

3 Metodologia

O objetivo deste capítulo é a apresentar a opção metodológica utilizada para realizar a investigação de pesquisa, assim como as limitações das mesmas e as soluções encontradas para minimizá-las.

Esta dissertação teve sua inspiração no artigo intitulado “*Tobin’s Q and the Gains from Takeovers*” escrito por Henri Servaes e publicado no *The Journal of Finance* em 1991. Neste artigo, o autor analisou 704 casos de fusões e aquisições entre 1972 e 1987 no que tange a relação entre os ganhos provenientes da transação e o índice do Q de Tobin das empresas que compraram e foram compradas.

As motivações do autor estão baseadas no estudo preliminar apresentado por Lang, Stulz e Walking (1989), onde os autores encontraram uma relação entre retornos anormais em ofertas públicas de ações e o Q de Tobin das empresas que foram adquiridas e das empresas que as compraram. De acordo com Servaes (1991), eles concluíram que o retorno para as empresas que compraram, foram adquiridas e o retorno total, são maiores quando as empresas compradas apresentam um alto índice Q e as empresas que compraram apresentam um baixo índice Q.

Da mesma forma, empresas compradoras com índice Q alto apresentam um retorno anormal significativamente alto, enquanto empresas compradoras com baixo índice Q apresentam um retorno anormal negativo. Para eles, a melhor aquisição em termos de criação de valor, ocorre quando uma empresa com alto índice Q compra uma empresa com baixo índice Q. Para os autores, o cenário oposto provoca o pior caso de aquisições em termos de criação de valor. Uma vez que o índice Q é interpretado como uma medida de performance de gestão, estas conclusões implicam que empresas com melhor desempenho fazem melhores aquisições e que mais valor pode ser criado ao se adquirir uma empresa de baixa performance.

Neste estudo, também ficou evidente que as características da aquisição, hostil ou amigável e a existência de um ou vários compradores; a forma de pagamento (em dinheiro ou ações); o período de tempo e o tamanho relativo entre as empresas são determinantes importantes da magnitude do ganho proveniente da aquisição e a sua distribuição entre compradores e adquiridos.

3.1. Identificação da amostra e seleção de dados

Nossa amostra de dados foi retirada da plataforma Bloomberg e compreende em 271 transações de fusões e aquisições que ocorreram entre janeiro de 2003 e dezembro de 2013 de empresas listadas na Bovespa.

Após esta análise de dados inicial, incluímos outras restrições: a transação deveria ter status completada na CVM, um valor negociado maior de R\$100 milhões, possuir ações negociadas em bolsa no dia da efetivação da transação e divulgar informações de balanço e resultado para o mercado.

O status é importante para garantir que a transação se concretizou de fato e passou por todo processo de análise do CADE e CVM, o valor negociado maior que R\$100 milhões foi utilizado para expurgar transações muito pequenas que não afetaram o “*valuation*” das empresas que as compraram, e por isto não tem reflexo no preço da ação; a divulgação de informações ao mercado é importante para estimar o retorno anormal e estimar o modelo de mercado. O Q de Tobin utilizado também foi o encontrado na plataforma Bloomberg.

A amostra final consistiu em 33 transações de aquisições. Informações adicionais foram extraídas da plataforma Bloomberg para identificar características da transação e a competição, que podem influenciar o retorno anormal: a forma de pagamento, número de compradores, a reação dos gestores das empresas que foram compradas (hostil ou amigável).

Número de Aquisições

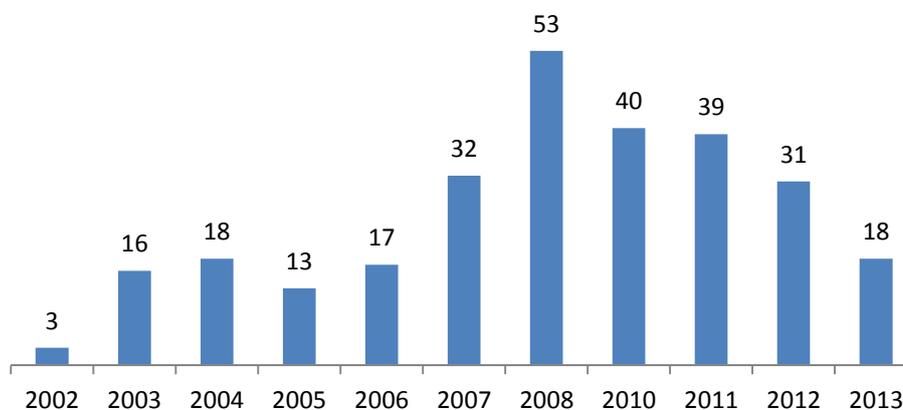


Gráfico 1 - Distribuição do número de aquisições na Bovespa
Fonte: Bloomberg

O gráfico acima apresenta a distribuição de transações ao longo dos últimos 10 anos. Podemos verificar o aumento significativo no número total de transações em 2008 e o posterior declínio neste número de transações. Podemos relacionar este aumento expressivo no número de aquisições nos anos de 2007 e 2008 em função do momento do mercado mundial favorável durante a pré crise do subprime, onde o mercado brasileiro apresentou condições muito boas não só para aquisições como também para ofertas públicas de ações com abundância de crédito no mercado. Neste momento de alta confiança pelos investidores no mercado e taxa de juros em declínio, o crédito ficou mais abundante e barato e desta forma os investimentos que anteriormente não eram viáveis tornaram-se atrativos. Além disto, neste momento o mercado brasileiro mostrava-se atrativo aos investidores estrangeiros o que ocasionou a entrada de fluxo de capitais do exterior e a valorização dos ativos nacionais.

O declínio subsequente já pode ser atribuído pela retração apresentada pelo mercado pós subprime com a incerteza contagiando o mercado mundial provocando insegurança nos investidores e a deterioração nos fundamentos econômicos do Brasil frente outros mercados em desenvolvimento no ano de 2013. Neste ano o país demonstrou um crescimento abaixo das expectativas, inflação elevada, taxa de juros artificialmente baixa e gastos do governo em níveis incompatíveis com a situação econômica do país. Além disto, para fechar o

superávit primário, o governo precisou utilizar práticas não convencionais de contabilidade. Tudo isto contribuiu para a saída dos investidores estrangeiros do país e conseqüentemente esta fuga de capital externo acarretou na desvalorização dos ativos da BOVESPA.

A tabela abaixo mostra a distribuição das aquisições por tipo de pagamento. Aproximadamente 74% das aquisições foram feitas em dinheiro, 24% em ações e os outros 2% de aquisições foram efetuados com uma mistura entre dinheiro e o outras formas de financiamento como dívida e ações.

Forma de Pagamento		
Cash	200	73,8%
Cash and Debt	3	1,1%
Stock	64	23,6%
Cash and Stock	2	0,7%
Cash, Stock & Debt	1	0,4%
Cash or Stock	1	0,4%

Tabela 1 – Distribuição da forma de pagamento nas operações da BOVESPA
Fonte: BOVESPA