



**Bruno Hermes da Fonseca da Costa Leite**

**Fusões e Aquisições - Geração de valor no Brasil: Um  
estudo de evento com base no período de 2003 a 2011**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Rio de Janeiro

Abril de 2012



**Bruno Hermes da Fonseca da Costa Leite**

**Fusões e Aquisições - Geração de valor no Brasil: Um estudo de evento com base no período de 2003 a 2011**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Prof. Marcelo Cabus Klotzle**

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Carlos de Lamare Bastian Pinto**

UniGranRio

**Prof<sup>a</sup>. Mônica Herz**

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 10 de abril de 2012

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

### **Bruno Hermes da Fonseca da Costa Leite**

Possui Graduação em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ (2007). É engenheiro do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES desde 2009, atuando na Área de Mercado de Capitais.

#### Ficha Catalográfica

Leite, Bruno Hermes da Fonseca da Costa

Fusões e aquisições – geração de valor no Brasil : um estudo de evento com base no período de 2003 a 2011 / Bruno Hermes da Fonseca da Costa Leite ; orientador: Marcelo Cabús Klotzle. – 2012.

55 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2012.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Fusões e aquisições. 3. Estudo de evento. 4. Geração de valor. I. Klotzle, Marcelo Cabús. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD:658

## Agradecimentos

Dedico este trabalho aos meus pais Armando e Cristina, à minha avó Dora, à minha mulher Giselle e ao meu cunhado e também irmão Felipe, que me ajudaram e incentivaram, cada um da sua forma e ao longo do tempo, para que este mestrado e este trabalho se concretizassem.

Agradeço aos meus professores, em especial ao meu orientador Marcelo Cabus Klotzle, que foi fundamental na conclusão desta dissertação.

Agradeço aos meus superiores e demais colegas no BNDES, que me cederam seu apoio em muitos momentos.

Agradeço por fim a Deus, que me permitiu concluir mais esta etapa importante da minha vida

## Resumo

Leite, Bruno Hermes da Fonseca da Costa; Klotzle, Marcelo Cabus. **Fusões e Aquisições - Geração de valor no Brasil: Um estudo de evento com base no período de 2003 a 2011**. Rio de Janeiro, 2012. 55p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Um dos grandes fatores motivadores das operações de fusões e aquisições é a expectativa de criação de valor para as empresas envolvidas. Este trabalho tem por objetivo avaliar esta expectativa por parte dos acionistas por ocasião do anúncio de tais operações. Para isso foram analisadas 20 operações, destacadas no período de 2003 a 2011 no mercado brasileiro, através da metodologia de estudo de evento. Neste estudo foram medidos os retornos anormais ocorridos nas ações de emissão das empresas adquirentes, com a utilização das cotações destas ações na BM&FBOVESPA, assumindo que as expectativas de criação de valor são imediatamente incorporadas aos preços dos ativos, logo após a disponibilização da informação sobre a operação de fusão ou aquisição.

## Palavras-chave

Fusões e aquisições; estudo de evento; geração de valor.

## Abstract

Leite, Bruno Hermes da Fonseca da Costa; Klotzle, Marcelo Cabus (Advisor). **Mergers and Acquisitions - Value creation in Brazil: An event study focusing on the 2003 to 2011 period.** Rio de Janeiro, 2012. 55p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

One of the most important reasons for Mergers and Acquisitions deals is the expectation of value creation for the companies involved. The objective of this research is to evaluate this expectation by the shareholders by the time of the announcement of the deal. In order to do that, 40 deals were analyzed, spanning the period from 2003 to 2011 in the Brazilian market, using the event study methodology. During this work, the abnormal returns obtained by the acquiring companies' shares were measured, using data from the Brazilian stock exchange BM&FBOVESPA, considering the premise that the expectations of value creation are immediately added to the assets' prices, after the announcement of the M&A deals. For the whole sample considered no statistically significant abnormal returns were detected, although in a few specific deals they have been observed, both positive and negative.

## Keywords

Mergers and acquisitions; event study; value creation.

## Sumário

1. Introdução	10
2. Fusões e Aquisições	15
2.1. Terminologia e Conceitos	15
2.2. Motivações das Empresas	17
3. Criação de Valor em Fusões e Aquisições	25
3.1. Metodologias Existentes	25
3.2. Metodologia do Estudo de Evento	27
3.3. Resumo das Pesquisas Realizadas	28
4. Metodologia da Pesquisa e Resultados	33
4.1. Escolha e Coleta dos Dados	33
4.2. Procedimentos Adotados e Análise dos Dados	35
4.2.1. Cálculo dos Retornos das Ações e do Ibovespa ( <i>proxy</i> do índice de mercado)	35
4.2.2. Escolha das Janelas de Tempo para o Estudo de Eventos	36
4.2.3. Cálculo dos Retornos Anormais ( $RA_{it}$ )	38
4.2.4. Cálculo dos Retornos Anormais Médios – Acumulados para toda a Amostra ( $RAM_t$ )	40
4.3. Análise dos Resultados	43
5. Conclusões	46
6. Referência Bibliográfica	50
Anexo I – Tabela completa de análise das ações envolvidas em operações de F&A's	55

## Lista de figuras

Figura 1 – Fusões e Aquisições no Brasil – Novembro de 2011	12
Figura 2 – Quadro de Classificação dos Estudos em F&A's	32
Figura 3 – Linha do Tempo para o Estudo de Eventos	37
Figura 4 – Retornos Anormais Médios na Janela de Eventos	43



## Lista de tabelas

Tabela 1 – Operações de F&A´s elencadas, ocorridas entre 2003 e 2011	35
Tabela 2 – Retornos anormais das ações que apresentaram significância estatística ao nível de 5%	42
Tabela 3 – Média dos retornos anormais para cada dia da janela de eventos, com suas respectivas estatísticas-t	42