foi o Estudo de Evento, através da utilização de suas técnicas e etapas descritas, a qual permitiu analisar o comportamento dos papéis nos seis meses anteriores e seis meses posteriores a janela do evento.

Ao analisar o retorno e a conseqüente geração de valor ao acionista após o processo de fusão, objetivo geral deste trabalho, constatou-se que o acionista obteve retornos positivos após o evento, ocasionando um aumento de sua riqueza. Embora o período de análise tenha sido curto, pode-se constatar a partir do terceiro mês pós-evento o comportamento positivo da curva, indicando uma reação favorável do mercado ao processo de união empresarial.

Com relação ao desempenho da ação RADL3 frente ao IBOVESPA no período analisado, constatou-se uma valorização da ação da Raia Drogasil S.A. de 17,54% frente a uma queda no índice BOVESPA de 6,06%.

No que diz respeito a alteração da percepção do risco da ação, verificou-se uma queda no risco sistemático das empresas. Os betas antes e depois do evento tiveram variações importantes, sugerindo que o mercado enxergou de maneira positiva a criação da Raia Drogasil S.A.

Por fim, a análise das sinergias operacionais resultantes do processo, através da consulta dos relatórios de resultados das empresas demonstrou que o processo de fusão trouxe resultados interessantes do ponto de vista da captação das sinergias de cada companhia. A nova empresa conseguiu manter a proporção das despesas frente ao faturamento e obteve um aumento no seu valor de mercado de 74,85% entre o 1T2011 e o 1T2012.

Importante ressaltar que, mesmo em um período marcado por reflexos da crise financeira nos países europeus, o desempenho da companhia no período

analisado esteve acima do mercado, o que demonstra o sucesso da preparação e condução do processo de união empresarial.

Assim, em relação ao seu objetivo geral e aos seus objetivos específicos, conclui-se que a presente pesquisa atingiu todos eles.

Para concluir, o presente estudo não encerra as análises sobre o assunto Fusões e Aquisições. Dado a complexidade do tema e as reações incertas que o mercado pode ter frente a um processo de união empresarial, cada vez torna-se mais necessário o aprofundamento dos estudos dos impactos destes processos.

ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE PESQUISA

Data	RADL3	RAIA 3	IBOVESPA	Data	RADL3	RAIA 3	IBOVESPA
	Fechamento	Fechamento	Fechamento		Fechamento	Fechamento	Fechamento
22/11/2010	14,25		69.632	07/02/2011	11,58	23,52	65.362
23/11/2010	14,16		67.952	08/02/2011	11,38	23,15	65.771
24/11/2010	13,93		69.629	09/02/2011	11,14	22,70	64.217
25/11/2010	14,09		69.361	10/02/2011	11,45	22,42	64.577
26/11/2010	14,09		68.226	11/02/2011	11,85	22,58	65.755
29/11/2010	13,88		67.908	14/02/2011	11,98	22,82	66.557
30/11/2010	13,76		67.705	15/02/2011	11,98	22,37	66.341
01/12/2010	14,04		69.345	16/02/2011	12,07	22,40	67.570
02/12/2010	14,03		69.527	17/02/2011	11,93	22,57	67.684
03/12/2010	14,42		69.766	18/02/2011	12,42	23,18	68.066
06/12/2010	14,25		69.551	21/02/2011	12,13	23,38	67.258
07/12/2010	14,09		69.337	22/02/2011	12,42	22,58	66.439
08/12/2010	14,17		68.174	23/02/2011	11,94	22,82	66.910
09/12/2010	14,21		67.879	24/02/2011	11,98	22,74	66.948
10/12/2010	14,25		68.341	25/02/2011	12,03	22,92	66.902
13/12/2010	14,32		69.126	28/02/2011	12,52	23,52	67.383
14/12/2010	14,75		68.742	01/03/2011	12,72	23,17	66.242
15/12/2010	14,92		67.870	02/03/2011	12,32	23,57	67.281
16/12/2010	14,71		67.306	03/03/2011	12,59	24,51	68.145
17/12/2010	14,36		67.981	04/03/2011	12,32	23,33	68.012
20/12/2010	14,39	25,90	67.263	09/03/2011	11,92	23,12	67.263
21/12/2010	14,11	25,80	68.214	10/03/2011	11,58	23,42	66.040
22/12/2010	14,25	25,89	68.470	11/03/2011	11,88	22,84	66.684
23/12/2010	14,20	25,11	68.485	14/03/2011	11,93	24,01	67.169
27/12/2010	14,21	24,85	67.803	15/03/2011	11,78	24,85	67.005
28/12/2010	14,01	24,85	68.040	16/03/2011	11,93	23,83	66.002
29/12/2010	13,70	24,81	68.952	17/03/2011	12,32	24,21	66.215
30/12/2010	13,31	25,24	69.304	18/03/2011	12,27	24,58	66.879
03/01/2011	13,87	25,20	69.962	21/03/2011	12,23	24,66	66.689
04/01/2011	13,90	25,15	70.317	22/03/2011	12,57	24,82	67.578
05/01/2011	13,78	25,20	71.091	23/03/2011	12,57	25,45	67.795
06/01/2011	13,90	25,57	70.578	24/03/2011	12,66	25,81	67.532
07/01/2011	13,57	24,74	70.057	25/03/2011	12,86	25,79	67.765
10/01/2011	14,10	24,66	70.127	28/03/2011	12,78	25,80	67.192
11/01/2011	13,77	24,46	70.423	29/03/2011	12,53	25,50	67.418
12/01/2011	13,74	24,11	71.632	30/03/2011	12,66	25,31	67.997
13/01/2011	13,80	24,71	70.721	31/03/2011	12,62	25,30	68.586
14/01/2011	13,57	25,15	70.940	01/04/2011	13,19	25,50	69.268
17/01/2011	13,75	25,40	70.609	04/04/2011	13,36	25,62	69.703
18/01/2011	13,70	25,50	70.919	05/04/2011	12,76	25,55	69.837
19/01/2011	13,47	26,37	70.058	06/04/2011	12,47	25,01	69.036
20/01/2011	13,06	26,05	69.581	07/04/2011	12,47	25,55	69.176
21/01/2011	13,06	25,80	69.133	08/04/2011	12,37	25,50	68.718
24/01/2011	12,92	26,49	69.426	11/04/2011	12,39	25,46	68.164
26/01/2011	12,87	26,79	68.709	12/04/2011	12,43	25,42	66.896
27/01/2011	12,62	26,64	68.050	13/04/2011	12,29	25,14	66.486
28/01/2011	12,01	25,90	66.697	14/04/2011	12,34	24,66	66.278
31/01/2011	11,83	26,00	66.574	15/04/2011	12,39	24,81	66.684
01/02/2011	11,96	26,05	67.847	18/04/2011	11,96	24,71	65.415
02/02/2011	11,75	25,47	66.688	19/04/2011	11,50	25,40	66.158
03/02/2011	11,63	24,06	66.764	20/04/2011	11,39	25,30	67.058
04/02/2011	11,44	23,91	65.269	25/04/2011	11,49	24,98	66.972

Data	RADL3 Fechamento	RAIA 3 Fechamento	IBOVESPA Fechamento	Data	RADL3 Fechamento	RAIA 3 Fechamento	IBOVESPA Fechamento
26/04/2011	11,61	24,71	67.144	08/07/2011	10,48	26,59	61.513
27/04/2011	11,28	24,47	66.264	11/07/2011	10,41	25,95	60.223
28/04/2011	10,90	24,62	65.673	12/07/2011	10,40	25,80	59.704
29/04/2011	11,20	24,01	66.132	13/07/2011	10,60	26,39	60.669
02/05/2011	11,34	24,52	65.462	14/07/2011	10,55	26,49	59.679
03/05/2011	11,39	24,51	64.318	15/07/2011	10,85	26,55	59.478
04/05/2011	11,57	25,15	63.615	18/07/2011	10,35	26,24	58.837
05/05/2011	11,49	25,10	63.407	19/07/2011	10,06	26,34	59.082
06/05/2011	11,49	25,60	64.417	20/07/2011	10,10	25,75	59.119
09/05/2011	11,20	25,20	64.621	21/07/2011	10,45	26,24	60.262
10/05/2011	11,10	24,85	64.876	22/07/2011	10,50	26,30	60.270
11/05/2011	11,11	24,90	63.775	25/07/2011	10,70	26,39	59.970
12/05/2011	11,55	25,80	64.003	26/07/2011	11,79	27,49	59.339
13/05/2011	11,69	26,29	63.235	27/07/2011	12,19	28,38	58.288
16/05/2011	11,15	26,29	62.829	28/07/2011	12,63	28,37	58.708
17/05/2011	11,08	26,39	63.673	29/07/2011	12,44	28,53	58.823
18/05/2011	10,92	26,01	62.840	01/08/2011	12,91	28,08	58.535
19/05/2011	10,81	25,10	62.367	02/08/2011	12,24	27,29	57.310
20/05/2011	10,55	25,20	62.596	03/08/2011	12,54	28,04	56.017
23/05/2011	10,59	25,29	62.345	04/08/2011	12,39	27,38	52.811
24/05/2011	10,66	25,50	63.336	05/08/2011	12,28	26,30	52.949
25/05/2011	10,88	26,00	63.388	08/08/2011	10,95	23,52	48.668
26/05/2011	10,95	26,14	64.098	09/08/2011	11,34	23,82	51.150
27/05/2011	10,85	25,80	64.294	10/08/2011	11,05	23,42	51.395
30/05/2011	11,13	26,10	63.953	11/08/2011	11,93	25,56	53.343
31/05/2011	11,10	27,77	64.620	12/08/2011	11,14	25,58	53.473
01/06/2011	10,90	27,43	63.411	15/08/2011	11,69	25,82	54.651
02/06/2011	10,75	27,44	64.218	16/08/2011	12,24	26,49	54.323
03/06/2011	10,40	26,99	64.340	17/08/2011	12,64	27,78	55.073
06/06/2011	10,43	26,79	63.067	18/08/2011	12,34	27,43	53.134
07/06/2011	10,50	26,79	63.217	19/08/2011	12,14	27,19	52.447
08/06/2011	10,41	26,89	63.032	22/08/2011	12,22	27,04	52.440
09/06/2011	10,85	27,24	63.468	23/08/2011	12,13	27,29	53.786
10/06/2011	10,90	27,21	62.697	24/08/2011	12,44	27,09	53.795
13/06/2011	10,60	27,04	62.022	25/08/2011	12,44	27,29	52.953
14/06/2011	10,79	27,08	62.204	26/08/2011	12,56	27,78	53.350
15/06/2011	10,75	26,84	61.603	29/08/2011	12,29	28,43	54.860
16/06/2011	10,40	26,19	60.880	30/08/2011	12,30	27,78	55.385
17/06/2011	10,40	25,62	61.059	31/08/2011	12,44	27,78	56.495
20/06/2011	10,56	25,30	61.168	01/09/2011	11,94	26,49	58.118
21/06/2011	10,35	25,80	61.423	02/09/2011	12,36	27,29	56.531
22/06/2011	10,40	25,01	61.194	05/09/2011	12,19	26,49	54.998
24/06/2011	10,25	25,80	61.016	06/09/2011	12,15	27,09	56.607
27/06/2011	10,09	25,41	61.216	08/09/2011	12,34	27,33	57.623
28/06/2011	10,25	25,50	62.303	09/09/2011	12,28	27,28	55.778
29/06/2011	10,60	25,56	62.333	12/09/2011	12,10	26,98	55.685
30/06/2011	10,60	25,80	62.403	13/09/2011	11,56	25,90	55.543
01/07/2011	10,46	26,28	63.394	14/09/2011	11,59	25,60	56.286
04/07/2011	10,90	26,49	63.891	15/09/2011	11,79	26,10	56.381
05/07/2011	10,85	26,79	63.038	16/09/2011	11,99	26,99	57.210
06/07/2011	10,95	27,14	62.565	19/09/2011	11,79	26,44	57.102
07/07/2011	10,67	27,19	62.207	20/09/2011	11,79	26,05	56.378

Data	RADL3	RAIA 3	IBOVESPA	Data	RADL3	RAIA 3	IBOVESPA
	Fechamento	Fechamento	Fechamento		Fechamento	Fechamento	Fechamento
21/09/2011	11,76	26,05	55.981	07/12/2011	12,19	27,86	58.662
22/09/2011	11,26	24,81	53.280	08/12/2011	12,24	28,31	57.455
23/09/2011	11,13	24,71	53.230	09/12/2011	12,49	28,50	58.236
26/09/2011	11,23	25,60	53.747	12/12/2011	12,29	28,45	57.346
27/09/2011	11,24	25,15	53.920	13/12/2011	11,86	27,10	57.494
28/09/2011	11,17	24,71	53.270	14/12/2011	11,94	27,60	56.646
29/09/2011	11,15	24,71	53.384	15/12/2011	12,54	28,78	56.331
30/09/2011	11,19	25,50	52.324	16/12/2011	13,28	30,50	56.096
03/10/2011	10,75	24,51	50.791	19/12/2011	12,94		55.298
04/10/2011	10,35	23,76	50.686	20/12/2011	12,94		56.864
05/10/2011	10,85	24,66	51.013	21/12/2011	12,88		56.653
06/10/2011	10,95	25,10	52.290	22/12/2011	12,01		57.347
07/10/2011	10,89	24,90	51.243	23/12/2011	12,58		57.701
10/10/2011	11,13	24,89	53.273	26/12/2011	12,96		57.669
11/10/2011	11,19	25,05	53.838	27/12/2011	12,98		58.005
13/10/2011	11,22	25,18	54.601	28/12/2011	12,87		56.533
14/10/2011	11,73	26,54	55.030	29/12/2011	12,95		56.754
17/10/2011	11,34	26,29	53.911	02/01/2012	13,18		57.829
18/10/2011	11,56	26,29	55.031	03/01/2012	13,38		59.264
19/10/2011	11,66	26,46	54.966	04/01/2012	13,38		59.364
20/10/2011	11,74	26,00	54.009	05/01/2012	13,28		58.546
21/10/2011	11,70	26,98	55.255	06/01/2012	13,23		58.600
24/10/2011	11,77	26,59	56.891	09/01/2012	13,28		59.082
25/10/2011	11,77	26,49	56.285	10/01/2012	13,18		59.805
26/10/2011	11,78	26,30	57.143	11/01/2012	13,18		59.962
27/10/2011	11,61	26,00	59.270	12/01/2012	13,08		59.920
28/10/2011	11,39	26,00	59.513	13/01/2012	13,28		59.146
31/10/2011	10,75	24,35	58.338	16/01/2012	13,48		59.956
01/11/2011	10,75	24,00	57.322	17/01/2012	13,33		60.645
03/11/2011	10,98	24,40	58.196	18/01/2012	13,56		61.722
04/11/2011	10,41	23,91	58.669	19/01/2012	13,48		61.926
07/11/2011	10,69	24,20	59.198	20/01/2012	13,93		62.312
08/11/2011	10,70	24,50	59.026	23/01/2012	13,93		62.386
09/11/2011	10,73	24,21	57.549	24/01/2012	13,98		62.486
10/11/2011	10,96	24,96	57.321	26/01/2012	14,23		62.953
11/11/2011	11,22	25,35	58.546	27/01/2012	14,48		62.904
14/11/2011	11,50	26,53	58.258	30/01/2012	14,38		62.770
16/11/2011	11,31	26,25	58.559	31/01/2012	14,48		63.072
17/11/2011	11,20	25,83	56.988	01/02/2012	14,75		64.567
18/11/2011	11,44	26,40	56.731	02/02/2012	14,87		64.593
21/11/2011	11,46	26,20	56.284	03/02/2012	15,18		65.217
22/11/2011	11,29	25,75	55.878				
23/11/2011	11,64	25,81	54.972				
24/11/2011	11,44	26,69	55.279				
25/11/2011	11,66	26,90	54.894				
28/11/2011	11,67	26,75	56.017				
29/11/2011	11,72	26,95	55.299				
30/11/2011	12,54	28,10	56.874				
01/12/2011	12,04	28,00	58.143				
02/12/2011	12,40	28,55	57.885				
05/12/2011	12,68	28,50	58.910				
06/12/2011	12,14	28,00	59.536				

ANEXO B – FATOS RELEVANTES DEFINIDORES DA JANELA DE EVENTO**Data: 27/07/2011**

(27/07) DROGASIL (DROG - NM) / RAIA (RAIA - NM) - Tratativas para associação entre as Cias.

DRI: Claudio Roberto Ely / Eugenio de Zagottis

Enviaram o seguinte Fato Relevante:

"Sao Paulo, 26 julho de 2011 - Nos termos da Instrução n. 358, de 3 de janeiro de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), a Drogasil S.A. (Bovespa: DROG3) ("Drogasil") e a Raia S.A. (Bovespa: RAIA3) ("Raia") vêm informar o seguinte:

1. Drogasil e Raia vêm mantendo tratativas para a realização de uma associação entre as duas empresas, contemplando a reunião da totalidade de seus acionistas em uma única companhia, listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. No contexto dessas tratativas, as duas companhias vêm estudando alternativas de estrutura para a operação, bem como negociando um acordo de associação, para regular seus termos e condições. Além disso, os acionistas que exercem o controle das duas companhias vêm negociando um acordo de acionistas.
2. A associação está sujeita a conclusão bem-sucedida das tratativas ora em curso entre as duas companhias e tais acionistas.
3. Drogasil e Raia manterão o mercado informado sobre a evolução das tratativas de associação ora em curso."

Data: 03/08/2011

(03/08) DROGASIL (DROG - NM) / RAIA (RAIA - NM) - Reestruturação Societária / Incorporação de Ações

DRI: Claudio Roberto Ely /Eugenio de Zagottis

Enviaram o seguinte Fato Relevante:

"RAIA E DROGASIL SE ASSOCIAM PARA CRIAR A RAIA DROGASIL S.A., A MAIOR REDE DE DROGARIAS E O 7º MAIOR GRUPO VAREJISTA DO BRASIL EM FATURAMENTO, COM CONTROLE E GESTÃO COMPARTILHADOS.

A Raia S.A. ("Raia") e a Drogasil S.A. ("Drogasil"), e, em conjunto com a Raia, as "Companhias" vêm comunicar, em atendimento a Instrução CVM n. 358/2002, que foi firmado, em 2 de agosto de 2011, acordo de associação e outras avenças ("Acordo de Associação") pelas Companhias e pelos acionistas que exercem o controle de cada uma delas.

Por meio de uma associação entre iguais ("Associação"), este acordo resultará na criação da RAIA DROGASIL S.A. ("RAIA DROGASIL"), cujo controle será compartilhado entre os acionistas que atualmente exercem o controle das Companhias (famílias Pires Oliveira Dias e Galvão pela Drogasil, família Pipponzi e fundos geridos por Pragma e Gávea pela Raia), nos termos de um acordo de acionistas que vinculará as ações em número igual entre os acionistas que exercem o controle de cada uma das empresas.

Esta associação nasce a partir de valores e visões compartilhados por duas Companhias com grande tradição no setor farmacêutico (Raia: 106 anos, Drogasil: 76 anos) e pelos seus principais acionistas, que são membros das famílias fundadoras de cada uma das empresas.

Com R\$ 4,1 Bilhões de receita bruta combinada, R\$ 224 milhões de "EBITDA" nos 12 meses encerrados em 31 de março de 2011 e mais de 700 drogarias em nove unidades da federação, nas quais se encontra aproximadamente 78% do mercado farmacêutico brasileiro, a RAIA DROGASIL nasce como o 7º maior grupo varejista do Brasil, segundo Exame Maiores e Melhores de 2010, e como a líder absoluta no mercado de drogarias do país. Sua participação de mercado combinada nos 12 meses encerrados em 31 março de 2011 foi de 8,3% do mercado farmacêutico brasileiro, segundo o "IMS Health".

A RAIA DROGASIL operará através das marcas Droga Raia e Drogasil, duas marcas líderes, com forte identidade, presença geográfica complementar e forte potencial de crescimento. Esta combinação de ativos, talentos e competências permitirá a RAIA DROGASIL capturar sinergias de forma a incrementar a

competitividade das duas marcas perante os consumidores e a obter benefícios econômicos para a empresa, acionistas e consumidores.

A RAIA DROGASIL seguirá listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA e terá "free float" de aproximadamente 50% do seu capital. Essa associação deverá também resultar em uma companhia com elevado nível de liquidez.

Será inserido no estatuto social da RAIA DROGASIL mecanismo de proteção a dispersão acionária, nos termos do disposto nos artigos 31, 36 e respectivos parágrafos do estatuto social da Raia.

Será assinado um acordo de acionistas entre os controladores da RAIA DROGASIL com validade de 10 anos, e que vinculará ações correspondentes a 40% do seu capital, que estarão sujeitas a "lock-up" por toda a sua vigência. Os acionistas que exercem o controle de cada uma das empresas contribuirão, cada grupo, com metade das ações vinculadas. O total de ações vinculadas será reduzido progressivamente até o quinto ano do acordo, quando passará a representar 30% do capital da RAIA DROGASIL, mantendo-se sempre a paridade do número de ações vinculadas entre os acionistas das Companhias. Por fim, as demais ações de cada acionista controlador acompanharão o voto do grupo de controle em assembléia.

O Conselho de Administração da RAIA DROGASIL terá nove membros. Cada grupo de acionistas indicará três membros, cabendo as três cadeiras remanescentes aos conselheiros independentes. O Conselho terá quatro comitês permanentes de apoio a gestão, e que serão presididos pelo Chairman Executivo do Conselho: Pessoas, Operações, Expansão e Auditoria.

Foi também acordado que o Sr. Antonio Carlos Pipponzi, atual Diretor-Presidente da Raia, será eleito Chairman Executivo do Conselho de Administração, e o Sr. Claudio Roberto Ely, atual Diretor Geral e de Relações com Investidores da Drogasil, será o Diretor-Presidente da RAIA DROGASIL. Os diretores estatutários a serem nomeados serão egressos de ambas as Companhias. O Sr. Eugenio De Zagottis, atual diretor de Relações com Investidores da Raia, será nomeado para a diretoria de Relações com Investidores da RAIA DROGASIL.

A Associação das Companhias se dará mediante a incorporação das ações da Raia pela Drogasil. As ações da Drogasil, que passarão a ser denominadas RAIA

DROGASIL S.A., continuarão a ser negociadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. A relação de substituição aplicável aos acionistas da Raia na incorporação de suas ações pela Drogasil será de 2,29083790 ações ordinárias de emissão da Drogasil para cada ação ordinária de emissão da Raia. O capital da RAIA DROGASIL será detido pelos atuais acionistas da Drogasil na proporção de 57% e pelos da Raia na proporção de 43%. Por ocasião da incorporação de ações, serão emitidas novas ações da Drogasil, observando a relação de troca acima indicada, para os acionistas da Raia, que passará a ser subsidiária integral da RAIA DROGASIL.

Esta relação de troca já considera a decisão de pagamento de juros sobre o capital próprio aos acionistas de ambas as Companhias relativos ao primeiro semestre de 2011 (R\$ 16.550.000,00 brutos já declarados pela Drogasil e R\$ 12.890.000,00 brutos a serem declarados pela Raia até a data do fechamento da operação).

As opções de subscrição/aquisição de ações existentes, que foram emitidas por ambas as Companhias em linha com as respectivas políticas de remuneração e retenção de executivos, deverão ser exercidas ou canceladas até a data da incorporação de ações e, se exercidas, terão por objeto exclusivamente ações já mantidas em tesouraria, sendo, portanto, neutras para os fins da operação, não afetando a referida relação de troca.

A celebração do Acordo de Associação foi autorizada por unanimidade pelos Conselhos de Administração das Companhias e os compromissos estabelecidos no Acordo de Associação estão condicionados ao cumprimento das obrigações e condições estabelecidas no Acordo de Associação, incluindo, sem limitação, a realização de auditorias legal, contábil e financeira das Companhias e a aprovação da incorporação das ações da Raia pela Drogasil pelas Assembléias Gerais de ambas as Companhias.

O Acordo de Associação foi celebrado pelos acionistas que exercem o controle de cada uma das Companhias, que concordaram em tomar todas as medidas para a sua efetivação, incluindo votar favoravelmente a incorporação das ações da Raia pela Drogasil nas Assembléias Gerais das Companhias que serão convocadas para tratar dessa matéria. Ele poderá ser rescindido caso a incorporação de ações não seja aprovada até 31 de dezembro de 2011.

O Acordo de Associação será submetido a apreciação das autoridades brasileiras de defesa da concorrência (Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, Secretaria de Direito Econômico - SDE e Secretaria de Acompanhamento Econômico - SEAE).

As demais informações sobre a Associação requeridas nos termos da Instrução CVM n. 319/99 e demais normas aplicáveis, inclusive sobre direito de recesso dos acionistas de cada uma das Companhias, serão objeto de novo fato relevante a ser oportunamente publicado.

Os documentos relativos a Associação estarão à disposição dos acionistas das Companhias envolvidas, a partir da data de publicação dos editais de convocação das assembléias gerais extraordinárias das Companhias, que tratarão da incorporação das ações da Raia pela Drogasil, nos termos da regulamentação aplicável."

ANEXO C – CRONOGRAMA DOS PRINCIPAIS ACONTECIMENTOS NO PROCESSO DE FUSÃO

Data	Acontecimento	Detalhamento
26/07/2011	Variação de 10,23% no preço da ação	Provável vazamento de informações.
27/07/2011	Divulgação de fato de relevante	Anúncio das tratativas de associação.
03/08/2011	Divulgação de fato de relevante	Anúncio da fusão.
25/10/2011	Divulgação de fato de relevante	Detalhamento da composição do Capital Social da Drogasil antes e depois da incorporação, informações sobre o aumento do patrimônio líquido da Drogasil, alterações estatutárias.
25/10/2011	Divulgação de fato de relevante	Anúncio da AGE (Assembléia Geral Extraordinária) do dia 10/11/2011, com o objetivo de deliberar sobre a incorporação das ações da Raia S.A. pela Drogasil S.A.
11/11/2011	Divulgação de fato de relevante	Aprovação da incorporação das ações da Raia S.A. pela Drogasil S.A., na razão de 1:2,29.
15/12/2011	Divulgação de fato de relevante	Incorporação das ações da Raia S.A. pela Drogasil S.A., anúncio do encerramento das negociações das ações da Raia no pregão e anúncio do novo código de negociação das ações da Raia Drogasil S.A. (RADL3).
02/02/2011	Divulgação de fato de relevante	Anúncio de acordos e contratos para aquisição de pontos comerciais nos estados do Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Bahia.

ANEXO D – RESULTADOS DAS COMPANHIAS PUBLICADOS NOS RELEASES



	2010	4T2010	1T2011	2T2011	3T2011
Valor de mercado	R\$ 654,7	R\$ 654,7	R\$ 1.553,0	R\$ 1.598,0	R\$ 1.501,0
Faturamento	R\$ 1.086,0	R\$ 509,1	R\$ 507,0	R\$ 566,0	R\$ 605,1
Despesas vendas	R\$ 292,5	R\$ 80,1	R\$ 82,3	R\$ 88,1	R\$ 99,5
Despesas gerais e adm	R\$ 84,4	R\$ 23,1	R\$ 23,0	R\$ 26,1	R\$ 30,0
Lucro líquido	R\$ 1,7	-R\$ 0,9	R\$ 10,2	R\$ 23,4	R\$ 12,3
EBTIDA	R\$ 75,7	R\$ 18,6	R\$ 22,4	R\$ 37,2	R\$ 27,4



	2010	4T2010	1T2011	2T2011	3T2011
Valor de mercado	R\$ 2.531,7	R\$ 2.531,7	R\$ 2.396,0	R\$ 1.999,0	R\$ 2.112,0
Faturamento	R\$ 2.089,0	R\$ 558,8	R\$ 544,0	R\$ 591,0	R\$ 626,0
Despesas vendas	R\$ 317,7	R\$ 91,5	R\$ 89,8	R\$ 94,4	R\$ 99,3
Despesas gerais e adm	R\$ 51,7	R\$ 14,6	R\$ 13,8	R\$ 13,3	R\$ 17,0
Lucro líquido	R\$ 89,0	R\$ 22,1	R\$ 11,6	R\$ 27,7	R\$ 22,2
EBTIDA	R\$ 143,5	R\$ 34,3	R\$ 22,2	R\$ 45,1	R\$ 40,3



	2011	4T2011	1T2012
Valor de mercado	R\$ 5.567,0	R\$ 5.567,0	R\$ 6.905,0
Faturamento	R\$ 4.730,0	R\$ 1.288,0	R\$ 1.286,0
Despesas vendas	R\$ 786,5	R\$ 218,9	R\$ 223,7
Despesas gerais e adm	R\$ 154,1	R\$ 42,0	R\$ 42,1
Lucro líquido	R\$ 151,4	R\$ 43,3	R\$ 27,8
EBTIDA	R\$ 271,5	R\$ 76,2	R\$ 61,4

REFERÊNCIAS

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. *Production, information costs, and economic organization. The American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 62, n. 5, p. 777-795, Dec, 1972.

BARBEDO, Fernando F. **Fusões e Aquisições no Mercado de Capitais Brasileiro: Analisando o Retorno para o Acionista**. LUME – UFRGS. Disponível em: <http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/24387/000593235.pdf?sequenc e=1>. Acesso em: 20/03/2012.

BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and privacy property*. New York: MacMillan, 1932.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Brasília. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em: 11/04/2012.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.341, de 29 de junho de 1987**. Brasília. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2341.htm. Acesso em: 20/05/2012.

BRASIL. **Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Brasília. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leis/ant2001/lei924995.htm>. Acesso em: 20/05/2012.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Brasília. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm. Acesso em: 20/05/2012.

BRASIL. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009**. Brasília. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm. Acesso em: 20/05/2012.

BRASIL. **Ministério da Justiça**. Brasília. Disponível em: <http://portal.mj.gov.br/data/Pages/MJ29715BC8ITEMIDCEF35B5AB2E84F6A8CA8858B129BB4EFPTBRNN.htm>. Acesso em: 22/05/2012.

BRUNER, R.F. *Does M&A pay? Darden Graduate School of Business, University of Virginia*. Charlottesville, 2001.

CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. **Fusões, aquisições e takeovers: Um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**. Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2003.

CASTRO, Denise M.F. **Criação de valor em fusões e aquisições**. Biblioteca Virtual da USP. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-03112010-194441/pt-br.php>. Acesso em: 19/05/2012.

CHINAGLIA, O.Z.; ANDERS, E.C.; BAGNOLI, V. Os cinquenta anos do Cade. **Valor Econômico**. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/2641858/os-cinquenta-anos-do-cade>. Acesso em: 22/05/2012.

COASE, R. H. *The nature of the firm*. **Economica**, London: [s.n.], v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov, 1937.

DAMODARAN, A. **The value of synergy**. New York: Stern School of Business, 2005. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. Acesso em: 20/05/2012.

DA SILVA, S. S *et al.* **Governança Corporativa no Brasil: algumas discussões envolvendo os acionistas minoritários e os Conselhos de Administração**. Lavras: Universidade Federal de Lavras, [2005].

DEBORNES, F.; SEDEH, L. **Fusões no mercado farmacêutico e os impactos na indústria e nos canais**. Disponível em: <http://mundodomarketing.com.br/artigos/florence-debornes-e-luiz-sedeh/20542/fusoes-no-mercado-farmacutico-e-os-impactos-na-industria-e-nos-canais.html>. Acesso em: 17/05/2012.

DROGASIL S.A. **Release de Resultados 1T2011, 2T2011 e 3T2011**. Disponível em: <http://www.drogasil.com.br/ri/>. Acesso em: 08/06/2012.

DROGA RAIA S.A. **Release de Resultados 1T2011, 2T2011 e 3T2011**. Disponível em: http://ri.drogaraia.com.br/drogaraia/web/conteudo_pt.asp?tipo=33144&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2011. Acesso em: 08/06/2012.

EXAME. **As 10 maiores empresas do varejo brasileiro**. Dezembro de 2011. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/negocios/empresas/varejo/noticias/veja-as-dez-maiores-empresas-do-varejo-brasileiro>. Acesso em: 24/06/2012.

FAMA, E.F. *et al.* *The Adjustment Of Stock Prices To New Information*. **International Economic Review**, Vol. 10., p. 1-27, Feb, 1969.

GORT, M. *An economic disturbance theory of mergers*. **The Quarterly Journal of Economics**, [S.l.: s.n] v. 83, n. 4, p. 624-642, Nov. 1969.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros & estratégia corporativa**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 724 p.

HIRSCHEY, M. **Mergers, buyouts and fakeouts**. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 317-322, May, 1986.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança no Brasil**. Sítio do IBGC. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=20>. Acesso em: 23/05/2012.

INVESTPEDIA. **Desdobramento (split)**. Disponível em: <http://www.investpedia.com.br/artigo/O+que+e+desdobramento+split+e+grupamento+inplit.aspx>. Acesso em: 02/06/2012.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure.** *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

JENSEN, M. **Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over.** *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.

KLOECKNER, G.O. **Fusões e aquisições: Motivos e evidência empírica.** *Revista de Administração*, São Paulo, v.29, n.1, p. 42-58, jan/mar. 1994.

LAMB, R. Conflitos e teoria da agência – uma visão financeira. **Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração**, 26º, Anais. Canela: ANPAD, 1992.

MANNE, H. G. **Mergers and the market for corporate control.** *Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago, v. 73, n. 2, p. 110-120, Apr. 1965.

MACKINLAY, A.C. **Event studies in economics and finance.** *Journal of Economic Literature*, Nashville: American Economic Association, v. 35, n. 1, mar. 1997.

MUELLER, D. C. **A theory of conglomerate mergers.** *Quarterly Journal of Economics*, [S.l.: s.n.], v. 83, n. 4, p. 643-660, Nov. 1969.

MÜSSNICH, F. A. M. A utilização desleal de informações privilegiadas – "insider trading" – no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: v. 18, n. 34, p. 31- 51, abr/jun. 1979.

OLIVEIRA, R. Fundamentos do Imposto de Renda. In: Rocha, Sérgio André (Org.) **Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

PAXSON, D., WOOD, D. **Blackwell Enciclopedic Dictionary of Finance. Massachusetts:** Blackwell Publishers, 1998.

PINHEIRO, V. Mudança no Cade preocupa fundos. **Valor Econômico**. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/2662858/mudanca-no-cade-preocupa-fundos>. Acesso em: 22/05/2012.

PROCIANOY, J. L.; ANTUNES, M. A. **Os efeitos das decisões de investimento das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais.** In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXV. Campinas: ANPAD, set. 2001.

PRICE WATERHOUSE COOPERS. **Relatório de Fusões e Aquisições no Brasil**, nov/2011. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt/estudos-pesquisas/fusoes-aquisicoes.jhtml>. Acesso em: 20/05/2012.

RAIA DROGASIL S.A. **Release de Resultados 4T2011 e 1T2012.** Disponível em:http://www.raiadrogasil.com.br/raiadrogasil/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&cont a=28&tipo=40252. Acesso em: 08/06/2012.

REUTERS BRASIL. **Governo sanciona lei que muda política de defesa da concorrência.** Disponível em: <http://reuters-brasil.jusbrasil.com.br/noticias/2949088/governo-sanciona-lei-que-muda-politica-de-defesa-da-concorrenca>. Acesso em: 22/05/2012.

ROLL, R. *The hubris hypothesis of corporate takeovers.* **Journal of Business**, Chicago: University of Chicago, v. 59, n 2, part 1, p. 197-216, Apr. 1986.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JORDAN, B.D. **Princípios de administração financeira.** 2ª ed. – 9 reimpr. – São Paulo: Atlas, 2010. 525 p.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.

SAÚDE WEB. **Em 2015, Brasi deve assumir 6ª posição no mercado farmacêutico.** Disponível em: <http://saudeweb.com.br/24181/em-2015-brasil-deve-assumir-6-posicao-no-mercado-farmaceutico/>. Acesso em: 17/05/2012.

SCHERER, F. M.; ROSS, D. **Industrial market structure and economic performance.** 3. ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.

SCHMIDT, C.A.; A Seae em época de SuperCade. **Valor Econômico.** Disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniao/2648570/seae-em-epoca-de-supercade>. Acesso em: 02/05/2012.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. **Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal.** In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVI. Salvador: ANPAD, set. 2002.

TAUFICK, R.D. Para quem sobra o novo Cade? **Valor Econômico.** Disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniao/1137202/para-quem-sobra-o-novo-cade>. Acesso em 24/05/2012.

WESTON, J.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira.** 10. Ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000. 1.030 p.

WOOD JR., T.; VASCONCELOS, F.C.; CALDAS, M.P. Fusões e aquisições no Brasil. **Revista de Administração Eletrônica**, São Paulo, v.2, n. 4, p. 41-45, nov. 2003/jan. 2004.