

# 1 Introdução

As Fusões e Aquisições (F&A's) representam para as empresas uma etapa ou um meio de implementação de uma determinada estratégia, normalmente associada à necessidade de acesso a novos mercados consumidores ou carteira de clientes, e a recursos de produção, como matérias-primas, novas tecnologias ou capital intelectual. Este movimento é realizado com objetivo primordial de geração de valor aos acionistas da empresa, embora algumas vezes signifique apenas uma necessidade de sobrevivência no mercado ou simplesmente a não destruição de valor.

Copeland (2006, p.114) ratifica este entendimento ao afirmar que as F&A's se tornaram um meio muito importante para a realocação de recursos na economia global e para a execução de estratégias corporativas.

Segundo Cano (2002, p.151);

*Os processos de F&A's são inerentes à concorrência capitalista. Acumulação de capital, inovações, ganhos de produtividade e acirramento da competição, levando a pressões pela eliminação de concorrentes ou pela abertura de novos mercados, são processos que marcaram a história do capitalismo desde o seu início. Tais fatores foram potencializados pelo surgimento do capital financeiro monopolista organizado na forma de sociedade anônima, pelo aumento da intervenção estatal na economia e pelo desenvolvimento do mercado bancário de capitais, o que impulsionou as F&A's.*

Uma fusão entre empresas pode ser definida de forma sucinta como uma operação por meio da qual se unem duas ou mais empresas para formar uma nova empresa, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. Já a aquisição de uma empresa é o processo de compra das ações ou cotas de sua emissão por um outro agente econômico, que assume todos os seus direitos e obrigações. Os processos de aquisições de empresas representam uma das formas mais relevantes e efetivas de crescimento de um grupo empresarial.

Os processos de F&A's constituem atividade importante no cenário econômico internacional, principalmente a partir dos anos 80, quando a denominada quarta onda de F&A's foi intensificada pelo intenso desenvolvimento tecnológico das telecomunicações e dos transportes, a maior integração de mercados e a abertura econômica de muitos países. A volatilidade do cenário econômico internacional, o baixo crescimento de alguns mercados de grande importância e a maior integração econômica e financeira, com a intensificação do comércio internacional decorrentes da globalização têm exigido crescente capacidade de adaptação das empresas aos movimentos do mercado.

No cenário brasileiro, a partir dos anos 90, e de maneira mais acentuada a partir de 1994, coincidindo com a estabilização advinda da implementação do plano Real, a economia brasileira passou a apresentar uma dinâmica de concentração de capitais e de reestruturação patrimonial, organizacional e societária, em parte devido aos processos de privatização. Tal cenário fez com que as F&A's surgissem como forma das empresas se adequarem às novas condições e circunstâncias vigentes, nos cenários econômicos nacional e internacional.

Segundo Cano (2002), os processos de F&A's ocorridos nos anos 1990 no Brasil foram fortemente influenciados:

- 1) pelo seu caráter institucionalizado, que fez com que boa parte das operações aqui ocorridas fosse apenas reflexo de F&A's da arena internacional, ocasionando fusões e aquisições entre filiais;
- 2) pelo forte processo de reestruturação produtiva, retomada da entrada de fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) e expectativas favoráveis quanto à sustentabilidade do crescimento econômico, que desencadeou a entrada de novos concorrentes externos, boa parte via F&A's; e
- 3) pela reação das empresas já estabelecidas, nacionais ou estrangeiras, que também buscaram a estratégia de F&A e a especialização no *core business*.

Mais recentemente, com a crise econômica mundial de 2008 que atingiu mais fortemente os EUA e a Europa e com o contínuo crescimento econômico do Brasil baseado em seu mercado interno e na exportação de *commodities*, refletido no fortalecimento do Real, uma onda de aquisições, incluindo as do tipo “*cross border*”, ocorreu no país. Diversas empresas brasileiras adquiriram ativos no exterior, como a VALE, GERDAU e JBS-Friboi. Este movimento foi ainda reforçado pelo apoio do governo à criação dos chamados “campeões nacionais”, diretiva que fazia parte da Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), de apoio à consolidação de alguns setores com vistas à expansão internacional de empresas de alguns setores econômicos nos quais o Brasil apresenta boa competitividade.

Para Camargos e Barbosa (2005, p.101), no contexto brasileiro, pode-se dizer que com as F&A's as empresas visam obter maior porte e, conseqüentemente, maior poder de barganha e de mercado, por meio das seguintes sinergias: aumento da eficiência das empresas envolvidas (operacional e gerencial), redução de custos e despesas (administrativas e gerais), de impostos e do custo do capital.

Um relatório de acompanhamento de F&A's foi disponibilizado pela PriceWaterhouseCoopers - PWC, referente à novembro de 2011, e demonstra a evolução do número de operações no Brasil nos últimos anos. A figura abaixo ilustra os resultados publicados pela consultoria:

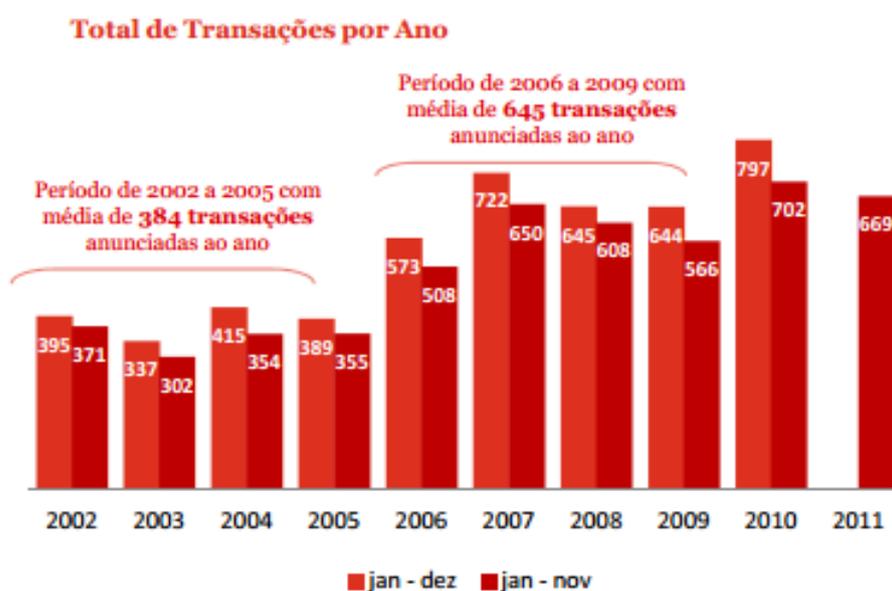


Figura 1 - Fusões e Aquisições no Brasil – novembro de 2011  
Fonte: Própria

De acordo com o estudo, podemos verificar que de 2003 a 2011, período de estudo deste trabalho, foram realizadas no Brasil em torno de 5200 operações de F&A's, com destaque para o período de 2007 a 2010.

Mackinlay (1997) relata que nos últimos 20 anos, período em que é possível observar o predomínio de questões envolvendo o impacto de processos de F&A's no valor de mercado das firmas envolvidas, um enorme conjunto de evidências empíricas sobre o assunto foi desenvolvido, dominado pela metodologia de "estudo de eventos". Os resultados, de maneira geral, sugerem que em uma aquisição de sucesso, os retornos anormais das empresas adquiridas são elevados e positivos, enquanto os retornos anormais das firmas adquirentes são próximos de zero, sendo este segundo resultado a questão a ser analisada neste trabalho, com a diferença de tratarmos apenas do contexto brasileiro.

Entretanto, como pôde ser constatado na bibliografia consultada, existem pesquisadores que afirmam ter constatado ganhos e criação de valor para os acionistas, enquanto outros, entretanto, postulam ter chegado a conclusões contrárias. Existem alguns inclusive que relatam evidências de perdas para os acionistas. Sendo assim, a criação de valor para os acionistas nos processos de F&As é um tema recorrente, ainda permeado por embates entre autores que apresentam resultados empíricos e pontos de vista distintos.

No Brasil, apesar da intensificação das atividades de F&A's de empresas ao longo dos anos, grande parte das operações não alcança seus objetivos. Alguns estudos têm sido realizados sobre o tema objetivando analisar a criação de valor e de sinergias operacionais, assim como entender as motivações do sucesso ou fracasso destes movimentos estratégicos. Com isso, o desempenho financeiro em F&A's tem estado em destaque nas pesquisas acadêmicas nas áreas de finanças, organização industrial e administração estratégica.

Com a intenção de contribuir para o desenvolvimento deste assunto tão relevante no cenário econômico, este trabalho avalia a hipótese de existência de retornos anormais nos preços das ações de 20 companhias adquirentes listadas na bolsa de valores brasileira, a BM&FBOVESPA, no dia do anúncio das operações ao mercado, bem como nos dois dias imediatamente anteriores e posteriores à esta data, que refletiriam a expectativa de criação de valor para os acionistas de 40 operações de F&A's envolvendo estas empresas, no período de 2003 a 2011.

O estudo tem pretensão de ser atual e o período foi escolhido por representar a última década, exceto pela exclusão do ano de 2002, por ter sido um ano atípico, de muita dificuldade para o mercado, com Ibovespa em seu pior patamar em 10 anos, queda drástica no volume de negócios, várias companhias fechando seu capital e diversas corretoras encerrando suas atividades. Partindo da premissa de que as informações tornadas públicas são imediatamente incorporadas aos preços dos ativos, foi utilizada a metodologia de “estudo de eventos” para investigar a hipótese supracitada.