UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

CAROLINA COLETTA

Análise do perfil de processos de fusões e aquisições que geraram e destruíram valor no período de 2011 a 2013

Ribeirão Preto
2015

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Profa. Dra. Sonia Valle Walter Borges de Oliveira
Chefe de Departamento de Administração / FEA-RP

CAROLINA COLETTA

Análise do perfil de processos de fusões e aquisições que geraram e destruíram valor no período de 2011 a 2013

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Profa. Dra. Perla Calil Pongeluppe Wadhy Rebehy

Ribeirão Preto
2015

AUTORIZO A REPRODUÇÃO E DIVULGAÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

FICHA CATALOGRÁFICA

RESUMO

COLETTA, C**. Análise do perfil de processos de fusões e aquisições que geraram e destruíram valor no período de 2011 a 2013.** 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

Os processos de fusões e aquisições (F&A) vêm desempenhando papel cada vez mais significativo no cenário econômico ao longo dos últimos anos. Em resposta à crescente competição internacional impulsionada pela globalização dos mercados, muitas empresas encontraram nas F&A uma alternativa capaz de manter sua posição competitiva, por meio de estratégias de motivação como: crescimento, diversificação e economias de escala e escopo. Entretanto, o objetivo básico para essas estratégias é o mesmo de qualquer outro investimento relacionado à estratégia da empresa: adicionar valor (RAPPAPORT, 2001). Desta forma, o objetivo geral deste estudo consiste em caracterizar o perfil dos processos de fusão e aquisição que geraram e destruíram valor para a empresa adquirente após a concretização da operação, tendo como métrica para cálculo do valor o preço das ações. A metodologia utilizada foi a aplicação de testes de médias para uma amostra de 51 empresas que realizaram F&A no período de 2011 a 2013, em diferentes países e com características distintas. Tais características foram analisadas em termos de variáveis como: tipo de motivação do processo, região de origem da empresa adquirente, ocorrência de processo do tipo cross-border ou nacional, e setor macroeconômico de atuação da empresa adquirente. Foram coletadas as cotações das ações das empresas adquirentes no período de 3 meses antes do anúncio da operação e de 10 dias após a concretização da F&A, a fim de identificar a variação no valor das empresas e sua relação com cada variável. Os resultados dos testes de média, bem como a análise do número de *ranks* positivos e negativos permitem delimitar o perfil dos processos que geraram valor: suas motivações foram o crescimento e razões financeiras; envolveram empresas adquirentes com origem nas Américas, atuantes nos setores de energia, financeiro, industrial e bens de consumo, e que realizaram processos nacionais. Conclui-se, ainda, que o perfil dos processos de F&A que destruíram valor inclui empresas cuja motivação foi diversificação, com origem na Europa e Ásia, que realizaram processos do tipo cross-border e atuam nos setores de materiais, saúde e tecnologia.

ABSTRACT

COLETTA, C**. Profile analysis of mergers and acquisitions that generated and destroyed value from 2011 to 2013.** 2015. Final thesis (Bachelor's Degree in Business Administration) – School of Economics, Business Administration and Accounting at Ribeirao Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

Mergers and acquisitions (M&A) have been playing a significant role in the economic scenario over the last years. In response to the growing international competition driven by market globalization, several companies have seen in M&A an alternative capable of maintaining their competitive positions, through motivation strategies such as: growth, diversification and economies of scale and scope. However, the basic objective to implement these strategies is the same as any other investment related to the company's strategy: to add value (RAPPAPORT, 2001). Thus, the aim of this study is to characterize the profile of M&A processes which generated or destroyed value for the acquiring company after the transaction, using stock prices as the metric to calculate value. The methodology is based on the application of tests for difference in means for a sample of 51 M&A deals, which occurred in different countries from 2011 to 2013. The particularities of these deals were analyzed as variables such as: type of motivation, home region of the acquiring company, presence of cross-border or national process, and the economic sectors of the acquiring company. In order to identify the value variation and its relation to each variable, stock prices of acquiring companies were gathered for a 3 months period before the M&A announcement and a 10 days period after its completion. The results of the tests for difference in means, as well as the analysis of the negative and positive ranks, allow to define the profile of the M&A deals that have generated value: their motivations were growth and financial reasons; the acquiring companies are from the Americas; they belong the following sectors: energy, financial, industrial and consumer staples; and they have undertaken national M&A deals. It can be also concluded the M&A deals that have destroyed value are those motivated by diversification and with acquiring companies from Europe and Asia; they are also cross-border processes and the acquiring companies are from materials, health and technology industries.

LISTA DE SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
F&A	Fusões e Aquisições
LBO	*Leveraged Buyout*
M&A	*Mergers and Acquisitions*
NAFTA	*North Atlantic Free Trade Association*
OMC	Organização Mundial do Comércio
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas descritivas da amostra.....37
Tabela 2 - *Ranks* da amostra a partir do teste Wilcoxon.....38
Tabela 3 - Estatísticas teste da amostra.....38
Tabela 4 - Resumo do teste de hipóteses da amostra.....39
Tabela 5 - Resumo dos resultados dos testes de média por motivação da F&A.....39
Tabela 6 - Resumo dos resultados dos testes de média por continente da empresa adquirente.....40
Tabela 7 - Resumo dos resultados do teste de média para processos *cross-border* e nacionais.....41
Tabela 8 - Resumo dos resultados dos testes de média de acordo com o setor macroeconômico da empresa adquirente.....41
Tabela 9 - Perfil dos processos de F&A que geraram valor para a empresa adquirente.....44
Tabela 10 - Perfil dos processos de F&A que destruíram valor para a empresa adquirente.....45

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 8

1.1 Justificativa da pesquisa 9

1.2 Objetivos 10

2 REFERENCIAL TEÓRICO 12

2.1 Definições de fusões e aquisições 12

2.2 Ondas de fusões e aquisições 13

2.3 Motivações para fusões e aquisições 20

2.3.1 A busca pelo crescimento 21

2.3.2 Obtenção de sinergias 22

2.3.3 Diversificação 25

2.3.4 Outros motivos para realização de fusões e aquisições 28

2.4 Criação de valor em fusões e aquisições 30

3 METODOLOGIA 33

3.1 Tipo de pesquisa 33

3.2 Amostra e coleta de dados 33

3.3 Análise dos dados 34

3.4 Tratamento Estatístico 36

4 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS 37

5 CONCLUSÕES 43

REFERÊNCIAS 48

APÊNDICES 52

1 INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições (F&A) apresentam papel cada vez mais relevante no cenário econômico brasileiro e mundial ao longo dos últimos anos. O crescimento das atividades de F&A no Brasil, desde a década de 1990, pode ser associado à abertura econômica do país e desregulamentação dos mercados, que levaram a uma maior exposição internacional das empresas brasileiras, conforme Marion Filho e Vieira (2010).

Desde então, a ocorrência de F&A vem se intensificando no Brasil e no mundo, e apesar da menor expectativa de crescimento no país em 2015, o mercado de F&A ainda é forte. Dados do Relatório de Fusões e Aquisições da PricewaterhouseCoopers (PWC) (2014) evidenciam um aumento no número de transações de F&A realizadas em entre 2013 e 2014. Segundo o relatório, foram realizadas 812 transações em 2013, contra 879 em 2014 – o maior número de transações da história do mercado de fusões e aquisições do Brasil - representando um aumento de 8,25% neste período.

As aquisições de empresas brasileiras por parte de estrangeiras também se mostrou fortemente presente no último ano. De acordo com o Boletim de Fusões e Aquisições da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) (2015) mostram que tais transações tiveram crescimento e responderam por 50% do volume e 45,9% do número de transações realizadas no Brasil em 2014.

Diante da maior exposição à concorrência internacional no decorrer dos anos, as empresas viram-se obrigadas a adotar diferentes estratégias para se manterem competitivas e continuarem a crescer. Neste contexto, as F&A representam uma alternativa interessante, pois podem levar empresas a alcançarem de maneira mais rápida alguns objetivos como crescimento e redução de custo através das economias de escala e escopo, por exemplo.

Os objetivos pretendidos pelas empresas ao realizarem F&A devem estar alinhados à estratégia da empresa e aos interesses dos stakeholders. Rappaport (2001) explica essa abordagem afirmando que o destino da empresa no longo prazo depende da manutenção de um bom relacionamento financeiro com aqueles que possuem interesse na organização. Para satisfazer tais interesses a empresa oferece salários e benefícios competitivos aos seus empregados, assim como produtos e serviços de alta qualidade e preços competitivos para seus clientes, além de realizar o cumprimento pontual de suas obrigações com fornecedores.

O sucesso dos relacionamentos da empresa com as partes interessadas depende da geração eficiente de caixa pelo negócio a longo prazo, que é a base da abordagem de geração de valor para o acionista. Em resumo, Rappaport (2001, p. 23) declara que “uma empresa que

gera valor beneficia não somente seus acionistas, mas também o valor das outras reivindicações daqueles que mantém interesse na empresa".

A criação de valor para o acionista através de processos de fusões e aquisições será o foco do presente trabalho, o qual avaliará também aspectos relacionados às principais estratégias motivadoras que levam as empresas a se fundirem ou adquirirem outra.

1.1 Justificativa da pesquisa

As empresas se engajam em processos de fusões e aquisições por diversos motivos. Alguns deles envolvem a possibilidade de diversificação de sua linha de produtos para alcançar novos clientes, bem como obter acesso a novos mercados através do crescimento por meio de aquisição de outras empresas. Ademais, uma empresa pode buscar redução de custos por meio das economias de escala e escopo geradas pela sinergia ou obter benefícios fiscais e acesso a diferentes recursos. (GAUGHAN, 2011)

Os processos de F&A devem estar de acordo com os objetivos estratégicos da empresa, e devem ser desenvolvidos levando em consideração as possíveis ameaças presentes no ambiente externo e as fraquezas internas à empresa, para que se obtenha como resultado um negócio com bom desempenho. Portanto, devem ser realizadas transações que permitam à empresa se prevenir de ameaças externas e que preencham suas lacunas internas, como falta de conhecimento e recursos, por exemplo.

Com a crescente expansão dos mercados, em decorrência da diminuição de barreiras internacionais, há maior ameaça externa por parte dos concorrentes, resultando em maior pressão sobre as empresas para manterem sua competitividade. O estabelecimento da competitividade da empresa depende do seu bom desempenho, do oferecimento de produtos ou serviços de qualidade e a preços atrativos, além do acesso a diferentes mercados. Como resposta à extrema competição enfrentada, é expressivo o número de empresas que optam por realizar F&A como estratégias de crescimento e diversificação, por exemplo, tendo em vista um objetivo maior de criar valor para o acionista.

A importância do valor dentro das organizações, segundo Coopeland, Koller e Murrin (2002) é que esta abordagem gera empresas mais saudáveis para a sociedade, pois são capazes de promover uma economia mais sólida, gerando mais oportunidades de carreira para os indivíduos e, consequentemente, elevação no padrão de vida. Rappaport (2001) ressalta que o objetivo básico de F&A deve ser o mesmo de qualquer decisão estratégica: adicionar valor.

Para Camargos e Barbosa (2005b) a lógica presente na realização de F&A seria a potencial criação ou manutenção da riqueza dos acionistas através de valorização das ações da empresa.

A criação de valor em fusões e aquisições é um tema recorrente e, apesar dos numerosos estudos sobre estimação do valor gerado por tais transações, ainda não há grande consenso por parte dos pesquisadores, principalmente devido à dificuldade em se mensurar o valor agregado na combinação das empresas (CAMARGOS; BARBOSA, 2005b). Segundo Gregoriou e Renneboog (2007) existem diversas maneiras de se avaliar o sucesso na criação de valor em F&A: pela perspectiva dos acionistas da empresa adquirente, pelos acionistas da empresa alvo ou pela perspectiva da empresa combinada.

Entretanto, Sheen (2014) afirma que estudos existentes concluíram que F&A criam valor e que o anúncio da transação afeta positivamente as empresas compradora e alvo. Em adição, Jensen e Ruback (1983) resumem evidência empírica que indica geração de ganhos em transações de F&A, com benefício para acionistas das empresas alvo e sem perdas para acionistas da empresa adquirente.

À luz dos diversos estudos realizados sobre criação de valor em processos de fusões e aquisições, o presente trabalho pretende contribuir no sentido de identificar a relação entre a geração ou destruição de valor e algumas características envolvidas no processo de F&A.

1.2 Objetivos

O objetivo geral desta pesquisa consiste em caracterizar o perfil dos processos de fusão e aquisição que geraram e destruíram valor, para a empresa adquirente, após a concretização da operação. A métrica utilizada para cálculo do valor foi o preço da ação.

Configuram-se como objetivos específicos desta pesquisa:

- Identificar a variação de valor causada nos processos de F&A;
- Analisar a relação entre estratégias de motivação para realizar F&A declaradas por empresas adquirentes, em diferentes países, e a variação no valor das empresas após a concretização da operação;
- Analisar a relação entre a região de origem das empresas adquirentes e a variação no valor das empresas após a concretização da operação;
- Comparar a variação de valor causada por processos de F&A envolvendo: *cross-border* e nacionais;

- Analisar a relação entre o setor macroeconômico de atuação das empresas adquirentes e a variação no seu valor após a concretização da operação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico do presente trabalho abordará as definições e tipos de fusões e aquisições, bem como os períodos com diferentes características de tais processos, denominados ondas de fusões. Também serão apresentadas as principais motivações que levam as organizações a se fundirem ou adquirirem outra empresa, e os aspectos relacionados à criação de valor em fusões e aquisições.

2.1 Definições de fusões e aquisições

De acordo com o artigo 228 da Lei das Sociedades Anônimas nº 6.404/1976, "a fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações". Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2011), fusão é a estratégia na qual duas empresas aceitam integrar suas operações de forma relativamente igual e, geralmente, há uma parte dominante em relação à participação de mercado ou ao tamanho da empresa. Gitman (2004) complementa que tal estratégia deve formar uma sociedade totalmente nova, que absorve os ativos e passivos das empresas pelas quais é constituída.

Em relação à aquisição - ou incorporação - o artigo 227 da Lei nº 6.404/1976 a define como a "operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações". Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2011) trata-se de uma estratégia na qual uma empresa adquire completamente outra, ou compra o seu controle, com intenção de tornar a firma adquirida uma subsidiária em seu negócio. Dessa forma, a administração da empresa adquirida responde à administração da empresa adquirente. Gitman (2004) complementa que a empresa resultante de uma aquisição mantém a identidade de uma das empresas participantes do processo, e os ativos e passivos da empresa menor são incorporados aos da maior, em geral.

Minadeo e Camargos (2009) sumarizam algumas diferenças entre fusão e aquisição, a saber: a fusão pode gerar uma nova firma, enquanto na aquisição uma das partes envolvidas mantém sua identidade jurídica; a forma de pagamento utilizada na fusão é, em geral, uma permuta de ações, enquanto em aquisições utiliza-se dinheiro, ações ou outros títulos; e geralmente, nas fusões, as empresas envolvidas são do mesmo setor, já nas aquisições é mais comum que as empresas sejam de setores diferentes.

As fusões e aquisições podem ser classificadas em: horizontais, verticais e formação de conglomerados, de acordo com Brealey, Myers e Marcus (2001). Nas transações horizontais, explicam os autores, as empresas participantes atuam na mesma linha de negócio, no entanto, a fusão ou aquisição pode ser bloqueada caso se mostre anticompetitiva ou capaz de criar demasiado poder de mercado. Hitt, Ireland e Hoskisson (2011) complementam que, nas aquisições horizontais, existe uma sinergia baseada em custos e receitas que, ao serem exploradas pela empresa, pode aumentar seu poder de mercado.

Por outro lado, as transações verticais envolvem empresas em diferentes estágios da cadeia de valor. O comprador pode expandir seu negócio em direção à fonte de sua matéria-prima - adquirindo um fornecedor, por exemplo - ou em direção ao seu consumidor final. A formação de conglomerados, por sua vez, refere-se a fusões e aquisições de empresas atuantes mercados não relacionados. (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2001)

As F&As também podem ser classificadas em operacionais ou estratégicas, e financeiras, dependendo de sua motivação e seu destino após a transação, conforme explicam Minadeo e Camargos (2009). Classifica-se como operacional ou estratégica quando duas ou mais empresas são integradas com a finalidade de obtenção de sinergia, acesso a novos mercados, e melhorias gerenciais e operacionais. Por outro lado, classifica-se como financeira quando a empresa adquirente está em busca de rápidos retornos financeiros, sem esperar economia operacional. Neste caso, a empresa adquirida pode vir a ser vendida totalmente ou de forma fracionada pouco tempo após a compra.

Existe ainda a classificação das F&A em hostis e amigáveis. Quando a empresa alvo é receptiva à ideia de realizar a fusão ou aquisição, e a recomenda para aprovação dos acionistas, configura-se uma transação amigável. Já a transação hostil acontece quando a abordagem inicial não foi solicitada pela empresa alvo, pois a mesma não estava buscando a fusão ou aquisição, além de haver a contestação da proposta por parte de sua administração. (DePAMPHILIS, 2012). Em adição, Gitman (2004) explica que caso a fusão ou aquisição amigável seja aprovada, haverá a sua efetuação através da compra em dinheiro, por parte da adquirente, de ações da empresa alvo, ou poderá ser realizada uma troca de ações entre ambas.

2.2 Ondas de fusões e aquisições

Existem determinados períodos de intensa atividade de fusões e aquisições, denominados “ondas de fusões e aquisições”. O início dessas ondas é marcado por um forte aumento do número de fusões e aquisições executadas em relação ao período anterior, no qual as atividades alcançam um patamar de pouca mudança, que pode se estender por alguns anos. Ao final de determinado período, há uma queda significativa na realização global de fusões e aquisições até chegar ao nível de atividade anterior à onda. (HALEBLIAN et al., 2012) Harford (2005) constatou em seu estudo que as ondas de fusões são causadas pela combinação de choques econômicos, regulatórios ou tecnológicos, e de liquidez de capital suficiente para realizar as transações.

Toxvaerd (2008) afirma que as ondas de fusões podem ser classificadas levando-se em consideração a existência, ou não, da incorporação de elementos estratégicos, referindo-se às chamadas teorias estratégicas e não-estratégicas de ondas de fusões e aquisições.

As teorias não-estratégicas enfatizam os efeitos de fatores exógenos, tais como desregulação, globalização e introdução de novas tecnologias, para a caracterização de uma onda de fusões e aquisições. Neste caso, não são as fusões em si, realizadas por outras empresas, que induzem as demais a seguir o mesmo processo; o que ocorre é uma mudança exógena no ambiente econômico que simultaneamente faz com que as fusões e aquisições pareçam altamente atrativas. (TOXVAERD, 2008). Em adição, DePamphilis (2012) explica a ocorrência das ondas de fusões como uma resposta das empresas a alguns “choques” em seu ambiente externo, que podem incluir o surgimento de novos canais de distribuição, produtos substitutos, ou aumento nos preços de *commodities*. A duração da onda depende de quantas indústrias são afetadas por esses choques e do tamanho do impacto causado nas mesmas.

Para Fauli-Oller (2000), as teorias estratégicas sobre as ondas de fusões e aquisições enfatizam o relacionamento estratégico entre as empresas e argumentam que o fator que leva à formação da onda seria o fato das empresas apenas considerarem lucrativa uma fusão se seus concorrentes também o fizerem. Tal comportamento, como afirma Haleblian (2012) sugere que há uma interdependência natural das empresas no âmbito das ondas de fusões e aquisições, pois quando uma empresa executa uma ação que pode afetar a posição de uma rival, os competidores ficarão mais motivados a responder, configurando a dinâmica competitiva.

De acordo com Brealey, Myers e Marcus (2001) o primeiro episódio de intensa atividade de fusões ocorreu na virada do século vinte, e o segundo na década de 1920. Houve ainda, segundo os autores, outro crescimento durante a década de 1960 e depois nas décadas de 1980 e 1990, períodos nos quais os preços de ações estavam flutuantes.

A primeira onda: 1893 a 1904

A primeira onda de fusões ocorreu durante a virada do século vinte - entre 1893 e 1904 – e está associada com o desenvolvimento da ferrovia transcontinental dos Estados Unidos, que possibilitou a existência de um mercado comum no país, enquanto esforços similares de integração eram executados na Europa, conforme explicam Weston e Weaver (2001). O estabelecimento do sistema ferroviário nacional nos Estados Unidos após a Guerra Civil, de acordo com Gaughan (2010), ajudou a criar um mercado nacional que poderia ser atendido com mais facilidade, além de representar naquele momento um custo reduzido para as empresas que decidissem atendê-lo. Dessa forma, explica o autor, as empresas passaram a enfrentar competição advinda de distantes rivais e decidiram realizar fusões com concorrentes locais para manter sua participação de mercado.

A crescente busca por eficiência, as mudanças tecnológicas, a migração para o oeste e a frouxa fiscalização da Lei Antitruste Sherman foram alguns dos propulsores da primeira onda. Durante este período, grande parte das fusões realizadas era do tipo horizontal e possibilitaram a formação de algumas das maiores empresas dos Estados Unidos nas indústrias de metal, transporte e mineração. O final do primeiro período de intensa atividade de fusões ocorreu devido a alguns financiamentos fraudulentos e à quebra do mercado de ações em 1904. (DePAMPHILIS, 2012)

A segunda onda: 1916 a 1929

O aumento das atividades de fusões e aquisições no período de 1916 a 1929, resultando na segunda onda, está associado ao crescimento da economia americana após a Primeira Guerra Mundial, provendo alto capital de investimento para o mercado de valores mobiliários. Na década de 1920, as políticas antitruste se tornaram mais rigorosas em relação ao que ocorreu durante a primeira onda de fusões, visto que em 1910 havia preocupações no Congresso americano a respeito de abusos exercidos por monopólios, tornando-se claro que a Lei Antitruste Sherman não os impedia efetivamente. Como resultado, foi aprovada a lei Clayton em 1914, que reforçou as disposições antimonopolistas da Lei Sherman e tornou-se um meio importante para deter monopólios. (GAUGHAN, 2011).

Diante de um ambiente antitruste mais rigoroso, a segunda onda de fusões resultou em poucos monopólios, porém mais oligopólios e fusões verticais, além da fusão de várias empresas em indústrias não relacionadas, sendo este período o primeiro que formou

conglomerados em larga escala. Entretanto, tais combinações de negócios envolviam empresas que não produziam diretamente os mesmos produtos, mas que muitas vezes possuíam linhas de produtos similares. O final da segunda onda de fusões pode ser explicado através do maior controle antitruste possuído pelo governo americano com as leis Sherman e Clayton, além da ocorrência da quebra do mercado de ações em 1929. (GAUGHAN, 2011).

A terceira onda: 1965 a 1969

A terceira onda de fusões aconteceu entre 1965 e 1969 e foi provocada, em parte, por uma economia em expansão, onde empresas menores passaram a adquirir as maiores. Grande parte das transações efetuadas durante este período configurou-se como formação de conglomerados, de forma que a concentração da indústria não aumentou de forma considerável no período e o grau de competitividade se manteve estável. Entretanto, ao buscarem expandir seus negócios, as empresas norte-americanas enfrentaram os efeitos de uma legislação antitruste mais forte, respaldada pela Lei Celler-Kefauver, de 1950, a qual estabeleceu a ilegalidade de aquisições anticompetitivas dos ativos de uma empresa. Previamente, apenas era considerada ilegal a aquisição anticompetitiva de ações de outra firma, de modo que durante a década de 1960, o governo federal americano combateu fortemente as fusões horizontais e verticais anticompetitivas e a formação de conglomerados se tornou a única alternativa disponível para as empresas que desejavam expandir. (GAUGHAN, 2011)

O crescimento da visão da administração como uma ciência, resultando em um grande número de cursos e escolas de gestão, também foi um fator que acelerou a formação de conglomerados durante o período da terceira onda de fusões. Enquanto os princípios de administração ganhavam força e aceitação, muitos gestores sentiram que possuíam amplas habilidades necessárias para gerenciar uma organização baseada com participação em diversas indústrias. Dessa forma, a crença de que um conglomerado poderia ser uma organização de sucesso e bem administrada se tornou fortalecida. (GAUGHAN, 2011)

O aumento nos preços das ações e o maior período de crescimento ininterrupto nos Estados Unidos, até então, são considerados as principais forças que levaram à formação da terceira onda de fusões, de acordo com DePamphilis (2012). Gaughan (2011) complementa ao afirmar que investidores logo perceberam que aquisições financiadas por ações poderiam ser um excelente meio de aumentar o lucro por ação, pois esse tipo de financiamento não poderia ser taxado, ao contrário de transações realizadas em dinheiro. Dessa forma, empresas com

altos índices de preço/lucro por ação (P/L) começaram a adquirir firmas menores e com menor índice P/L, oferecendo um incentivo na forma de ações para realizar a transação. A aquisição fazia com que o lucro por ação da firma adquirente crescesse, sem a necessidade de reinvestimento na empresa, o que resultava em maior preço das ações assumindo que o índice P/L permanecesse o mesmo. (GAUGHAN, 2011)

O declínio da terceira onda de fusões e dos conglomerados começa a ser traçado em 1968, ano em que o mercado americano tornou-se mais desconfiado em relação aos conglomerados devido a anúncios de quedas nos lucros de grandes indústrias pela primeira vez em muitos anos. No mesmo ano, os conglomerados passaram a ser percebidos pelo governo como influência anticompetitiva para o mercado, o que causou uma queda nos preços das ações de vários conglomerados. (GAUGHAN, 2011)

Gaughan (2011) afirma que não existe uma explicação conclusiva sobre o motivo de vários conglomerados terem falhado. A teoria econômica aponta que uma alta especialização pode melhorar a produtividade das empresas, porém, os conglomerados representaram um movimento que fugia da especialização. Frequentemente, os gestores de diversos conglomerados possuíam pouco conhecimento detalhado sobre as diferentes indústrias nas quais atuavam, o que prejudicava o sucesso da empresa.

A quarta onda: 1984 a 1989

Entre 1984 e 1989 ocorreu a quarta onda de fusões, caracterizada pela presença significante de fusões hostis. Uma fusão é considerada hostil ou amigável dependendo da reação do conselho diretor da empresa alvo na negociação, se o conselho aprova a fusão, ela é considerada amigável; caso contrário, a fusão é considerada hostil. A quarta onda de fusões pode ser diferenciada dos três períodos anteriores pelo tamanho e destaque das empresas que se tornaram alvos de transações de fusões e aquisições. (GAUGHAN, 2011). Muitas empresas americanas, de acordo com Sudarsanam (2003), não apenas realizaram numerosas aquisições, mas também venderam partes de seus negócios a fim de aumentar o foco no *core business* da empresa, considerado aquele em que os executivos julgam possuir vantagem competitiva. Nesse sentido, estas empresas passaram a reverter as grandes diversificações realizadas durante a terceira onda de fusões, com grande formação de conglomerados.

As aquisições de pequenas e médias empresas predominaram na década de 1960, enquanto na década de 1980 algumas das maiores empresas americanas se tornaram alvos de F&A, configurando uma grande diferença entre a terceira e quarta onda de fusões. Dessa

forma, a quarta onda ficou conhecida pela realização “mega fusões”, visto que o valor total em dólares pago em F&A aumentou drasticamente, tornando a década de 1980 o período das fusões bilionárias. (GAUGHAN, 2011)

Além da presença considerável de fusões hostis e envolvendo grandes empresas, a quarta onda de fusões apresenta algumas características que a diferenciam de qualquer outro período de fusões na história dos Estados Unidos, explicadas a seguir.

O papel agressivo dos bancos de investimento na atuação das fusões e aquisições foi uma característica marcante do período, visto que as mesmas geravam um ganho sem precedentes para os serviços de consultoria prestados por esses bancos. Especialistas em fusões atuando em bancos de investimento e firmas de advocacia começaram a desenvolver vários serviços e técnicas para facilitar ou prevenir transações de F&A, e faziam pressão nos potenciais adquirentes e alvos para contratá-los. (GAUGHAN, 2011)

Aliado à atuação de especialistas em F&A nos bancos de investimentos e firmas de advocacia, houve o aumento da sofisticação nas estratégias de tomada de controle durante o período da quarta onda, conforme explica Gaughan (2011). As estratégias ofensivas e defensivas se tornaram altamente complexas, visto que os potenciais alvos de transações de F&A impuseram várias medidas para aumentar sua defesa contra aquisições não desejadas.

Embora grande parte das fusões e aquisições ocorridas durante a década de 1980 tenha envolvido firmas americanas, as transações internacionais tiveram um papel significativo nas transações, ainda que este crescesse durante a quinta onda de fusões. A motivação para o aumento das transações internacionais nos Estados Unidos era a vontade de expandir das empresas estrangeiras aliada à estabilidade política americana e a possibilidade de atuar na maior economia do mundo. (GAUGHAN, 2011). DePamphilis (2012) complementa ao afirmar que o grande tamanho do mercado americano, as poucas restrições em relação às tomadas de controle, a sofisticação da tecnologia dos Estados Unidos e a desvalorização do dólar perante outras moedas estrangeiras também são grandes motivadores para empresas estrangeiras adquirirem empresas americanas. Entretanto, o mesmo período também apresentou um número significativo de transações nas quais companhias americanas utilizaram aquisições para expandir suas fronteiras nacionais, segundo Gaughan (2011)

Aquisições financiadas principalmente por dívidas, conhecidas como aquisições alavancadas – ou *leveraged buyout* (LBO) - foram uma característica comum na quarta onda de fusões durante a década de 1980, e foi um dos fatores que permitiu às empresas pequenas fazerem ofertas de aquisição de companhias maiores segundo Gaughan (2011). Entretanto, como ressalta DePamphilis (2012), falências de companhias adquiridas por meio de LBO

foram amplamente divulgadas, o que aliado à desaceleração da economia, contribuíram para a redução do número de fusões e aquisições durante o final da década de 1980, levando ao fim da quarta onda em 1989.

A quinta onda: 1992 a 2000

No ano de 1992 teve início a quinta onda de fusões nos Estados Unidos, com aumento do número de transações após a recessão de 1990. Esta onda foi impulsionada pela expansão econômica e crescimento do mercado de ações, combinado com uma revolução na tecnologia da informação, desregulação contínua, reduções nas barreiras comerciais e tendência global de privatização. Ademais, a década de 1990 foi marcada pelo surgimento da Internet, televisão a cabo e comunicação via satélite, o que gerou novas capacidades tecnológicas para as companhias. (DePAMPHILIS, 2012; SUDARSANAM, 2003). Com a expansão econômica na década de 1990, as empresas reagiram ao crescimento da demanda agregada realizando F&A, que são um meio mais rápido de alcançar crescimento em relação ao desenvolvimento interno, conforme explica Gaughan (2011). Sudarsanam (2003) complementa que as empresas realizaram F&A, neste período, para aumentar seus recursos e capacidades a fim de melhorar sua vantagem competitiva.

A presença de transações hostis foi menor durante a quinta onda, dando espaço para a realização de mais fusões estratégicas. Diferentemente das negociações realizadas durante e década de 1980, as transações do início dos anos 1990 tinham maior ênfase na estratégia de crescimento, do que nos ganhos financeiros advindos do negócio. Ao invés de serem financiadas por dívida, as transações de F&A ocorridas na quinta onda foram financiadas pelo aumento do capital próprio das companhias americanas, resultando em menor quantidade de empresas alavancadas. (GAUGHAN, 2011).

Determinadas indústrias representaram uma parcela desproporcional do volume total de dólares em F&A nos Estados Unidos durante a quinta onda. Destacam-se, dessa forma, o setor bancário, financeiro e de comunicações, representando 26,5% de todas as transações americanas no período de 1993-2004, conforme aponta Gaughan (2011). Outras características da quinta onda de fusões são ressaltadas por Sudarsanam (2003) como: o valor para o acionista sendo guia para decisões corporativas de investimento; a criação de blocos como o *North Atlantic Free Trade Association* (NAFTA) e a Organização Mundial do Comércio (OMC), que diminuíram barreiras ao comércio e mobilidade de capital, resultando

em maiores oportunidades para crescimento empresarial; e a consolidação de indústrias fragmentadas através de transações de F&A.

A breve recessão de oito meses na economia americana em 2001 marcou o fim da quinta onda de fusões. No final do mesmo ano, após os atentados em 11 de setembro nos Estados Unidos, as taxas de juros foram diminuídas pelo *Federal Reserve,* numa reação ao choque econômico gerado pelos atentados. As baixas taxas de juros além de estimularem a formação de uma bolha especulativa no mercado imobiliário também tornaram aquisições alavancadas mais baratas, uma vez que a maior parte da dívida tinha baixo custo. (GAUGHAN, 2011). As ondas de fusões e aquisições da década de 1990 e 2000 foram um fenômeno mundial, com diversos negócios originados na Ásia e especialmente na Europa, como destacam Huyghebaert e Luypaert (2013)

A sexta onda: 2004 a 2008

No ano de 2004 a o número de fusões e aquisições voltou a crescer com a alta demanda por empresas que poderiam se tornar alvos nessas transações, dando início à sexta onda de F&A. Com o crescimento do mercado, as empresas tiveram mais facilidade em aumentar o capital próprio e realizar empréstimos a taxas atrativas. Dessa forma, o capital próprio e de terceiros foi utilizado para comprar empresas ou divisões de companhias, e então se esperava que o crescimento do mercado aumentasse o valor das empresas adquiridas para depois vendê-las gerando lucro. Como aconteceu com as ondas de fusões anteriores, a sexta onda teve seu final marcado por uma recessão econômica desencadeada pela crise do *subprime* em 2008. (GAUGHAN, 2011)

2.3 Motivações para fusões e aquisições

Existem diversas razões pelas quais as empresas decidem realizar processos de fusões e aquisições. Johnson, Scholes e Whittington (2011) esclarecem que são motivos relevantes - para a realização de tais processos - a necessidade de acompanhar o ambiente em mudança, as considerações sobre capacidade produtiva e as expectativas dos *stakeholders.* Em adição, Gitman (2004) afirma que, embora o motivo básico de uma fusão ou aquisição deva ser a maximização da riqueza dos proprietários, refletida no aumento do valor da ação, existem outros motivos como diversificação e considerações fiscais. Para Camargos e Coutinho

(2008) em todos os motivos para realizar-se fusões ou aquisições busca-se a maximização dos lucros da firma, a maximização da capacidade gerencial, ou ambas. Entretanto, Minadeo e Camargos (2009) ressaltam que a motivação para F&A não deve ser vista como uma simples estratégia de rápido crescimento, mas deve ser entendida como um processo complexo, envolvendo extenso planejamento e implementação adequada.

2.3.1 A busca pelo crescimento

As empresas que desejam aumentar seu tamanho, ter maior participação de mercado, ou diversificar seu portfólio de produtos, podem optar pelas estratégias de fusão ou aquisição como uma maneira mais vantajosa para atingir esses objetivos, segundo Gitman (2004)

Um processo de crescimento realizado internamente se mostra muito mais demorado e dispendioso do que a realização de uma fusão ou aquisição de outra companhia, devido à necessidade de desenvolvimento de capacidade de produção própria. Entretanto, o processo de adquirir de outra empresa pode apresentar alguns distúrbios dentro da organização, como a necessidade de integrar novas pessoas, definição de nova estrutura gerencial, além de uma possível tensão entre os funcionários. Quando uma fusão ou aquisição é realizada entre uma empresa interessada em expandir suas operações e outra empresa que já esteja em funcionamento e que seja adequada aos interesses estratégicos, boa parte dos riscos relacionados ao projeto, fabricação e venda de produtos adicionais ou novos podem ser evitados. Ademais, existe a possibilidade de eliminação de um concorrente no mercado ao expandir ou ampliar a linha de produtos adquirindo outra empresa. (GITMAN, 2004; ANDRADE, 2002)

As F&A também podem ser um meio das empresas obterem maior poder de mercado, conquistado quando os produtos ou serviços são vendidos além dos níveis dos concorrentes, ou quando os custos das atividades organizacionais são menores do que aqueles da concorrência. Grande parte das aquisições que visa à obtenção de maior poder de mercado pode envolver a compra de concorrentes, fornecedores ou distribuidores e tem como objetivo a conquista da liderança do mercado. (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2011)

Caso o interesse da empresa seja expandir geograficamente para um mercado não atendido, as fusões e aquisições podem ser um meio facilitador para alcançar diversas regiões, por serem menos arriscadas e mais rápidas se comparadas ao desenvolvimento interno, principalmente quando se trata de expansão internacional, segundo Gaughan (2011). Para o

autor, a crescente globalização cria uma pressão sobre as empresas para que sejam internacionais, levando-as a considerar diversos fatores a respeito do mercado estrangeiro escolhido, de forma que possa facilitar seu entendimento, além de enfrentar obstáculos de linguagem e barreiras culturais.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2011) complementam que as empresa que desejam entrar em outros países, estimuladas muitas vezes pela força dos mercados emergentes, utilizam frequentemente os processos de aquisição internacional para transpor as barreiras de entrada desses mercados. As aquisições internacionais permitem que a empresa possua controle maior sobre suas operações internacionais. Ademais, é comum que empresas já estabelecidas em determinado mercado possuam relações duradouras com seus clientes, de forma que os mesmos já estão fidelizados, tornando difícil para os novos entrantes superar essa relação, conforme os autores. Portanto, as empresas podem considerar mais eficaz entrar no mercado por meio de aquisição de outra empresa do que entrar como um novo concorrente que oferece produtos desconhecidos pelo público.

É comum no âmbito das fusões e aquisições que pequenas empresas sejam adquiridas por grandes companhias capazes de fornecer os componentes que faltam o alcance do sucesso. A organização de menor porte geralmente carece de desenvolvimento em engenharia, organização da produção e acesso ao mercado em larga escala, por exemplo. Essas características poderiam ser desenvolvidas internamente, porém, seria mais rápido e barato realizar uma fusão com uma empresa que já possui esses recursos amplamente difundidos. Neste caso, as duas empresas envolvidas na fusão possuem recursos complementares, pois cada uma possui o que a outra necessita, dando sentido à fusão. (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2001). Para Hitt, Harrison e Ireland (2001) recursos complementares surgem quando os recursos da empresa compradora e da adquirida são diferentes entre si, mas se apóiam mutuamente. Os autores afirmam que ao utilizar os recursos complementares, são obtidos benefícios competitivos, desde que seja criada uma sinergia na organização.

Cabe ressaltar que a simples existência de crescimento na empresa não cria, por si só, valor, e sim, o crescimento com retorno excedente. Os investimentos para obter o crescimento devem render mais do que o custo do capital, conforme explica Damodaran (2002).

2.3.2 Obtenção de sinergias

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2013) existe sinergia se o valor da empresa combinada após a fusão ou aquisição for maior do que a soma dos valores da empresa adquirente e da adquirida antes da transação, e afirma que a sinergia é um motivo racional para realizar fusões e aquisições. A sinergia é mais evidente, segundo Gitman (2004), quando a fusão ou aquisição ocorre entre empresas que atuam no mesmo segmento, já que muitas funções redundantes podem ser eliminadas. As expectativas da sinergia, no entanto, algumas vezes não podem ser monetizadas, já que é comum representarem benefícios intangíveis como acesso a novos mercados e habilidades, conforme Ficery, Herd e Pursche (2007). No contexto brasileiro, conforme assinalam Camargos e Barbosa (2005a), empresas envolvidas em F&A buscam obter maior porte, o que leva ao maior poder de barganha e de mercado, através do aumento da eficiência operacional e gerencial, e da redução de despesas e do custo de capital.

Segundo Hitt, Harrison e Ireland (2001), em termos de F&A, é gerado valor quando os benefícios da sinergia resultante da combinação e integração de duas empresas excedem os custos incorridos para gerá-la, como: pagamento de prêmio para a adquirida, o financiamento da transação e custo das ações necessárias para integrar os negócios adquiridos à estrutura da empresa. É necessário que haja uma integração adequada das aquisições com as operações atuais da empresa adquirente, a fim de se obter sinergia para gerar vantagem competitiva e valor para os acionistas.

Em relação ao pagamento de prêmio em aquisições, Hitt et al. (2009) explicam que refere-se ao preço pago por uma empresa alvo que excede o valor de mercado antes da aquisição da mesma, usado para influenciar os acionistas da empresa alvo a vendê-la para a adquirente, sendo justificado pela potencial sinergia da transação. Entretanto, os autores ressaltam que o prêmio não deve ser maior do que a potencial sinergia a ser criada na aquisição, a fim de manter resultados positivos.

A sinergia também pode ser considerada, em termos financeiros, como o valor presente de todos os lucros futuros diretamente atribuídos à nova empresa combinada. O preço de uma ação da empresa também pode ser um indicador do valor gerado através de processos de fusões e aquisições. Em relação à questão gerencial, a sinergia é criada quando os tomadores de decisão estão dedicados em encontrar maneiras de integrar as unidades da empresa para que os esforços conjuntos gerem vantagem competitiva, que por sua vez, cria um valor adicional ao negócio. (HITT; HARRISON; IRELAND, 2001)

DePamphilis (2012) explica que existem dois tipos básicos de sinergia: a operacional e a financeira. A sinergia operacional, para o autor, envolve as economias de escala e de escopo, determinantes importantes da criação de riqueza para os acionistas. Para Gaughan

(2011) a sinergia operacional aparece de duas formas: melhorias na receita e redução de custos advinda da economia de escala.

Segundo Huyghebaert e Luypaert (2013) as sinergias de melhoria de receita referem-se ao aumento das vendas advindo da integração das operações da empresa adquirente e adquirida, e pode surgir através do compartilhamento de recursos complementares. Gaughan (2011) explica que as fontes de melhorias variam em cada tipo de negócio, e podem estar ligadas ao compartilhamento das atividades de marketing entre os produtos, por exemplo. Alternativamente, uma marca mais forte pode emprestar seu nome para uma linha de produtos em desenvolvimento de um parceiro na fusão ou aquisição, e pode-se compartilhar um forte canal de distribuição com aquela empresa que não possui habilidade estabelecida para colocar seus produtos no mercado antes da concorrência. Embora existam várias fontes para aprimorar as receitas, esse tipo de sinergia pode ser mais difícil de ser atingido, conforme o autor.

Mankiw (2010, p. 271) define economia de escala como “a propriedade segundo a qual o custo total médio de longo prazo cai com o aumento da quantidade produzida”. Para DePamphilis (2012), a economia de escala diz respeito à distribuição de custos fixos – tais como: depreciação de equipamentos, gastos de manutenção e arrendamentos - sobre o aumento do nível de produção da empresa, gerando diminuição do custo por unidade. Huyghebaert e Luypaert (2013) explicam que essa redução de custo pode ser obtida em diversas áreas funcionais da empresa como: pesquisa e desenvolvimento (P&D), compras, produção, distribuição e administração. Por outro lado, existe a deseconomia de escala, definida por Mankiw (2010, p. 271) como “a propriedade segundo a qual o custo total médio de longo prazo aumenta com o aumento da quantidade produzida”. A redução de custos gerada pela economia de escala continua a ocorrer até um determinado nível de produção, que depois de atingido, pode elevar os custos por unidade devido à deseconomia de escala, conforme Gaughan (2011). A deseconomia de escala, segundo o autor, pode surgir à medida que a empresa sofre com maiores custos e problemas associados à coordenação de uma operação em larga escala.

Economias de escopo são atingidas ao usar um conjunto específico de habilidades ou ativos, atualmente empregados na produção de um produto ou serviço, para oferecer outros produtos ou serviços relacionados, de acordo com DePamphilis (2012). Para Sudarsanam (2003) a economia de escopo existe quando o custo de produção conjunta de dois ou mais produtos por uma firma multiproduto for menor do que os custos produzi-los separadamente, por empresas especializadas nos mesmos. A redução de custos advindas da economia de

escopo surge quando a firma adquirente e a adquirida compartilham um fator de produção único, como tecnologia ou canais de distribuição, conforme ressaltam Huyghebaert e Luypaert (2013), o que levará à diminuição da razão entre despesas operacionais por vendas da empresa.

Em relação à sinergia financeira, DePamphilis (2012) afirma que a mesma refere-se ao impacto causado pelas fusões e aquisições no custo de capital da empresa adquirente ou da nova firma formada durante a transação. Segundo Gaughan (2011) à medida que existe sinergia financeira em uma empresa resultante de uma fusão ou aquisição, o seu custo de capital deve diminuir. O autor também explica que o risco dessa empresa combinada pode ser diminuído, se os fluxos de caixa das empresas que a formaram não forem perfeitamente correlacionados. Para Matias, Barreto e Gorgati (1996) a empresa pode realizar uma fusão com outra companhia que apresente fluxo de caixa em excesso, a fim de financiar seus projetos e operações, ao invés de buscar financiamento por meio de capital externo. De forma semelhante, os autores afirmam que quando há excesso de caixa na empresa, porém sem oportunidades atuais de investimento, a realização de uma fusão ou aquisição pode ser uma maneira de alocar tais recursos excedentes, evitando que os mesmos sejam distribuídos como dividendos.

2.3.3 Diversificação

Johnson, Scholes e Whittington (2011) definem diversificação como a estratégia que afasta a organização de seus produtos existentes e mercados atuais, aumentando radicalmente o escopo da empresa. A diversificação é um importante motivador para realização de F&A, de maneira que diversas firmas buscam crescimento respaldado na diversificação de suas linhas de produtos, segundo afirmam Hitt, Harrison e Ireland (2001). O motivo para tal atitude é o fato do desenvolvimento de produtos diferentes da linha atual da empresa se mostrar um processo difícil, principalmente nos mercados em que não se possui experiência. Dessa forma, as aquisições são o meio mais rápido e fácil, em geral, para se diversificar o portfólio de negócios, visto que são raras as empresas que conseguem fazê-lo internamente. (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2011)

Os motivos que levam uma empresa a diversificar seu negócio incluem ainda o desejo dos executivos em obter maiores salários e prestígio com o crescimento gerado pela diversificação. Os benefícios advindos da economia de escopo quando há diversificação

constituem outro forte motivo para realizá-la. Se uma empresa possui ativos e competências que estão sendo pouco utilizados, faz sentido utilizá-los em novas atividades que a diversificação do negócio gera. O compartilhamento de recursos tangíveis, como sistemas de informação e canais de distribuição, e intangíveis, como a marca, também são claros benefícios da economia de escopo em empresas diversificadas. A diversificação também se mostra uma alternativa atrativa quando existem negócios diferentes do *core business* da empresa apresentando altas taxas de retorno, porém, não há garantia de que os maiores rendimentos persistirão por longo um longo período no futuro. Ademais, uma empresa diversificada pode conquistar maior poder de mercado devido a sua ampla atuação, além de ter a opção de subsidiar determinado negócio com os recursos excedentes obtidos em outro, prática que os competidores podem não ter acesso. Dessa forma, conquista-se vantagem competitiva para os negócios e, no longo prazo, alguns concorrentes podem ser eliminados. (NEVES, 2013; JOHNSON; SCHOLES; WHITTINGTON, 2011; GAUGHAN, 2011)

Outro fator a ser considerado é a diminuição do risco que fluxos de caixa advindos de diferentes negócios oferecem, visto que atuar em um mercado único ou extremamente focado cria um risco maior de possível perda da demanda por uma linha de produtos, segundo Neves (2013). Ademais, a diversificação pode amenizar o problema de receitas muito voláteis, que criam dificuldades para o pagamento regular de dividendos e instabilidade no planejamento de longo prazo da empresa, conforme Gaughan (2011). Em adição, Carvalho, Maia e Barbedo (2012) constataram em sua pesquisa que empresas com maior diversificação possuem um fluxo de rendimentos com menor risco durante momentos de crise financeira.

O princípio básico da teoria moderna de carteiras, conforme Carvalho, Maia e Barbedo (2012), é que a diversificação reduz o risco da carteira de ativos e, portanto, os investidores devem considerar este fato em suas decisões. Hitt, Harrison e Ireland (2001) explicam que alguns investidores preferem diversificar seus próprios portfólios ao invés de investirem em empresas altamente diversificadas, pois é mais fácil a diversificação de um portfólio em relação à mesma atitude dentro de uma empresa. Ademais, é mais provável que os acionistas consigam um valor maior através de seus portfólios diversificados se comparado ao que receberiam possuindo ações de uma empresa com diversas linhas de produtos, segundo os autores. Por outro lado, segundo Johnson, Scholes e Whittington (2011), nos negócios sem acionistas cujos proprietários possuem grande proporção de investimento na empresa, a diversificação do risco em diferentes atividades pode ser interessante, pois caso algum negócio não obtenha sucesso, os demais podem compensá-lo. Entretanto, os autores ressaltam que os negócios com fraco desempenho não devem ser escondidos, pois isso diminui o

incentivo aos gestores das unidades de negócio em trabalharem arduamente pelas mesmas, além de ser difícil para os acionistas avaliarem o desempenho individual das unidades de negócio.

A estratégia de diversificação pode ser considerada relacionada quando mais de 30% da receita de uma organização vem de fora do negócio predominante, além de existirem elos diretos de ligação entre os negócios, de acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (2011). Tal definição é complementada por Johnson, Scholes e Whittington (2011) ao afirmarem que a diversificação relacionada refere-se ao desenvolvimento corporativo além dos produtos e mercados atuais, mas dentro das capacidades ou da rede de valor da empresa. O principal valor advindo da aquisição de um negócio relacionado é o potencial de criar sinergia a partir da combinação das unidades de negócio, ressaltam Hitt, Harrison e Ireland (2001). Entretanto, os autores afirmam que conquistar tal sinergia pode ser desafiador pra a empresa, pois requer um completo planejamento e coordenação cuidadosa, além da necessidade de integração entre as empresas.

A diversificação não relacionada, por outro lado, ocorre quando são desenvolvidos produtos ou serviços que estão além das capacidades atuais ou da rede de valor da empresa, como explicam Johnson, Scholes e Whittington (2011). Este tipo de estratégia é baseado na premissa de que sinergias financeiras podem ser obtidas em uma firma com um vasto portfólio de negócios, já que não há oportunidades como o compartilhamento de recursos e capacidades, devido à natureza altamente não relacionada dos negócios, afirmam Hitt, Harrison e Ireland (2001). Para Andrade (2002) aquisições de empresas não relacionadas não visam ao compartilhamento explícito de recursos, sinergias ou estratégias de mercado e produto, mas visam manter seu portfólio de negócios estável utilizando e gerando recursos da melhor forma possível.

Em relação ao valor das empresas e suas estratégias de diversificação, Carvalho, Maia e Barbedo (2012) constataram em sua pesquisa a impossibilidade de afirmar que empresas ligeiramente diversificadas possuem desempenho superior ao daquelas extremamente diversificadas. Entretanto, os autores explicam que empresas cujo nível de diversificação é intermediário são menos valorizadas que as demais, sugerindo que a falta de posicionamento claro sobre a estratégia de diversificação adotada leva a um pior desempenho se comparado às outras empresas. Em adição, Berger e Ofek (1994), em sua pesquisa sobre o efeito da diversificação no valor das empresas, concluíram que há redução de valor causada por este tipo de estratégia, estimando a presença desse efeito em empresas de todos os tamanhos, e menor expressão quando a diversificação ocorre em indústrias relacionadas. Tal resultado é

apoiado pela verificação de que unidades de negócio de empresas diversificadas possuem menor rentabilidade operacional em relação às empresas de negócio único. Por outro lado, Lamont e Polk (2002) explicam que empresas diversificadas apresentam menor valor porque alocam de maneira ineficiente seu capital entre suas diversas unidades, referindo-se à hipótese dos mercados de capitais internos ineficientes.

Entretanto, um portfólio extremamente diversificado pode apresentar alguns problemas, como a perda do controle estratégico. Hitt, Harrison e Ireland (2001) explicam tal problema como falta de conhecimento apropriado dos executivos sobre cada mercado em que a empresa atua, de forma que não conseguem avaliar se as estratégias para cada unidade de negócios estão apropriadas. É comum, nestes casos, que os problemas apenas sejam reconhecidos após a constatação dos mesmos nos resultados financeiros. A incapacidade de conquistar sinergia, seja no compartilhamento de recursos e competência ou na alocação de recursos financeiros, também é outro problema da diversificação apontado pelos autores. Ademais, os mesmos explicam que é possível surgir problemas e conflitos entre as estratégias das firmas participantes do processo de aquisição visando diversificar; porém, a diversificação também pode levar ao aprendizado na organização. Os autores explicam que os conhecimentos de mercado e consumidores e habilidades adquiridas através da diversificação podem ser úteis para realizar uma expansão internacional diversificada. Além disso, a diversificação da linha de produtos leva ao desenvolvimento de melhores estruturas para gerenciá-los, o que auxilia em uma possível expansão internacional futura

2.3.4 Outros motivos para realização de fusões e aquisições

O problema de agência e o *hubris* caracterizam dois outros motivos para a realização de fusões e aquisições. O motivo relacionado ao problema de agência é que as aquisições ocorrem pelo interesse próprio dos gestores da empresa compradora. As divergências entre os interesses dos gestores e dos acionistas podem se referir, por exemplo, ao uso do fluxo de caixa livre para aumentar o tamanho da organização, ou realização de aquisições que aumentam a dependência da empresa sobre a administração. Tais ações resultam em custos de agência que reduzem o valor da firma combinada para os acionistas. Quando uma empresa alvo percebe o interesse próprio dos gestores e seu consequente valor para os mesmos, eles desenvolvem um poder de barganha para obter um valor maior na transação. Portanto, quanto

mais forte o problema de agência, maior valor a empresa alvo conseguirá. (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993)

Gaughan (2011) refere-se ao *hubris* como orgulho excessivo dos gestores da empresa adquirente. Em relação à motivação por *hubris*, Berkovitch e Narayanan (1993) sugerem que gestores cometem erros na avaliação do valor de empresas alvos e se engajam em aquisições mesmo quando não há evidências de sinergia. De acordo com Roll (1986) a hipótese de *hubris* considera que os tomadores de decisão nas empresas adquirentes pagam um valor mais alto por seus alvos. Neste caso, o gestor se convence de que a sua avaliação do valor da empresa alvo é correta, e acredita que o valor de mercado não corresponde ao valor econômico total que seria gerado pela empresa combinada, segundo o autor.

DePamphilis (2012) complementa ao afirmar que o preço pago em uma aquisição que excede o valor real da empresa pode ser derivado do desejo dos gestores de não perder em meio a tantas ofertas competitivas de compra. Quando isso acontece, o vencedor da oferta de aquisição paga mais do que a empresa realmente vale, e pode acabar se arrependendo, situação conhecida como “maldição do vencedor”, de acordo com o autor. Roll (1986) ainda assinala que a hipótese do *hubris* estima que o valor combinado da empresa alvo e adquirente deve cair levemente, enquanto o valor da firma adquirente diminui e o da empresa alvo aumenta durante o processo de aquisição.

Quando faltam à empresa determinados recursos e capacitações, podem ser empregados processos de aquisições para obtê-los. Adquirir empresas que podem oferecer diferentes habilidades e capacitações específicas é um processo que ajuda a adquirente a conseguir acesso a novos conhecimentos e, portanto, permanecer ágil. Resultados melhores serão atingidos se os novos conhecimentos forem semelhantes às capacidades atuais da empresa compradora, de modo que elas devem buscar a aquisição de firmas que ofereçam capacitações diferentes, porém, relacionadas. (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2011)

Gitman (2004) endossa tal motivação para F&A afirmando que é comum as empresas vivenciarem algumas incapacidades, seja pela falta de certas tecnologias de produção ou por deficiências na área de gestão, que poderiam ser solucionadas através da união com uma empresa compatível que possa oferecer os recursos necessários. Em adição, Gaughan (2011) explica que está entre os motivos para realização de F&A a busca de melhorias em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e em canais de distribuição. Segundo o autor, ter um bom departamento de P&D é um fator importante para o crescimento futuro de diversas empresas, já que permite o desenvolvimento de novas tecnologias e produtos, enquanto que melhores canais de distribuição são cruciais para que os produtos cheguem efetivamente até os

consumidores de maneira lucrativa. No caso de busca por melhores canais de distribuição, fusões verticais podem ser realizadas entre um produtor e um distribuidor de determinado produto.

A captação de fundos configura-se como outro motivo financeiro para realização de F&A, conforme Gitman (2004). O autor explica que são frequentes os processos de F&A de uma determinada empresa com outra firma que possua baixo nível de passivo e ativos muito líquidos. Após tais processos, a empresa combinada terá menor alavancagem financeira e poderá fazer captações a custos mais baixos.

Camargos e Coutinho (2008) assinalam outro fator que pode motivar algumas empresas a realizarem processos de F&A: as compensações e incentivos tributários**.** Os autores explicam que neste caso, os prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas na fusão ou aquisição podem ser compensados nos exercícios futuros pela outra firma que apresente resultado positivo. Gitman (2004) explica que neste caso, os prejuízos são transferíveis e acabam diminuindo o lucro tributável da empresa adquirente, elevando o lucro da entidade combinada. Entretanto, o autor ressalta que os processos de F&A não devem ser baseados apenas pela motivação dos benefícios fiscais apresentados, mas sim levando em consideração termos compatíveis com o objetivo de maximização da riqueza dos proprietários.

2.4 Criação de valor em fusões e aquisições

O objetivo da administração financeira, de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2013) é maximizar o valor atual de cada ação existente da empresa. Um valor maior gerado significa recompensar os acionistas, que são os donos da empresa, conforme Stewart (2005). Neste sentido, Gitman (2004, p. 13) defende que “os administradores financeiros devem aceitar somente aquelas alternativas que tendem a aumentar o preço da ação”, e as variáveis risco e resultados de fluxo de caixa são fundamentais na decisão de maximizar a riqueza dos acionistas.

Ao analisar a importância do valor dentro das organizações, Coopeland, Koller e Murrin (2002, p. 3) atestam que “os administradores que se concentrarem na construção de valor para o acionista criarão empresas mais saudáveis do que os que não o fizerem”. Empresas mais saudáveis, segundo os autores, são capazes de promover uma economia mais sólida, gerando maiores oportunidades de carreira e negócios aos indivíduos, o que leva a um

padrão de vida mais elevado. Stewart (2005) complementa ao afirmar que a busca pelo valor leva à melhor utilização e gerenciamento de recursos escassos, o que gera maior eficácia e, consequentemente, maior crescimento econômico e melhorias no padrão de vida das pessoas, beneficiando toda a sociedade.

Os autores ainda ressaltam que sempre existiram debates a respeito da importância do valor para o acionista em comparação a outras medidas, presentes até os dias atuais, sendo comuns as discussões em "termos de acionistas versus partes interessadas". Entretanto, de acordo com contextos ideológicos e jurídicos difundidos na Europa e Grã-Bretanha, é dada maior ênfase ao conceito de que os acionistas são os donos das empresas, portanto, a criação de valor na organização deve ter foco na maximização do valor para o acionista.

O objetivo básico da realização de uma fusão ou aquisição é o mesmo de qualquer outro investimento relacionado à estratégia de uma empresa: adicionar valor, conforme Rappaport (2001). Camargos e Barbosa (2005b) endossam esta ideia ao afirmarem que a lógica presente na decisão de realizar uma fusão ou aquisição seria a potencial criação ou manutenção da riqueza dos acionistas através de valorização das ações da empresa. Weston e Weaver (2001) endossam o tema ao afirmarem que uma fusão ou aquisição gera valor quando o valor da empresa combinada for maior do que a soma dos valores das empresas independentes antes da operação.

Para Rappaport (2001) a geração de valor para o acionista, no contexto de F&A, não depende do valor de mercado da empresa-alvo antes da fusão, e sim do preço real pago pela adquirente comparado com a contribuição, por parte da empresa adquirida, no fluxo de caixa da empresa combinada. Já o preço máximo aceitável da aquisição, segundo o autor, é determinado pela soma do valor isolado da empresa adquirida e o valor das sinergias advindas da transação.

Damodaran (2005) afirma que as empresas devem se preocupar em fazer a melhor estimação possível do valor a ser gerado pela sinergia antes de decidir quanto será pago na aquisição. O autor explica que para estimar corretamente o valor criado pelas sinergias, a empresa deve considerar qual é a forma esperada de sinergia e em quanto tempo ela irá afetar os fluxos de caixa. Para que haja efeito na criação de valor, a sinergia deve criar impactos na organização através de aumentos no fluxo de caixa ou maior crescimento – devido à sinergia operacional - e diminuição do custo de capital, por meio da sinergia financeira. Ademais, Damodaran (2005) ressalta que quanto mais tempo levar para a sinergia ocorrer, menor será o seu valor.

Neste sentido, faz-se importante a realização de um programa estruturado de avaliação, a fim de minimizar o risco de adquirir uma empresa que não seja economicamente vantajosa, ou de pagar um valor muito elevado. Já o valor total criado pela aquisição compreende a diferença entre o valor da empresa combinada e a soma dos valores isolados das empresas adquirentes e adquiridas, representando os benefícios das sinergias geradas pela operação. É importante ressaltar que este é o valor total gerado pela combinação das empresas, e não o valor criado para a adquirente. Este é dado pela diferença entre o preço máximo aceitável da aquisição e o preço pago pela adquirida. (RAPAPPORT, 2001).

Os estudos de eventos se caracterizam como a evidência estatística mais confiável para identificar se os processos de F&A criam valor para os acionistas. Nestes estudos de evento a reação anormal do mercado de ações diante de um anúncio de fusão ou aquisição é usada como indicador para a criação ou destruição de valor. Em um mercado de capitais eficiente em relação às informações públicas, os preços das ações são rapidamente ajustados na sequência de um anúncio de uma fusão, incorporando possíveis mudanças de valor. (ANDRADE; MITCHELL; STAFFORD, 2001)

Jensen e Ruback (1983) explicam que foram feitos numerosos estudos para estimar os efeitos de F&A nos preços das ações das firmas participantes. Segundo o autor, alguns estudos como os mencionados mostram que, em transações de sucesso, a mudança anormal no preço das ações da empresa alvo foi de 30%. Andrade, Mitchell e Stafford (2001) afirmam que as fusões, de modo geral, criam valor, mas os ganhos relativos ao período de anúncio da transação são acumulados pelos acionistas da empresa alvo.

A correlação entre motivações, ganhos totais e ganhos da empresa-alvo é explicada por Berkovitch e Narayanan (1993). Segundo os autores, a sinergia como motivação para F&A prevê correlação positiva entre os ganhos totais e os ganhos da empresa-alvo, bem como entre os ganhos da empresa-alvo e da adquirente. Já o motivo de agência prevê correlações negativas. Maquieira, Oliva e Alvarez (2005) realizaram estudo com dezesseis processos de F&A no Chile, entre 1993 e 2003, e constataram um retorno anormal de 1,5% nas ações em uma janela de evento de três dias em torno do anúncio da operação. Os autores concluem que as F&A chilenas são motivadas, principalmente, por motivos de sinergia, onde são esperados que os acionistas da adquirente e adquirida obtenham retorno anormal positivo através da transação, conforme pesquisa de Berkovitch e Narayanan (1993).

3 METODOLOGIA

O estudo pretende avaliar a variação de valor em processos de fusões e aquisições e analisar o perfil dos mesmos, em relação à geração ou destruição de valor, tendo como métrica o preço da ação da empresa adquirente. A metodologia utilizada para o alcance dos objetivos da pesquisa será apresentada neste capítulo.

3.1 Tipo de pesquisa

Gil (2002) define pesquisa como o procedimento racional e sistemático cujo objetivo é proporcionar respostas aos problemas propostos. As pesquisas, segundo o autor, podem ser classificadas em: exploratórias, descritivas e explicativas, de acordo com seus objetivos gerais.

As pesquisas descritivas têm como principal objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno; ou ainda, o estabelecimento de relação entre variáveis. (GIL, 2002). Neste sentido, o presente estudo pode ser considerado do tipo descritivo, pois pretende avaliar variação de valor em processos de fusões e aquisições - tendo como métrica o preço da ação – e sua relação com algumas variáveis como: estratégia de motivação, país de origem da adquirente, ano da operação e período de tempo entre anúncio e concretização da operação.

Em relação ao método de pesquisa, o trabalho se classifica como quantitativo. Tal método caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto na coleta de informações, como no tratamento das mesmas, através de técnicas estatísticas. O método quantitativo também representa a intenção de garantir a precisão dos resultados e evitar distorções de análise e interpretações, possibilitando, desta forma, uma margem de segurança quanto às inferências. (RICHARDSON, 1999)

3.2 Amostra e coleta de dados

A amostra desta pesquisa é composta por 51 empresas, de diferentes países, que participaram de processos de fusões ou aquisições no período de 2011 a 2013. Dado o tamanho da população de cada ano disponível na base de dados, foi selecionado um período

de três anos para estudo. Todas as informações a respeito dos processos selecionados foram extraídas a partir da base de dados “Thomson One”, da Thomson Reuters.

Para realizar a definição da amostra, alguns critérios foram considerados. Inicialmente, foram selecionados os processos de F&A a partir de um *Financial Advisor* escolhido de maneira aleatória, entre os três maiores na variável “*Ranking Value Inc. Net Debt of Target ($MIL)*”. Dessa forma, foram considerados os processos de fusões e aquisições, de 2011 a 2013, cujo *Financial Advisor* envolvido foi Goldman Sachs & Co. O segundo critério refere-se à seleção dos processos de F&A com datas de efetivação mais recentes, dentro de cada ano e do *Financial Advisor* selecionado.

Após o estabelecimento dos critérios para definição da amostra, foram coletados e tabelados dados sobre as empresas que realizaram F&A em cada ano escolhido para esta pesquisa, totalizando 51 processos. Tais dados incluem: as datas de anúncio e efetivação do processo, o setor macroeconômico das empresas envolvidas, a estratégia utilizada para realização da fusão ou aquisição, o país de origem da empresa adquirente e se o processo foi *cross-border*. Também foram coletadas as cotações das ações de cada empresa adquirente - para o período de 3 meses antes do anúncio da operação e de 10 dias após a concretização da mesma - a fim de se estabelecer uma média dos preços das ações, a qual foi utilizada como métrica para cálculo de valor. Os preços das ações foram obtidos através de consultas à base de dados do Economática e do Google Finance.

3.3 Análise dos dados

Camargos, Barbosa e Romero (2008) explicam que os estudos de evento são amplamente utilizados para examinar o desempenho de empresas envolvidas em F&A, a partir do comportamento do preço de suas ações em períodos anteriores e posteriores à transação, comparando com um grupo de controle. MacKinlay (1997) complementa afirmando que ao utilizar dados do mercado financeiro, um estudo de evento mede o impacto de um evento específico no valor da empresa, e sua utilidade deriva do fato de que, devido à racionalidade do mercado, os efeitos de um determinado evento serão imediatamente refletidos nos preços das ações.

O comportamento do preço das ações também foi examinado por Maquieira, Oliva e Alvarez (2005) em seu trabalho para analisar o impacto causado pelo anúncio de F&A no valor para os acionistas de empresas adquirentes no Chile entre 1993 e 2003. A fim de

analisar a origem dos recursos que geram valor para a empresa adquirente, Capron e Pistre (2002) analisaram, de maneira semelhante, os preços das ações em um estudo de evento. Kedia, Ravid e Pons (2011) também analisaram o preço das ações em um estudo de evento para verificar a criação de valor em processos de F&A verticais de empresas americanas entre 1979 e 2002. Tendo em vista a análise do comportamento dos preços de ações, em estudos para análise de valor em F&A, nos trabalhos dos autores citados anteriormente, optou-se por utilizar como métrica para cálculo da geração ou destruição de valor, no presente trabalho, o preço da ação.

Para alcançar os objetivos geral e específicos desta pesquisa, foram feitos testes de diferença de média para a média dos preços das ações envolvendo dois períodos: 3 meses antes do anúncio da fusão ou aquisição e 10 dias após a concretização da mesma, a fim de identificar se houve geração ou destruição de valor para a empresa adquirente após a F&A. Também foi analisada a relação entre a variação de valor identificada no processo de F&A e algumas variáveis, como estratégia de motivação, região de origem da empresa adquirente, ocorrência de processo cross-border e setor macroeconômico de atuação da empresa adquirente.

Para analisar os dados, portanto, as seguintes etapas foram realizadas: i) definição dos eventos objetos de estudos e das empresas que irão compor a amostra; ii) escolha da data que representará o evento, no caso, a data do anúncio e da concretização da operação; iii) definição da janela do evento; e iv) definição da técnica estatística a ser utilizada para tratamento dos dados.

MacKinley (1997) explica que a janela do evento refere-se ao período de tempo no qual os preços das ações das empresas da amostra serão examinados. O estudo de Jensen e Ruback (1983) sumarizou artigos e procedimentos utilizados em estudos de eventos, evidenciando que a escolha do tamanho das janelas de evento por parte do pesquisador tem característica discricionária, e que não há um padrão entre os mesmos. Andrade, Mitchell e Stafford (2001) complementam ao afirmar que é comum observar a utilização de uma janela de evento maior, a qual tem início vários dias antes do anúncio e término próximo a data de conclusão da operação.

Em estudo para verificar se houve valorização acionária em processos de F&A de empresas brasileiras, Camargos, Barbosa e Romero (2008) utilizaram em sua metodologia janelas de evento de longo e curto prazo. Os autores selecionaram, para o curto prazo, um período de três meses antes do anúncio da operação para verificar a possível valorização acionária. Em relação à janela após o período de efetivação da operação, Jensen e Ruback

(1983) evidenciaram o uso de 10 dias por Dodd (1980). Em concordância com os estudos mencionados, será utilizada nesta pesquisa uma janela de 3 meses antes do anúncio da F&A até 10 dias após a efetivação da operação.

As médias dos preços das ações - antes do anúncio e após a efetivação das F&A – foram relativizadas com as médias de seus respectivos índices de mercado no período correspondente em cada processo. Dessa forma, objetiva-se incorporar as variações do mercado de capitais nas médias das ações e, consequentemente, na análise da variação de valor nos processos de F&A estudados.

3.4 Tratamento Estatístico

O tratamento estatístico das médias dos preços das ações foi realizado por meio de teste de média - através do *software SPSS Statistics 20* - utilizando a amostra das médias no período anterior e a amostra do período posterior ao processo de F&A, resultando em duas amostras emparelhadas compostas por 51 observações em cada uma.

Para a análise dos dados coletados, foi realizado, inicialmente, o teste Kolmogorov-Smirnov (K-S) para verificar se as observações possuem distribuição normal e, assim, escolher o teste estatístico mais adequado ao problema. O teste K-S é um teste de aderência, ou seja, verifica se a partir da distribuição amostral é possível afirmar que os valores podem ser considerados como provenientes de uma população do tipo normal.

Após verificar que a distribuição não era normal, optou-se por utilizar o teste Wilcoxon, o qual também foi utilizado por Camargos, Barbosa e Romero (2008) e Ma, Pagán e Chu (2009) em seus estudos de eventos envolvendo F&A. O teste Wilcoxon trata-se de um teste não-paramétrico aplicado a duas amostras relacionadas. Segundo Camargos, Barbosa e Romero (2008), o mesmo testa a hipótese de que um determinado evento – no caso, F&A - não teve efeito após a sua ocorrência.

A hipótese nula H0 para o referido teste admite que não há diferença entre a média dos preços das ações antes do anúncio da F&A e a média dos preços das ações após a concretização do processo. O nível de significância considerado para a realização do teste foi de 5%.

4 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

Os resultados obtidos através dos testes de média encontram-se resumidos nas tabelas abaixo, elaboradas pela autora, a partir das saídas do software SPSS. Foram realizados testes de média englobando todas as observações, bem como testes para cada variável determinada nos objetivos desta pesquisa: motivação, região de origem da adquirente, processos *cross-border* ou nacionais e setor macroeconômico da adquirente.

Especificamente, em cada tabela, são apresentados: o número de observações para cada teste realizado, bem como a média dos preços das ações nos 3 meses anteriores ao anúncio da F&A e nos 10 dias após a concretização da mesma. Dessa forma, registrou-se também a variação de tais médias para cada grupo de processos; a quantidade de observações positivas e negativas, ou seja, quantas observações tiveram médias maiores após o processo de F&A e quantas tiveram suas médias diminuídas; e o *p-value*, o qual indica a rejeição da hipótese nula quando for menor que 0,05.

A seguir estão resumidos os dados estatísticos da amostra de 51 processos de F&A, a partir dos resultados do teste de média no SPSS. A tabela 1, abaixo, exibe as estatísticas descritivas da amostra, indicando número de ocorrências, média, desvio-padrão e valores mínimos e máximos.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas da amostra

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Média das ações 3 meses antes	51	50,602102	104,2790402	,1738	422,0083
Média das ações 10 dias depois	51	47,201441	99,0093521	,2262	401,7842

Fonte: SPSS

Os resultados da comparação de média para a amostra evidenciam uma diminuição da mesma em 6,72%. A média do preço das ações, no período anterior ao anúncio, foi de 50,60, passando para 47,20 após a concretização dos processos de fusão e aquisição.

Entretanto, os resultados do teste indicam que 28 processos apresentaram aumento na média no período de 10 dias após a concretização da F&A, enquanto 23 apresentaram diminuição, conforme a tabela 2. Isso sinaliza que as variações negativas de média, apesar de ocorrerem em menor número de casos, contribuíram de maneira mais expressiva para a média da amostra, se comparadas aos processos que apresentaram variação positiva na média.

O apêndice A evidencia a variação da média entre o período anterior e posterior à F&A, para cada um dos processos que compõem a amostra. A partir dos dados apresentados no apêndice, é possível identificar que as F&A que geraram valor apresentaram, em média, aumento de 5,21% na média dos preços das ações da empresa adquirente, enquanto as F&A que destruíram valor apresentaram, em média, diminuição de 10,17%.

Tabela 2 – Ranks da amostra a partir do teste Wilcoxon

Wilcoxon Signed Ranks Test

Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Média das ações 10 dias depois - Média das ações 3 meses antes	Negative Ranks	23[a]	33,65	774,00
	Positive Ranks	28[b]	19,71	552,00
	Ties	0[c]		
	Total	51		

a. Média das ações 10 dias depois < Média das ações 3 meses antes

b. Média das ações 10 dias depois > Média das ações 3 meses antes

c. Média das ações 10 dias depois = Média das ações 3 meses antes

Fonte: SPSS.

Tabela 3 – Estatísticas teste da amostra

Test Statistics[a]

	Média das ações 10 dias depois - Média das ações 3 meses antes
Z	-1,040[b]
Asymp. Sig. (2-tailed)	,298

a. Wilcoxon Signed Ranks Test

b. Based on positive ranks.

Fonte: SPSS.

O resultado do teste também indica um *p-value* de 0,298 - de acordo com a tabela 3, o que não permite rejeitar a hipótese nula (*p-value* > 0,05). Portanto, não há diferença entre a média dos preços das ações antes do anúncio da F&A e a média dos preços das ações após a concretização da mesma, considerando um nível de significância de 5%. A tabela 4 sumariza o resultado do teste hipótese para as 51 observações da amostra.

Tabela 4 – Resumo do teste de hipótese da amostra

Hypothesis Test Summary

	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between Média das ações 3 meses antes and Média das ações 10 dias depois equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	,298	Retain the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,05.

Fonte: SPSS.

A seguir, serão apresentados os testes de média para cada variável deste estudo. A primeira variável analisada foi o tipo de motivação identificada nos processos de F&A selecionados, a saber: diversificação, sinergia, crescimento e motivos financeiros, os quais foram elucidados na seção 2.3.4. A tabela 5 resume os resultados obtidos através dos testes de média para cada tipo de motivação.

Tabela 5 – Resumo dos resultados dos testes de média por motivação da F&A.

Categoria	**N º Obs.**	**Média antes do anúncio**	**Média depois da F&A**	**Variação na média**	***Ranks* Positivos**	***Ranks* Negativos**	***p-value***
Diversificação	6	80,344648	76,200265	-5,16%	2	4	0,116
Sinergia	18	26,340139	24,676706	-6,32%	9	9	0,286
Crescimento	22	66,857450	63,036536	-5,72%	14	8	0,884
Motivos financeiros	5	30,730580	23,817480	-22,50%	3	2	0,893

Em relação ao número de processos, a motivação por crescimento foi a mais presente dentro da amostra, seguida pela sinergia, diversificação e motivos financeiros. Verifica-se que, para todas as motivações, houve diminuição das médias no período de 10 dias após a concretização do processo. A maior diminuição é identificada para os processos guiados por motivos financeiros, com variação negativa de 22,50% na média.

Para todos os tipos de motivação obteve-se um *p-value* maior que 0,05, o que não permite a rejeição da hipótese nula de que não há diferença entre a média dos preços das ações antes e a média dos preços das ações após o processo de F&A.

Tabela 6 – Resumo dos resultados dos testes de média por continente da empresa adquirente.

Categoria	**N º Obs.**	**Média antes do anúncio**	**Média depois da F&A**	**Variação na média**	***Ranks* Positivos**	***Ranks* Negativos**	***p-value***
Europa	11	93,404427	89,294991	-4,40%	5	6	0,286
Ásia	13	112,020529	101,985753	-8,96%	4	9	0,039
Américas	24	3,284954	3,370754	2,61%	18	6	0,092

Os dados a respeito da região de origem das empresas adquirentes nos processos selecionados foram categorizados por continente e os resultados dos testes de média estão resumidos na tabela 6. Identificou-se maior ocorrência nas Américas, com 24 processos, seguida pela Ásia (13) e Europa (11) e Oceania (3). Devido ao número pouco expressivo de observações na Oceania, optou-se por não realizar um teste de média para tal categoria; entretanto, vale ressaltar que houve um aumento de 0,90% na média desta categoria após a concretização do processo de F&A.

Entre os testes de média que foram realizados, aquele envolvendo países com origem nas Américas também apresentou um aumento de 2,61% na média das 24 observações para o período de 10 dias após a concretização no processo. Por outro lado, as empresas asiáticas apresentaram diminuição na média em 8,96%, enquanto as europeias tiveram queda de 4,40% na média.

Os *p-values* dos testes para processos com origem na Europa e nas Américas não permitem rejeitar a hipótese nula. Portanto, não há diferença entre a média dos preços das ações antes e a média dos preços das ações após o processo de F&A para empresas adquirentes europeias e americanas. Entretanto, para os processos com origem na Ásia, identificou-se um *p-value* de 0,039, o que indica que deve-se rejeitar a hipótese nula, sendo correto afirmar que há diferença entre a média dos preços das ações de empresas adquirentes com origem asiática no período anterior e posterior ao processo de F&A

Tabela 7 – Resumo dos resultados do teste de média para processos cross-border e nacionais.

Categoria	**N º Obs.**	**Média antes do anúncio**	**Média depois da F&A**	**Variação na média**	***Ranks* Positivos**	***Ranks* Negativos**	***p-value***
Cross-border	21	108,671057	102,250448	-5,91%	8	13	0,046
Nacionais	30	9,953830	8,667140	-12,93%	20	10	0,382

A próxima variável analisada entre os processos de F&A selecionados foi a presença de processos *cross-border*, ou seja, uma empresa nacional adquirindo uma companhia estrangeira. Conforme a tabela 7, verifica-se que a maior parte da amostra inicial, formada por 51 observações, é composta por F&A nacionais, com 30 processos, enquanto 21 são *cross-border*.

Os processos nacionais foram os que apresentaram maior diminuição – em 12,93% - da média posterior ao processo de F&A, em relação à média anterior. Em relação aos processos *cross-border*, verifica-se diminuição da média em 5,91% no período posterior à concretização da F&A.

Com *p-value* de 0,046, o teste de média para os processos de F&A *cross-border* indica a rejeição da hipótese nula. Portanto, podemos dizer que há diferença entre a média anterior dos preços das ações de empresas adquirentes e a média posterior a processos de F&A *cross-border*. Em relação aos processos nacionais, o *p-value* de 0,382 indica que a hipótese nula deve ser aceita.

Tabela 8 – Resumo dos resultados dos testes de média de acordo com o setor macroeconômico da empresa adquirente.

Categoria	**Nº Obs.**	**Média antes do anúncio**	**Média depois da F&A**	**Variação na média**	***Ranks* Positivos**	***Ranks* Negativos**	***p-value***
Energia	4	46,036550	42,300550	-8,12%	3	1	0,715
Financeiro	6	4,113533	4,128400	0,36%	4	2	0,753
Indústria	5	44,154740	42,779160	-3,12%	3	2	0,893
Materiais	5	123,401060	114,051440	-7,58%	1	4	0,080

Categoria	**Nº Obs.**	**Média antes do anúncio**	**Média depois da F&A**	**Variação na média**	***Ranks* Positivos**	***Ranks* Negativos**	***p-value***
Bens de consumo	5	86,357600	88,448340	2,42%	3	2	0,500
Saúde	5	84,239120	72,349400	-14,11%	1	4	0,225
Tecnologia	11	59,963255	54,807509	-8,60%	5	6	0,657

Por fim, foi verificado o setor macroeconômico ao qual pertencia a empresa adquirente no processo de F&A. A partir da amostra de 51 processos, foram identificados doze setores diferentes, porém, optou-se por não realizar um teste de média específico para aqueles que apresentaram 3, ou menos, observações.

Entretanto, cabe ressaltar que os setores com poucas observações encontradas foram: Mídia (2); Varejo (2); Imobiliário (3); Telecomunicações (2) e Serviços (1). Dentre tais setores, todos apresentaram aumento na média após o processo de F&A, com exceção do setor de Mídia.

Na tabela 8 encontram-se resumidos os resultados dos testes de média realizados para cada setor com quatro, ou mais, observações. A partir dos resultados, verifica-se que o setor Financeiro e o de Bens de Consumo Básico apresentaram, após o processo de F&A, uma maior média do preço das ações. O maior aumento é do setor de Bens de Consumo Básico, com 2,42% contra 0,36% do setor Financeiro. Os demais setores apresentaram diminuição na média após a concretização da F&A, sendo a maior delas no setor de saúde, com queda de 14,11%; e a menor diminuição no setor Industrial, com 3,12%.

Como todos os testes de média realizados para a variável “setor macroeconômico” apresentaram *p-value* > 0,05, a hipótese nula não deve ser rejeitada. Dessa forma, não há diferença entre a média dos preços das ações no período anterior à F&A e a média do período posterior, para as empresas de cada setor listado abaixo.

5 CONCLUSÕES

Os processos de fusões e aquisições têm apresentado um papel relevante no cenário econômico dos últimos anos, uma vez que foram fortemente influenciados pela diminuição de barreiras internacionais e maior exposição da empresas aos seus concorrentes. Aliadas aos objetivos estratégicos, as organizações esperam, sobretudo, que as fusões e aquisições gerem valor para seus acionistas. Camargos e Barbosa (2005b) endossam esta ideia ao afirmarem que a lógica presente na decisão de realizar uma fusão ou aquisição seria a potencial criação ou manutenção da riqueza dos acionistas através de valorização das ações da empresa. Dessa forma, a métrica escolhida para o cálculo de valor nesta pesquisa foi o preço da ação.

A partir dos resultados dos testes de média realizados com a amostra de 51 processos de fusões e aquisições ocorridos entre 2011 e 2013, buscou-se caracterizar o perfil daqueles que geraram ou destruíram valor após a concretização da F&A. Ademais, foram analisadas as relações entre as variáveis – tipo de motivação, origem da adquirente, ocorrência de processo *cross-border,* e setor macroeconômico da adquirente - e a variação no valor das empresas adquirentes.

Os resultados do teste de média para a amostra indicam que as empresas adquirentes apresentaram diminuição da média do preço das ações após a concretização do processo, se comparada à média do período anterior ao anúncio da F&A. Portanto, compreende-se, através dos resultados, que os processos de fusões e aquisições destruíram valor em 6,72% para a empresa adquirente. Ademais, se aceita a hipótese nula de que não há diferença entre a média dos preços das ações antes do anúncio da F&A e a média dos preços das ações após a concretização do processo.

Camargos e Barbosa (2005b) obtiveram resultados semelhantes em estudo no qual foram feitos testes de diferença de média para 72 processos de F&A ocorridos entre 1996 e 2004, a fim de constatar mudanças significativas no retorno acionário das empresas que passaram por estes processos. Dessa forma, os autores concluíram que os processos de F&A não resultaram na maximização da riqueza dos acionistas, através de valorização acionária no período posterior à concretização da fusão ou aquisição. Os mesmos também não puderam rejeitar a hipótese de que o retorno acionário anormal das empresas que realizaram F&A não sofreu mudanças significativas após a concretização do processo. Entretanto existem estudos contrastantes, como o de Andrade, Mitchel e Stafford (2001), que analisaram 4000 fusões realizadas no período de 1973 a 1998 e concluíram que as mesmas criaram valor para os acionistas da empresa combinada, sendo que os acionistas da empresa alvo obtiveram os

maiores ganhos. Tal conclusão foi baseada na reação dos preços das ações no período do anúncio da fusão.

Embora os resultados apresentem uma diminuição na média, os testes indicam que 28 processos geraram valor, através de um aumento na média do preço das ações, enquanto 23 processos destruíram valor, apresentando diminuição na média. Considera-se que tal fato tenha ocorrido devido à maior contribuição, na média da amostra, por parte dos processos que destruíram valor. Os dados da amostra permitem identificar que as F&A geradoras de valor apresentaram, em média, aumento de 5,21% na média dos preços das ações da empresa adquirente após a concretização da operação, enquanto as F&A que destruíram valor apresentaram, em média, diminuição de 10,17%. Portanto, verifica-se que as destruições de valor ocorreram com mais intensidade do que a geração de valor, apesar do maior número de processos que geraram valor.

A análise dos testes de média, bem como das proporções de seus *ranks* positivos e negativos, permitem a identificação das principais características dos processos de fusões e aquisições que geraram ou destruíram valor para a empresa adquirente. *Ranks* positivos referem-se aos processos que apresentaram aumento de média após a F&A, enquanto os *ranks* negativos indicam aqueles que apresentaram diminuição da mesma. Os dados detalhados das proporções de *ranks* negativos e positivos podem observados no apêndice B. Objetivou-se delimitar um perfil de tais processos a partir das variáveis selecionadas para esta pesquisa: tipo de motivação, continente de origem da empresa adquirente e setor macroeconômico no qual atua, e se o processo foi do tipo *cross-border* ou nacional. As informações sobre o perfil dos processos de F&A que geraram valor encontram-se resumidas na tabela 9.

Tabela 9 – Perfil dos processos de F&A que geraram valor para a empresa adquirente

Estratégia de Motivação	Região de Origem da Adquirente	Tipo de processo	Setor de atuação da adquirente
Crescimento (64%) Motivos financeiros (60%)	Américas (75%)	Nacional (67%)	Energia (75%) Financeiro (67%) Industrial (60%) Bens de Consumo (60%)

Conclui-se que os processos de fusões e aquisições que geraram valor para a empresa adquirente, na forma de valorização acionária, são aqueles que tiveram como motivação a

busca pelo crescimento – com 64% de *ranks* positivos - e algumas motivações financeiras - com 60% de *ranks* positivos - para executar a operação. Ressalta-se que os processos guiados por sinergia apresentaram geração e destruição de valor na mesma proporção de casos dentro da amostra. Em relação à região de origem da empresa adquirente, constata-se que as F&A geradoras de valor envolvem aquelas oriundas de países da América do Norte e América do Sul, com 75% de *ranks* positivos. Verifica-se ainda, que os processos resultantes em aumento do valor envolveram apenas F&A entre empresas do mesmo país, pois os processos nacionais apresentam 67% de *ranks* positivos. Em relação ao setor macroeconômico, observa-se que os processos geradores de valor envolvem empresas adquirentes atuantes nos setores energético (apresentando 75% de ranks positivos), financeiro (67%), industrial (60%) e de bens de consumo (60%).

As mesmas variáveis foram analisadas para caracterizar o perfil dos processos de fusões e aquisições que resultaram em destruição de valor para a empresa adquirente, na forma de desvalorização acionária. As informações relativas aos processos que destruíram valor encontram-se na tabela 10.

Tabela 10 – Perfil dos processos de F&A que destruíram valor para a empresa adquirente

Estratégia de Motivação	Região de Origem da Adquirente	Tipo de processo	Setor de atuação da adquirente
Diversificação (67%)	Ásia (69%) Europa (55%)	*Cross-border* (62%)	Materiais (80%) Saúde (80%) Tecnologia (55%)

Observa-se que os mesmos são caracterizados por possuírem como motivação a estratégia de diversificação, apresentando 67% de *ranks* negativos. Constata-se também, que as F&A destruidoras de valor envolvem empresas adquirentes da Europa - com 55% de *ranks* negativos – e principalmente da Ásia, que apresentou 69% de *ranks* negativos. Ademais, verifica-se, a partir dos testes realizados, que a fusão ou aquisição de uma empresa nacional com outra estrangeira – conhecido como processo *cross-border* - também é uma característica de processos que destruíram valor para a empresa adquirente, indicando 62% dos *ranks* negativos. Em relação aos setores macroeconômicos de atuação da empresa adquirente, conclui-se que as F&A que destruíram valor envolviam empresas atuantes nos setores de

materiais e saúde, os quais apresentaram 80% de *ranks* negativos, além do setor de tecnologia, com 55% de *ranks* negativos.

Além de caracterizar o perfil dos processos que geraram e destruíram valor, foram analisadas as relações entre as variáveis desta pesquisa e a variação de valor das empresas após a concretização da F&A, através dos resultados dos testes de média.

No que se refere ao tipo de motivação para a realização da F&A, os resultados apontam diminuição no valor da empresa adquirente após a F&A, para os quatro tipos de motivação analisados: diversificação, sinergia, crescimento e motivos financeiros, sendo a maior diminuição detectada nos processos do último tipo, com 22,5%.

Em relação à variável "região de origem da empresa adquirente", aquelas com origem nos continentes Europeu e Asiático apresentaram diminuição do valor da empresa, sendo a mais expressiva na Ásia, com 8,96%. O teste de média para F&A com empresas adquirentes asiáticas indica a rejeição da hipótese nula, afirmando que existe diferença entre as médias dos preços das ações antes do anúncio da F&A e depois da concretização para tais empresas. Por outro lado, as empresas com origem nas Américas indicaram aumento de valor em 2,61% após a F&A.

Outra característica analisada foi a presença de processos de F&A do tipo *cross-border*. Compreende-se que, tanto processos do tipo *cross-border*, quanto nacionais, apresentaram diminuição de média, indicando destruição de valor após a concretização da F&A. Porém, ressalta-se que o teste de média indica a rejeição da hipótese nula para processos *cross-border*, sendo correto afirmar que há diferença entre as médias dos preços das ações antes do anúncio da F&A e depois da concretização para empresas que realizaram esse tipo de processo.

Também foi analisado o setor macroeconômico ao qual pertence a empresa adquirente. Dos sete setores testados, apenas dois apresentaram uma maior média após a concretização da F&A, a saber: financeiro e de bens de consumo, indicando geração de valor para a empresa adquirente. Os demais – energia, indústria, materiais, saúde e tecnologia – apresentaram diminuição da média, o que indica a destruição do valor. O setor de saúde foi o que apresentou maior diminuição de média após a F&A (14,11%), enquanto o setor de bens de consumo teve o maior aumento na mesma situação (2,42%).

É importante ressaltar que o objetivo desta pesquisa era caracterizar o perfil das fusões e aquisições que geraram e destruíram valor, a partir das variáveis apresentadas, e não estabelecer quais delas foram determinantes para o resultado final do valor da empresa após a operação. Em adição, não se pode afirmar que uma variável, isoladamente, seria responsável

pela geração ou destruição de valor em uma fusão ou aquisição, pois isso é resultado de uma combinação de diversas variáveis aliadas às variações do cenário econômico e até mesmo político. Considera-se, ainda, que os resultados desta pesquisa indicaram a variação no valor apenas de empresas adquirentes no processo de fusão e aquisição, sem verificar o impacto de tais processos no valor das empresas adquiridas.

Como limitação desta pesquisa pode ser citada a coleta de dados a partir de um único *Financial Advisor*, pois este possui particularidades operacionais capazes de influenciar o processo de fusão e aquisição para seus clientes. O período para análise nesta pesquisa também pode ser limitador no sentido em que não reflete as estratégias de longo prazo para geração de valor para o acionista, através da realização de uma fusão ou aquisição.

Desta forma, como sugestão para trabalhos futuros, indica-se a reprodução deste estudo envolvendo processos de fusões e aquisições com atuação de diversos *Financial Advisors*, resultando em maior número de operações analisadas. Ademais, seria interessante replicar este estudo considerando maiores períodos para análise dos dados e diferentes abordagens de criação de valor em F&A, a saber: para a empresa adquirida ou para a combinada.

Por fim, vale ressaltar que o conceito de valor em fusões e aquisições não apresenta um consenso entre os pesquisadores, seja pela dificuldade em mensurá-lo com precisão, ou pelas diferentes métricas disponíveis para calculá-lo, o que muitas vezes é refletido em resultados divergentes entre os estudiosos do tema. Conforme discutido anteriormente, é preciso considerar que a geração de valor em F&A depende também da efetiva contribuição da empresa adquirida para a empresa adquirente, o que geralmente se dá na forma de benefícios advindos de sinergias.

O entendimento de tais fatores, aliado às conclusões obtidas através dos testes realizados nesta pesquisa, contribui para uma análise mais completa sobre o tema de geração de valor em fusões e aquisições.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, V. R. A. Efeitos da diversificação no valor das empresas do mercado de telecomunicações: teste do modelo de Berger e Ofek. 2002. 164 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. **The Journal of Economic Perspectives**. v. 15, n. 2, p. 103-120, 2001.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim de Fusões e Aquisições**. Ano IX, n. 22, fev/2015. Disponível em: < http://portal.anbima.com.br/>. Acesso em: 4 mai. 2015.

BERGER, P. G.; OFEK, E. Diversification's effect on firm value. **Journal of Financial Economics.** v. 37, n. 1, p. 39-65, 1994.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 28, n. 3, p. 347-362, 1993.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 23 abr. 2015.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. **Fundamentals of Corporate Finance**. 3. ed. New York: McGraw-Hill, 2001.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração**. v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005a.

_____. Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiros pós-plano real. **Revista de Gestão USP**. v. 12, n. 4, p. 33-53, 2005b.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V.; ROMERO, J. A. R. Retorno anormal e eficiência informacional do mercado de capitais brasileiros em anúncios de fusões e aquisições. **XVIII Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. Rio de Janeiro, 2008.

CAMARGOS, M. A.; COUTINHO, E. S. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces**. Revista de Administração Contemporânea Eletrônica.** v. 2, n. 2, p. 273-295, 2008.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns?. **Strategic Management Journal**. v. 23, n. 9, p. 781-794, 2002.

CARVALHO, T. F.; MAIA, M. V.; BARBEDO, C. H. S. O efeito da diversificação no valor das empresas listadas em bolsa no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**. v. 13, n. 1, p. 87-109, 2012.

COOPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – Valuation**: Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Education, 2002.

DAMODARAN, A. **A Face Oculta da Avaliação**: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia. 1. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

_____. **The value of synergy**. New York: Stern School of Business, 2005. Disponível em: < http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2015.

DePAMPHILIS, D. M. **Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities**. 6. ed. California: Academic Press, 2012.

FAULI-OLLER, R. Takeover waves. **Journal of Economics & Management Strategy.** v. 9, n. 2, p. 189-210, 2000.

FICERY, K.; HERD, T.; PURSCHE, B. Where has all the synergy gone? The M&A puzzle. **Journal of Business Strategy**, v. 28, n. 5, p. 29-35, 2007.

GAUGHAN, P. A. **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings**. 5. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

GREGORIOU, G, N.; RENNEBOOG, L. Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990. **Recent Research and Quantitative Analysis.** London: Academic Press, 2007.

HACKBARTH, D.; MORELLEC, E. Stock returns in mergers and acquisitions. **The Journal of Finance**. v. 63, n. 3, p. 1213-1252, 2008.

HALEBLIAN, J. et al. Exploring firm characteristics that differentiate leaders from followers in industry merger waves: a competitive dynamics perspective. **Strategic Management Journal.** v. 33, n. 9, p. 1037-1052, 2012.

HARFORD, J. What drives merger waves? **Journal of Financial Economics**. v. 77, n. 3, p. 529-560, 2005.

HITT, M. A. et al. Mergers and acquisitions: overcoming pitfalls, building synergy and creating value. **Business Horizons**. v. 52, n. 6, p. 523-529, 2009.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração Estratégica**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

HITT, M. A.; HARRISON, J. S.; IRELAND, R. D. **Mergers & Acquisitions**: a guide to create value for stakeholders. 1. ed. New York: Oxford University Press, 2001.

HUYGHEBAERT, N.; LUYPAERT, M. Sources of synergy in mergers and acquisitions: empirical evidence from non-serial acquirers in Europe. **International Journal of Financial Research.** v. 4, n. 2, p. 49-67, 2013.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics.** v. 11, n. 1, p. 5-50, 1983.

JOHNSON, G.; SCHOLES, K; WHITTINGTON, R. **Fundamentos de Estratégia**. 1. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

KEDIA, S.; RAVID, S. A.; PONS, V. When do vertical mergers create value?. **Financial Management**. v. 40, n. 4, p. 845-877, 2011.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**. v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

LAMONT, O. A.; POLK, C.; Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks. **Journal of Financial Economics**. v. 63, n. 1, p. 51-77, 2002.

MACKINLAY, A. C. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature.** v. 35, n. 1, p. 13-39, 1997.

MANKIW, N. G. **Introdução à economia**. 1. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

MAQUIEIRA, C. P.; OLIVA, I.; ALVAREZ, N. **Mergers and acquisitions: empirical evidence in Chile**. Conferência Annual Balas, 2005.

MARION FILHO, P. J.; VIEIRA, G. M. Fusões e aquisições de empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração da UFSM**. v. 3, n. 1, p. 109-130, 2010.

MATIAS, A. B.; BARRETO, A. C. P. M.; GORGATI, V. **Fusões e aquisições no Brasil atual**: possibilidades de ocorrência de uma onda. In: Seminários em Administração – FEA-USP, São Paulo, 1996.

MINADEO, R.; CAMARGOS, M. A. Fusões e aquisições no varejo alimentar: uma análise das estratégias de entrada e de crescimento do Carrefour e Wal-Mart no mercado brasileiro. **Revista de Ciências da Administração**. v. 11, n. 24, p. 102-135, 2009.

NEVES, M. F. **Demand Driven Strategic Planning**. 1. ed. New York: Routledge, 2013.

PRICEWATERHOUSE-COOPERS. **Relatório de Fusões e Aquisições no Brasil**. 2014. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/>. Acesso em: 04 mai. 2015.

RAPPAPORT, A. **Gerando Valor para o Acionista**: um guia para administradores e investidores. 1. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

RICHARDSON, R. J. Pesquisa social: métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**. v. 59, n. 2, p. 197-216, 1986.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração Financeira**. 9. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2013.

SHEEN, A. The real product market impact of mergers. **Journal of Finance**. v. 69, n. 6, p. 2651-2688, 2014.

STEWART, G. B. **Em busca do valor**: o guia de EVA para estrategistas. 1. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

SUDARSANAM, S. **Creating Value from Mergers and Acquisitions**: The Challenges. 1. ed. Harlow: Prentice Hall, 2003.

TOXVAERD, F. Strategic merger waves: a theory of musical chairs. **Journal of Economic Theory.** v. 140, n. 1, p. 1-26, 2008.

WESTON, J. F.; WEAVER, S. C.; **Mergers and Acquisitions**. 1. ed. New York: McGraw-Hill, 2001.

APÊNDICE A – Descrição dos processos de F&A amostrados

Observação	Estratégia	Acquiror Macro Industry	País adquirente	*Cross-border*	Média Relativ. Antes	Média Relativ Depois	Variação da média
1	Motivos financeiros	Energia	Espanha	Não	2,5136	2,7409	9,04%
2	Diversificação	Financeiro	EUA	Não	2,1595	2,1842	1,14%
3	Sinergia	Indústria	Japão	Sim	190,6921	183,2810	-3,89%
4	Sinergia	Materiais	China	Não	8,7405	6,1844	-29,24%
5	Crescimento	Bens de consumo	Reino Unido	Sim	371,6752	386,0240	3,86%
6	Crescimento	Saúde	Japão	Sim	67,0429	72,2328	7,74%
7	Sinergia	Energia	Reino Unido	Sim	178,8764	163,4953	-8,60%
8	Sinergia	Financeiro	Austrália	Não	11,1118	11,5825	4,24%
19	Motivos financeiros	Financeiro	Austrália	Não	5,5442	5,3509	-3,49%
10	Crescimento	Mídia	EUA	Sim	3,8535	3,4228	-11,18%
11	Sinergia	Varejo	Brasil	Não	0,1738	0,2262	30,13%
12	Crescimento	Bens de consumo	EUA	Não	4,3400	4,5943	5,86%
13	Crescimento	Materiais	Reino Unido	Sim	405,2036	373,7104	-7,77%
14	Sinergia	Saúde	Suíça	Sim	11,1897	10,1800	-9,02%
15	Crescimento	Energia	Brasil	Não	0,4431	0,4727	6,66%
16	Sinergia	Tecnologia	China	Não	10,7476	3,1868	-70,35%
17	Crescimento	Tecnologia	EUA	Sim	10,6722	10,9249	2,37%
18	Sinergia	Mídia	EUA	Não	3,8331	3,7947	-1,00%
19	Crescimento	Tecnologia	EUA	Não	6,9401	6,5155	-6,12%
20	Crescimento	Financeiro	Canadá	Sim	3,2622	3,3618	3,05%
21	Sinergia	Energia	EUA	Não	2,3131	2,4933	7,79%
22	Diversificação	Indústria	Alemanha	Sim	2,7360	2,2833	-16,55%
23	Motivos financeiros	Indústria	China	Sim	0,5987	0,7704	28,67%
24	Crescimento	Bens de consumo	EUA	Não	0,9679	1,1682	20,69%
25	Diversificação	Tecnologia	Japão	Sim	422,0083	401,7842	-4,79%
26	Crescimento	Materiais	Japão	Sim	170,0809	169,2170	-0,51%
27	Sinergia	Materiais	EUA	Não	1,5917	1,6319	2,52%
28	Crescimento	Indústria	Alemanha	Não	18,6285	19,2136	3,14%
29	Sinergia	Financeiro	Brasil	Sim	0,3449	0,3688	6,95%
30	Sinergia	Saúde	EUA	Não	2,6361	2,4043	-8,79%
31	Motivos Financeiros	Tecnologia	Japão	Não	140,7138	105,6729	-24,90%
32	Sinergia	Tecnologia	Taiwan	Não	35,9995	39,6541	10,15%
33	Crescimento	Imobiliário	EUA	Não	1,2741	1,6229	27,38%
34	Crescimento	Indústria	EUA	Não	8,1184	8,3475	2,82%
35	Crescimento	Bens de consumo	Nova Zelândia	Sim	1,4969	1,3822	-7,67%
36	Crescimento	Materiais	Reino Unido	Sim	31,3886	19,5135	-37,83%
37	Crescimento	Tecnologia	China	Sim	15,8821	17,6629	11,21%
38	Crescimento	Telecomunicações	EUA	Não	4,7653	4,8697	2,19%
39	Crescimento	Saúde	Japão	Sim	232,2377	183,9022	-20,81%
40	Sinergia	Imobiliário	Alemanha	Não	1,8151	1,8779	3,46%
41	Sinergia	Tecnologia	EUA	Não	8,1233	7,8869	-2,91%
42	Diversificação	Tecnologia	EUA	Não	0,5673	0,4276	-24,61%
43	Sinergia	Varejo	Canadá	Sim	1,3277	1,4757	11,15%
44	Outros motivos	Tecnologia	EUA	Não	4,2826	4,5523	6,30%
45	Crescimento	Bens de consumo	EUA	Não	0,8425	1,0027	19,01%
46	Crescimento	Tecnologia	EUA	Não	3,6590	4,6145	26,12%
47	Crescimento	Saúde	Japão	Sim	108,0892	93,0277	-13,93%
48	Sinergia	Financeiro	Grécia	Não	2,2586	1,9222	-14,89%
49	Diversificação	Telecomunicações	Finlândia	Não	1,1634	1,2838	10,35%
50	Sinergia	Imobiliário	EUA	Não	2,3475	2,5347	7,97%
51	Diversificação	Bens de consumo	Japão	Sim	53,4334	49,2385	-7,85%

Processos de F&A que geraram valor			
Observação	Média Relativ Antes	Média Relativ Depois	Variação da média
1	2,5136	2,7409	9,04%
2	2,1595	2,1842	1,14%
5	371,6752	386,0240	3,86%
6	67,0429	72,2328	7,74%
8	11,1118	11,5825	4,24%
11	0,1738	0,2262	30,13%
12	4,3400	4,5943	5,86%
15	0,4431	0,4727	6,66%
17	10,6722	10,9249	2,37%
20	3,2622	3,3618	3,05%
21	2,3131	2,4933	7,79%
23	0,5987	0,7704	28,67%
24	0,9679	1,1682	20,69%
27	1,5917	1,6319	2,52%
28	18,6285	19,2136	3,14%
29	0,3449	0,3688	6,95%
32	35,9995	39,6541	10,15%
33	1,2741	1,6229	27,38%
34	8,1184	8,3475	2,82%
37	15,8821	17,6629	11,21%
38	4,7653	4,8697	2,19%
40	1,8151	1,8779	3,46%
43	1,3277	1,4757	11,15%
44	4,2826	4,5523	6,30%
45	0,8425	1,0027	19,01%
46	3,6590	4,6145	26,12%
49	1,1634	1,2838	10,35%
50	2,3475	2,5347	7,97%
Média	**20,6899**	**21,7675**	**5,21%**

Processos de F&A que destruíram valor			
Observação	Média Relativ Antes	Média Relativ Depois	Variação da média
3	190,6921	183,2810	-3,89%
4	8,7405	6,1844	-29,24%
7	178,8764	163,4953	-8,60%
9	5,5442	5,3509	-3,49%
10	3,8535	3,4228	-11,18%
13	405,2036	373,7104	-7,77%
14	11,1897	10,1800	-9,02%
16	10,7476	3,1868	-70,35%
18	3,8331	3,7947	-1,00%
19	6,9401	6,5155	-6,12%
22	2,7360	2,2833	-16,55%
25	422,0083	401,7842	-4,79%
26	170,0809	169,2170	-0,51%
30	2,6361	2,4043	-8,79%
31	140,7138	105,6729	-24,90%
35	1,4969	1,3822	-7,67%
36	31,3886	19,5135	-37,83%
39	232,2377	183,9022	-20,81%
41	8,1233	7,8869	-2,91%
42	0,5673	0,4276	-24,61%
47	108,0892	93,0277	-13,93%
48	2,2586	1,9222	-14,89%
51	53,4334	49,2385	-7,85%
Média	**87,0170**	**78,1645**	**-10,17%**

APÊNDICE B – Testes de proporção

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Toda a amostra	Group 1	Positiva	28	,55	,50	,576
	Group 2	Negativa	23	,45		
	Total		51	1,00		

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Diversificação	Group 1	Positiva	2	,33	,50	,687
	Group 2	Negativa	4	,67		
	Total		6	1,00		
Sinergia	Group 1	Positiva	9	,50	,50	1,000
	Group 2	Negativa	9	,50		
	Total		18	1,00		
Crescimento	Group 1	Positiva	14	,64	,50	,286
	Group 2	Negativa	8	,36		
	Total		22	1,00		
Motivos Financeiros	Group 1	Positiva	3	,60	,50	1,000
	Group 2	Negativa	2	,40		
	Total		5	1,00		

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Cross-border	Group 1	Negativa	13	,62	,50	,383
	Group 2	Positiva	8	,38		
	Total		21	1,00		
Nacionais	Group 1	Positiva	20	,67	,50	,099
	Group 2	Negativa	10	,33		
	Total		30	1,00		

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Europa	Group 1	Positiva	5	,45	,50	1,000
	Group 2	Negativa	6	,55		
	Total		11	1,00		

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Ásia	Group 1	Negativa	9	,69	,50	,267
	Group 2	Positiva	4	,31		
	Total		13	1,00		

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Américas	Group 1	Positiva	18	,75	,50	,023
	Group 2	Negativa	6	,25		
	Total		24	1,00		

Binomial Test

		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-tailed)
Energia	Group 1	Positiva	3	,75	,50	,625
	Group 2	Negativa	1	,25		
	Total		4	1,00		
Financeiro	Group 1	Positiva	4	,67	,50	,688
	Group 2	Negativa	2	,33		
	Total		6	1,00		
Indústria	Group 1	Negativa	2	,40	,50	1,000
	Group 2	Positiva	3	,60		
	Total		5	1,00		
Materiais	Group 1	Negativa	4	,80	,50	,375
	Group 2	Positiva	1	,20		
	Total		5	1,00		
Bensconsumo	Group 1	Positiva	3	,60	,50	1,000
	Group 2	Negativa	2	,40		
	Total		5	1,00		
Saúde	Group 1	Positiva	1	,20	,50	,375
	Group 2	Negativa	4	,80		
	Total		5	1,00		
Tecnologia	Group 1	Negativa	6	,55	,50	1,000
	Group 2	Positiva	5	,45		
	Total		11	1,00		