

Retornos Anormais *Versus* Criação de Valor e Sinergias Operacionais de Firms Brasileiras Envolvidas em Combinações de Negócios

Márcio Marvila Pimenta

São Gonçalo – RJ

Mestre em Ciências Contábeis pela PPGCC/UFRJ¹Professor Assistente do ICM/UFF²

mpimenta85@gmail.com

José Augusto Veiga da Costa Marques

Rio de Janeiro – RJ

Pós-Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP³Professor Associado do PPGCC/UFRJ¹

joselaura@uol.com.br

Marcelo Alvaro da Silva Macedo

Rio de Janeiro – RJ

Pós-Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP³Professor Adjunto do PPGCC/UFRJ¹

Resumo

Este estudo tem como objetivo verificar se os anúncios das combinações de negócios, nos moldes do Pronunciamento Contábil CPC 15 causam reação no mercado de capitais, e, posteriormente, verificar se os casos que demonstraram reação, ou seja, expectativas positivas ou negativas, foram corroborados por mudanças nas variáveis de criação de valor e de sinergias operacionais, comparando-se a média destas nos períodos antes e depois da efetivação das referidas operações. Os resultados indicaram na primeira parte do estudo que 63 das 64 operações analisadas não apresentaram reações, apontadas pelo teste de Estudos de Eventos, sugerindo que os anúncios de combinação de negócios não causaram impacto no mercado. Em seguida, na segunda parte do estudo, efetuaram-se os testes de criação de valor e sinergias operacionais para a única operação que apresentou reação. Os testes sinalizaram melhora apenas no Valor de Mercado/Valor Patrimonial e piora nas

métricas: Firm Value, Crescimento das Vendas Líquidas, EBITDA, Geração Bruta de Caixa e MEBIT.

Palavras-chave: Combinação de Negócios. CPC 15. Estudo de Eventos. Criação de Valor. Sinergias Operacionais.

Abstract

This study aims to determine whether the announcements of business combinations, similar to the CPC 15, cause reaction in the capital markets and subsequently verify that the cases that presented reaction, ie positive or negative expectations, were corroborated by changes in variables value creation and operational synergies, the average is comparing these in the periods before and after the execution of such operations. The results showed in the first part of the study that 63 of the 64 operations analyzed showed no reactions, indicated by the Event Studies test, suggesting that the business combination of ad caused no impact on the market. Later, in the second part of the study, we effected up tests of value creation and operational synergies for the only thing you presented reaction. The tests showed an improvement only in the Market/Book Value and worsening metrics: Firm Value, Growth Net Sales, EBITDA, Cash Gross Generation and MEBIT.

Key words: Business Combinations. CPC 15. Events Study. Value creation. Operating synergies.

1. Introdução

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) e Costa Junior (2008), a combinação de negócios suscita grande interesse de analistas, contadores e pesquisadores, devido à complexidade relativa de sua aplicação a cada setor de mercado em razão de suas particularidades e, também, devido ao grande volume de investimento para este tipo de negociação. Em adição, essas transações despertam expectativas no mercado acionário e interesse no meio acadêmico de variadas áreas.

Importantes estudos, como os de Williamson (1970), Manne (1965), e Arrow (1975), seguem a vertente de que a fusão é uma forma de maximizar o desempenho da administração e/ou aproveitar sinergias das empresas combinadas.

Ao se utilizar a técnica econométrica de Estudo de Eventos, Manne (1965) afirma que este teste avalia simultaneamente a hipó-

¹ PPGCC/UFRJ - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro – CEP. 22290-240 - Rio de Janeiro – RJ

² ICM / UFF - Instituto de Ciências da Sociedade na Universidade Federal Fluminense – CEP 27930-560 – Macaé – RJ

³ FEA/USP - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – CEP 05508-010 – São Paulo – SP

tese de mercado eficiente, se é caracterizado na sua forma fraca, semiforte ou forte, e o comportamento dele perante circunstâncias como, por exemplo, o anúncio de combinação de negócios.

Healy et al (1992), examinaram o desempenho pós-aquisição das 50 maiores fusões dos EUA entre 1979 e meados de 1984. Empresas adquiridas evidenciaram melhorias significativas na produtividade de ativos em relação a seus negócios, levando a maiores retornos e fluxo de caixa operacional. Quando as empresas combinadas são do mesmo core business, apresentam resultados econômicos ainda melhores.

Esse estudo indica que há uma forte relação positiva entre o aumento pós-fusão nos fluxos de caixa operacionais e de retornos anormais ao redor de anúncios de fusão, o que confirma que as expectativas de melhorias econômicas ratificam as reavaliações patrimoniais das empresas combinadas (HEALY et al, 1992).

Ghosh (2001) questiona estudos como o de Healy et al (1992), pois entende que tais resultados de desempenho podem ser tendenciosos, porque as adquirentes quando se engajam em aquisições já se encontram em período de desempenho superior aos dos concorrentes. Ao usar empresas comparando o desempenho e o tamanho como referência, Ghosh (2001) não encontrou evidência de que o desempenho operacional melhora após as aquisições.

No Brasil dos anos 90, foi observado um fenômeno de grande quantidade de combinação de negócios. O período de 1991 a 2002 foi fortemente impulsionado pela vigência da PND – Programa Nacional de Desestatização, marcado pelas facilidades no sentido da privatização de empresas estatais (COSTA JUNIOR, 2008).

Segundo Costa Junior (2008), para incentivar o processo de desestatização, o governo editou a lei 9.457/97, objetivando facilitar o processo de alienação de controle das entidades estatais e diminuir os custos transacionais. Esse período foi marcado por uma alteração na Lei Societária, através da suspensão do artigo 254 da Lei 6.404/76 que regulava a Oferta Pública compulsória ao adquirente do controle de uma companhia aberta.

Subsequentemente, com o controle da inflação, a abertura econômica, o crescimento do mercado interno e a elevada liquidez financeira internacional, viabilizou-se o surgimento de um ambiente propício ao crescimento de fusões e aquisições de empresas no Brasil. Nos últimos anos essas operações movimentaram cifras bilionárias na economia.

Adicionalmente, notou-se a carência de pesquisas ex post facto de combinação de negócios no período após a emissão do CPC 15, sendo que antes deste período relevantes estudos, como o de Costa Junior (2008) e Camargos e Barbosa (2009), seguiram esta linha utilizando Fusões e Aquisições, podendo ser replicados ou aperfeiçoados para pesquisas mais recentes.

Diante disso, surge o seguinte questionamento: como se comportam as ações ordinárias de empresas negociadas na BM&FBovespa quando estas anunciam operações de combinação de negócios? Desse modo, o objetivo principal, através da utilização da técnica de estudo de eventos, é verificar como o mercado de capitais reage em torno do anúncio de combinação de negócios e depois observar se a expectativa foi corroborada com mudanças significativas de variáveis de criação de valor e sinergias operacionais.

A pesquisa toma-se oportuna em razão do atual momento de importantes acontecimentos depois da pesquisa de Costa Junior (2008), tanto no contexto internacional – com a Crise dos Subprimes alcançando seu auge em 2008 e suas consequências posteriores –, quanto no cenário de mudança de práticas contábeis local,

com a emissão da Lei 11.638/07, da Lei 11.941/09 e, sucessivamente, do Pronunciamento Técnico CPC 15. Tudo isso tomou propício abordar o tema “combinação de negócios”, adicionando-se o fato de carência de estudos em torno da reação do mercado diante de anúncios destas operações. Houve aumento significativo nas operações de F&As em 2010 de aproximadamente 70% em relação ao ano anterior.

Conforme os boletins de fusões e aquisições emitidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA de 2010 a 2013, este fenômeno movimentou aproximadamente 680 bilhões de reais, estabilizando após um razoável crescimento em 2011 e ligeira queda nos anos de 2012 e 2013, porém movimentando cifras bilionárias.

O estudo se delimita em operações de combinação de negócios ocorridas no Brasil no período de 2010 a 2013. Foram analisadas somente as operações contidas nos boletins de fusões e aquisições elaboradas pela ANBIMA, de que constam registros somente de operações acima de 20 milhões de reais. Serão amostradas as empresas adquirentes (bidders) que tiverem ações negociadas da BM&FBovespa.

Analysaram-se somente as operações ocorridas no período abordado e utilizadas duas fases: o estudo de eventos por retornos ao redor dos anúncios e a análise da criação de valor e sinergias operacionais.

2. Informação Contábil e o Mercado de Capitais

Ao longo das últimas décadas, pesquisas sobre informação contábil e o mercado de capitais focaram em relacionar a divulgação de determinado conteúdo contábil à valorização ou não das ações. Este tipo de pesquisa é importante, pois é necessário saber os aspectos da informação contábil que contribuem para a precificação das ações e cotação de outros instrumentos de captação de recursos no mercado financeiro (SCARPIN, PINTO e BOFF, 2007).

As características contidas na informação contábil seguem essencialmente as orientações contidas no pronunciamento contábil CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011). Este pronunciamento traz a abordagem qualitativa para a informação destinada ao usuário externo. Portanto, os relatórios contábeis têm a função, além de outras enumeradas no CPC 00(R1), de auxiliar o usuário externo, como por exemplo, os acionistas, na sua tomada de decisão no ambiente de mercado de capitais.

O mercado de capitais é muito importante para o desenvolvimento econômico de um país, pois possibilita maior liquidez para investimentos e propicia maior dinamismo na alocação destes com os demais setores da economia. Com o seu desenvolvimento, o mercado de capitais permite formação de subsídios para a precificação dos títulos negociados que deva refletir as todas as informações disponíveis (FAMA, 1970).

A importância da divulgação das informações contábeis para o mercado de capitais desperta grande interesse por parte de pesquisadores na área de contabilidade e de outras áreas correlatas. No decorrer dos anos 60 até os dias atuais, pesquisas trazem resultados que corroboram a importância da informação contábil, sendo o estudo de Ray Ball e Philip Brown em 1968 a referência em pesquisas deste tipo de abordagem.

Ball e Brown (1968) analisaram a influência da informação contábil no mercado de capitais. Para isto observaram a relação entre lucros anormais e retornos anormais das ações negociadas na

Bolsa de Nova Iorque. O estudo concluiu as seguintes assertivas: a divulgação de lucro acrescenta valor informativo para os investidores no mercado de capitais; foi evidenciado o ajuste gradual dos retornos anormais durante o ano estudado; há informações que não são refletidas no preço das ações antecipadamente; e há um movimento que tende a persistir após as divulgações contábeis.

Beaver (1968) em seu estudo corrobora a conclusão do trabalho de Ball e Brown (1968). Além de analisar os aspectos informativos das métricas contábeis, evidenciou que os preços e o volume dos títulos são influenciados pelos anúncios de índices contábeis.

Por sua vez, Fama et al. (1969) verificaram o comportamento do mercado após desdobramento de ações e concluíram que os preços das ações incorporaram as informações disponíveis rapidamente, verificando assim a eficiência do mercado acionário.

Beaver, Clark e Wright (1980) abordaram o impacto da divulgação de lucros, e notaram que não há correlação perfeita entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações. Com este resultado, Sarlo Neto et al (2005) afirmam:

As evidências encontradas nesses trabalhos indicam que a relevância dos números contábeis depende de vários fatores presentes no ambiente econômico. Dentre esses fatores, podem-se destacar as variáveis macroeconômicas e microeconômicas (taxa de juros, tipos de indústria etc), e as características do mercado acionário (valor de mercado, liquidez, regulamentação etc).

Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) analisaram a reação do mercado de capitais quando há anúncios de prejuízos divulgados pelas empresas. Para operacionalizar, a pesquisa utilizou-se da técnica de estudo de eventos, possibilitando a observação dos impactos da informação contábil pública no mercado acionários. O resultado encontrado na pesquisa foi que a divulgação causou reação no comportamento das ações, com queda do valor da cotação. Confirmou-se adicionalmente a eficiência da forma semiforte para mercado de ações nacional em relação a divulgação do prejuízo, pois os retornos anormais diminuíram após dois dias de negociação após a divulgação.

Corroborando com Sarlo Neto et al (2005), Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) afirmam em seu estudo que, devido a crescente abordagem positiva da teoria da contabilidade, este movimento incentivou a disseminação do ramo de pesquisas empíricas que visam a verificar a influência da informação contábil no mercado de capitais. Esta linha de pesquisa permitiu aos autores chegar às seguintes conclusões em sua pesquisa:

O modo como o mercado reage a informações específicas presentes nas demonstrações financeiras auxiliam na análise da utilidade dos principais instrumentos de comunicação da contabilidade. Dentre as informações específicas, o resultado do exercício destaca-se como uma das mais relevantes, apontando (no caso de lucro) a capacidade de crescimento e o potencial de criação de valor econômico da firma e vice-versa.

Contudo, Sarlo Neto et al (2005) alertam que se devem tomar precauções em pesquisas no mercado nacional, pois ele apresenta especificidades próprias, como alta regulação, fragilidade da proteção aos acionistas minoritários e a elevada concentração do controle acionário.

3. Combinação de Negócios: Estudos Inerentes

Após a emissão do Pronunciamento Técnico CPC 15, não houve muitos estudos locais disponíveis acerca do assunto. Geralmen-

te os artigos analisam o grau de aderência aos procedimentos emanados do referido Pronunciamento. Dentre os estudos nacionais e internacionais, destacam-se algumas contribuições.

Peter Dodd (1980), em seu estudo pela University of Chicago, efetuou pesquisa que dispôs sobre a reação diária do mercado para o anúncio e posterior aceitação ou rejeição de propostas de fusão. Naquela ocasião, houve reação positiva do mercado, rápida e vigorosa para o anúncio público da proposta de fusão. Mais adiante, houve reação positiva para a aprovação das propostas concluídas e reação negativa para as propostas canceladas.

Mais tarde, Ghosh (2001) trouxe outra abordagem: analisou se o desempenho é maior em aquisições em dinheiro, como sugerido por vários estudos como o feito por Healy et al (1992), Morck et al.(1989), Barber and Lyon (1996) e Loughran and Ritter (1997). Os resultados indicaram que os fluxos de caixa aumentam significativamente após as aquisições feitas em dinheiro, mas diminuem para troca de ações.

Por sua vez, Aktas, Bodt e Declerk (2002) analisaram a questão do vazamento de informações em torno de anúncios de combinação de negócios no mercado francês. Por meio da análise dos retornos anormais acumulados e das variações de exposição relativas à propagação 30 dias antes do anúncio, descobriram que o nível do volume cumulativo anormal antes da operação é significativamente mais elevado para operações entre empresas francesas, em comparação com aquelas que envolvem pelo menos uma empresa estrangeira.

No âmbito nacional, Camargos e Barbosa (2005) avaliaram se as fusões e aquisições de empresas estudadas resultaram em criação de valor e sinergias operacionais. Este estudo compreendeu um total de 72 operações de F&As ocorridos entre 1996 a 2004 e realizou-se um estudo descritivo que utilizou os testes Wilcoxon Signed Rank Test e do Rank Test para analisar dados trimestrais. Os processos de F&As resultaram em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas.

Novamente no Brasil, Costa Junior (2008) desenvolveu, em sua tese, o estudo que confrontou resultados de duas técnicas: o estudo de eventos por retornos ao redor dos anúncios e o estudo de eventos amparado por métricas contábeis. Foram amostrados 101 anúncios (1º Fato Relevante arquivado) envolvendo 104 operações, totalizando R\$ 223,7 bilhões, ou 66,86% do universo que integrou o ranking da ANBID de 2002 a 2006.

Na primeira técnica observou-se que o anúncio das operações de fusão e aquisição criou expectativas de maximização de valor para os acionistas das firmas combinadas. Porém, para os acionistas das firmas "target", na ocorrência de uma Oferta Pública - OPA, o anúncio das operações de fusão e aquisição foi precificado de modo diferenciado entre ações ordinárias e preferenciais, causando no mercado uma reação similar à hipótese da miopia, fenômeno comum no ambiente brasileiro. Na segunda técnica, não se confirmaram as expectativas médias do mercado no que se creditava às possíveis sinergias originadas da combinação de firmas envolvidas.

Ainda mais, Lusch, Brown e O'Brien (2011) relataram a preocupação com os ativos relacionais, que são ativos originados do relacionamento entre a empresa com os clientes, fornecedores e outros stakeholders envolvidos no negócio. Fez-se um estudo entre o antes e o depois da combinação, para se verificar se os ativos relacionais aumentam ou diminuem. Em um exemplo, o autor ressalta que não há garantia de fidelidade de um cliente comprar o produto de um negócio vendido a outra organização.

Como também, Orsag e McClure (2013) direcionaram a pesquisa ao demonstrar o Valor Presente Líquido Modificada como instrumento para avaliação da sinergia da combinação de negócios. Porém, o artigo limitou-se a descrever o procedimento de avaliação, não utilizando casos reais.

Por sua vez, Golubov, Petmezas e Travlos (2015) pesquisaram se as aquisições financiadas por ações expropriam valor para os acionistas. Usando o estudo de eventos e a data de anúncio da oferta de ações, estimou-se através de predição linear e pontuação de propensão correlacionando a queda do preço da ação com a escolha de financiamento desta operação. Neste efeito, as aquisições financiadas por ações não têm valor destrutivo, e o método de pagamento geralmente não tem poder explicativo.

4. Metodologia

A pesquisa se caracteriza como positivista e, com base em seus objetivos, classifica-se como descritiva. Ao se classificar a pesquisa com base nos procedimentos técnicos utilizados, ela enquadra-se como bibliográfica. Quanto à abordagem, a pesquisa se caracteriza como quantitativa.

Para operacionalizar a pesquisa, primeiramente utilizou-se a técnica de estudo de eventos, que compreende as seguintes etapas segundo CAMPBELL, LO e MACKINLAY (1997): (1) Definição do Evento; (2) Critério de Seleção; (3) Retornos Normais e Anormais; (4) Procedimento de Estimativa; (5) Procedimento de Teste; e (6) Resultados Empíricos.

Após definir o evento como combinação de negócios, solicitaram-se à ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais os arquivos denominados: Tabelas de Operações de Fusões e Aquisições, correspondentes aos anos de 2010 a 2013. Com estes arquivos, pelo motivo da delimitação da presente pesquisa, foram selecionados os eventos de operações de combinação de negócios cujas adquirentes fossem listadas na BM&FBovespa.

Foi adotado o critério da ANBIMA para definição de adquirente, pois a mesma está em consonância com os pressupostos de identificação expostas no Pronunciamento Contábil – CPC 15.

Após esta etapa, foram analisados, conforme estudo de Costa Junior (2008), os arquivos Fato Relevante e Comunicado ao Mercado, documentos que se encontram no sítio da CVM. A partir daí, verificou-se se as operações selecionadas estavam, de fato, enquadradas na definição de combinação de negócios contida no Pronunciamento Técnico CPC 15. Ou seja, foi verificado se as operações se constituíram em mudança de controle acionário direto ou indireto e se os ativos adquiridos e os passivos assumidos constituíram em negócio.

Identificadas as operações, foi utilizada a data de publicação dos arquivos analisados como data do anúncio do evento. Houve casos em que a empresa não divulgou fato relevante ou comunicado ao mercado sobre as operações de fusão ou aquisição de empresas ocorridas no ano e, assim, optou-se por excluir estas operações.

Identificada a data do anúncio do evento (data zero) foram definidas as janelas de estimativa, de evento e de comparação. Conforme Costa Junior (2008), a definição do tamanho das janelas carrega certa dose de subjetividade; portanto, foi utilizado o procedimento adotado em variados trabalhos, como o de Leite e Sainvicente (1990), Perobelli e Ness Jr. (2000) e Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) por apresentar janelas curtas de tempo,

mitigando assim o risco de haver distorções de comportamento do mercado por conta de outros eventos. Desse modo, definiu-se a janela de estimativa composta por 30 dias de negociação na BM&FBovespa; por sua vez, a janela de evento foi composta por 5 dias antes e 5 dias após a data do evento, perfazendo um total de 11 dias; e, por fim, a janela de comparação foi formada por 10 dias após a janela do evento.

As ações objetos de estudos foram as ordinárias, pois são representativas do controle da empresa (sendo a abordagem de controle uma das principais características trazidas pelo CPC 15), e, como foram selecionadas as empresas adquirentes para estudos, julgou-se apropriado analisá-las para verificar o comportamento dos detentores destas ações.

No sítio do BM&FBovespa e na base de dados da ECONOMÁTICA foram acessadas as cotações históricas do período compreendido pelas janelas de cada operação. Pela natureza da técnica de estudo de evento, foram excluídas as empresas que não tivessem ações negociadas em bolsa de valores, e, como um dos objetivos é analisar a reação dos adquirentes que detêm as ações ordinárias, não foi analisado os comportamentos das cotações das empresas adquiridas.

Selecionadas as cotações, foi efetuado o cálculo dos retornos das ações utilizando-se a fórmula logarítmica pelo motivo de suas vantagens frente à fórmula discreta. Segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), tal forma gera retornos com distribuição que tende à normal, atendendo um dos pressupostos dos testes estatísticos.

$$R = 1n \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right), \text{ com } t = 1, \text{ por se estar utilizando}$$

apenas um período, sendo: r , P_t e P_{t-1} a taxa de retorno, o preço da ação no período t e o preço da ação no período $t-1$, respectivamente.

No procedimento de teste, utilizou-se o Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado (Modelo de Mercado) para calcular retornos anormais, pois, segundo Costa Junior (2008), este é o modelo mais sensível à percepção de reações do mercado, sendo amplamente difundido nas pesquisas que utilizam estudo de eventos, consoante Brown e Warner (1980 e 1985). Este modelo é caracterizado por um dos modelos estatísticos que tem relação linear entre o retorno do portfólio de mercado, no caso o retorno do IBOVESPA, com retorno de um determinado ativo, neste caso aos retornos das ações analisadas, através de utilização de regressão linear. Para esta etapa foi utilizado o software estatístico GRETL e o SPSS, versão 20 (Windows).

Na composição dos retornos para preencher as janelas de estimativa, evento e comparação, houve muitos períodos sem cotação em que foi utilizado o procedimento Trade-to-Trade para solucionar este problema, para não enviesar a análise. Porém, houve casos em que, na data do evento, a adquirida ainda não havia apresentado ações negociadas na BM&FBovespa, impedindo a análise destas operações.

Calculados os retornos, aplicou-se a fórmula para encontrar os retornos anormais. Tal fórmula é caracterizada pela subtração do retorno normal observado pelo retorno normal esperado. Como já se obteve o retorno observado, aplica-se a fórmula:

$$(1) \quad R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} = E(R_{it} | X_{it}) + \varepsilon_{it}$$

onde a variável dependente é o retorno observado e a variável independente é o retorno do índice IBOVESPA (TAKAMATSU, LAMOUNIER e COLAUTO, 2008).

Por fim, o cálculo do retorno anormal é dado por:

$$(2) \quad AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{im} \quad , \text{ em que o } AR \text{ é o retorno}$$

anormal, R_{it} é o $(\alpha_i + \beta_i R_{im})$ retorno observado e o α é o retorno esperado.

Seguindo o estudo de Camargos e Barbosa (2003), após este cálculo efetua-se o teste t de Student para as médias dos retornos anormais referente a janela de estimação e a de evento para verificar, se as médias são estatisticamente diferentes. Porém, antes foram verificados os pressupostos estatísticos: a normalidade e a heterocedasticidade. Quando houve problemas de normalidade, efetuou-se o teste não paramétrico U de Mann-Whitney.

Na formulação das hipóteses, definiu-se como Hipótese Nula: o evento combinação de negócios não surtiria impacto nos preços e retorno das empresas. A Hipótese Alternativa é que a combinação de negócios é significativa e impacta na percepção dos investidores, levando-os a adaptarem suas decisões de investimento e composição dos portfólios.

Quando confirmada a normalidade dos dados, efetuou-se o Teste de Variância de Levene; nos casos em que houve problemas de heterocedasticidade, foi aplicado o Teste t de Student ajustado; nos demais casos aplicou-se o Teste t de Student "normal".

Seguidamente, foi usada a técnica de agregação de retornos anormais e cálculo de suas médias para as diferentes operações analisadas. Esta técnica também foi utilizada por Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008).

$$(3) \quad CAR_{it}(t_p, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad ; \quad CAR(t_p, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \overline{AR}_{it}$$

Além dos aspectos citados, o estudo também avaliou a criação de valor e a identificação de sinergias. Para isto, efetuou-se teste, explicadas na Figura 1, das operações que exibiram reação na data de evento; aplicou-se o teste não paramétrico de Wilcoxon para captar evidências se houve criação de valor e sinergias operacionais após a efetivação das negociações. A data da efetivação da operação de combinação de negócios utilizada foi adquirida através das notas explicativas divulgadas pelas companhias.

Posteriormente, mediante análise de estudo de Camargos e Barbosa (2009), utilizaram-se variáveis para verificar a criação de valor e as sinergias operacionais. A captação das sinergias pode ser observada através de duas medidas de criação de valor: Valor de Mercado/Valor Patrimonial e Firm Value, e por quatro medidas de sinergias operacionais: Crescimento das Vendas Líquidas, EBITDA, Geração Bruta de Caixa e MEBIT.

Em seu artigo, Camargos e Barbosa (2009) observaram a existência de correlação entre as três medidas de valor. Através do Teste de Correlação de Pearson, a um nível de significância de 1%, verificou-se proximidade entre Q de Tobin - QT e VM/VP acima de 84%. Portanto, os autores concluíram que se pode utilizar VM/VP como proxy do QT. Logo, selecionamos, pelo fato de acessibilidade de dados, a variável VM/VP, juntamente com o FV, para análise da criação de valor das empresas.

Em seguida, conforme Camargos e Barbosa (2009), comparou-se o período anterior e posterior da efetivação da operação de combinação de negócios. Para buscar indícios de se as expectativas refletidas no comportamento dos retornos anormais foram corroboradas pelo desempenho pós-evento, analisaram-se os indicadores financeiros da adquirente correspondentes a 8 trimestres antes, e 8 trimestres após o evento. Trata-se da comparação da média das variáveis escolhidas; aplicou-se o teste de Wilcoxon.

5. Apresentação e Análise dos Resultados

Este capítulo foi dividido em duas partes: A primeira remete aos resultados do estudo de eventos efetuado nos retornos das ações ordinárias das empresas adquirentes envolvidas em combinação de negócios. A segunda é representada pelos resultados obtidos das variáveis correspondentes à criação de valor, que captam a sinergia operacional.

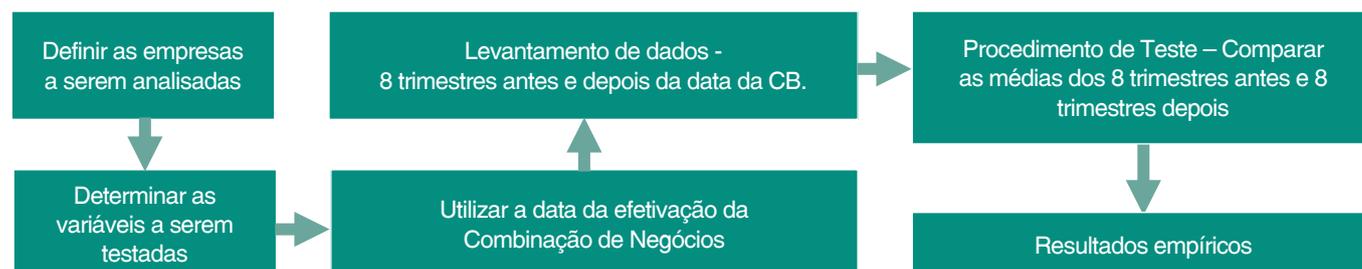
Foram selecionadas negociações cujas adquirentes tivessem ações negociadas na BM&FBovespa no período dos respectivos anúncios – resultando em 157 operações. Subsequentemente, foram realizadas as regressões dos retornos anormais e verificadas se as operações se caracterizavam como Combinação de Negócios, conforme disciplinada pelo CPC 15. As realizadas regressões resultaram num total de 64 operações com retornos anormais significativos.

Após realizados os testes empíricos para diferenças das médias dos retornos anormais antes e após o evento, utilizando-se o t de Student e o teste U de Mann-Whitney, 63 operações não evidenciaram diferença entre a janela de estimação e a janela evento. Portanto, apenas uma operação apresentou diferença significativa entre as janelas a um nível de significância de 0,10.

Este resultado vai ao encontro dos estudos de Copeland, Koller e Murrin (2002) e de Costa Junior (2008), que não encontraram diferenças significativas quando analisaram o comportamento das ações ordinárias das adquirentes envolvidas nas operações. Estes resultados podem refletir a desconfiância da efetivação das sinergias esperadas ao adicionar-se o goodwill sobre valor da aquisição.

Esta tendência pode representar também a ocorrência de insider trading, pois os retornos anormais poderiam conter a informação da ocorrência dos eventos antes do anúncio destas operações e a amplitude da janela de evento talvez não tenha podido captar o momento da absorção desta informação de maneira significativa.

Figura 1: Etapas do Teste de Criação de Valor e Sinergias Operacionais



Fonte: Elaborado pelo autor

Aparentemente, utilizando-se um período maior poderia captar-se este fenômeno com significância estatística, assim como Aktas, Bodt e Declerk (2002) que, em seu estudo, utilizaram uma série de janelas no intuito de captar vazamento de informações e observaram que os retornos anormais médios acumulados começaram a apresentar variações 30 dias antes do anúncio, mesmo para os casos em que não existiam rumores na imprensa financeira.

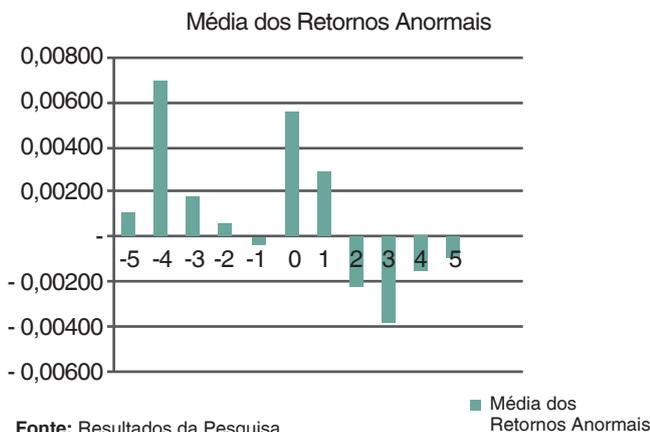
Além disto, acumularam-se os retornos anormais para cada uma das 64 operações. Embora os resultados apontem não ter havido reação do mercado com significância estatística, observou-se que, numa grande parte das operações, houve sequência de retornos positivos até a data do evento e, em seguida, há o ajuste nos retornos voltando, aparentemente, à “normalidade” das cotações praticadas.

Posteriormente, efetuou-se o teste t de Student e, conforme estudo de Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), somaram-se os retornos anormais de todas as operações e calcularam-se as médias dos retornos anormais de cada dia que compôs as janelas de estimação, evento e comparação. Novamente, não foi encontrada diferença significativa entre as médias das janelas observadas.

Com nível de significância de 5%, as médias apresentaram-se iguais no teste t de Student, apresentando p-valor de 38,06%. Portanto, pode-se supor que não houve reação dos acionistas detentores das ações ordinárias. Corroborando com o estudo de Mackinlay (1997), Copeland, Koller e Murrin (2002) e Costa Junior (2008).

Para melhor análise, elaborou-se a Figura 2 com os retornos anormais médios não acumulados em que pode observar-se uma elevação no momento zero do anúncio da combinação de negócios na janela de evento.

Figura 2: Retornos anormais médios

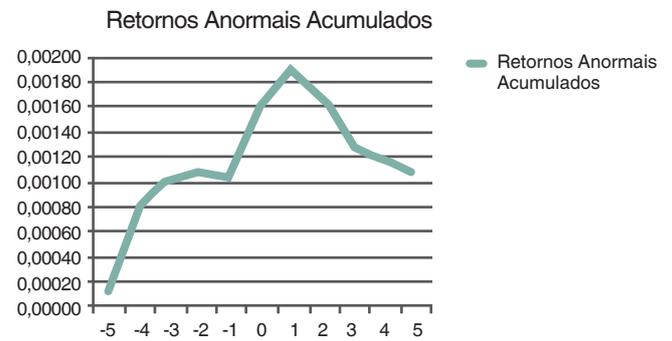


Fonte: Resultados da Pesquisa

Apesar de não haver diferença estatisticamente significativa entre as médias dos retornos anormais da janela de estimação e a janela de evento, observa-se que houve elevação da média dos retornos anormais no momento do anúncio das combinações de negócios.

Adicionalmente, efetuou-se o processo de acumulação dos retornos anormais da janela de evento. Conforme Figura 3, verifica-se novamente a possível reação do mercado diante do anúncio do evento, comportamento diferente do exposto no estudo de Costa Junior (2008). Pôde ser observado que o gráfico em sua pesquisa apresentou retornos anormais acumulados com comportamento constante sem variações significativas.

Figura 3: Retornos anormais acumulados médios



Fonte: Resultados da Pesquisa

Embora os resultados não apontem reação com significância estatística, a Figura 3 evidencia um possível suporte à hipótese de eficiência semiforte. Verificou-se que, aparentemente, houve alteração do comportamento do mercado após acessarem-se as informações disponibilizadas nos fatos relevantes, que indicavam o anúncio de combinação de negócios. Porém, logo após absorver tais informações, observou-se a tendência de voltar aos patamares anteriores à divulgação do evento.

De maneira geral, os resultados encontrados alinham-se com a literatura apresentada nesta pesquisa. Primeiramente, destaca-se o estudo de Mackinlay (1997), que evidencia diversas pesquisas que trouxeram evidências empíricas sobre F&As utilizando-se da metodologia de Estudo de Eventos. Os resultados apontaram que os retornos anormais das firmas adquiridas são elevados e positivos, enquanto os retornos das adquirentes são próximos de zero, ou seja, não há reação.

Isto foi corroborado pelo estudo de Copeland, Koller e Murrin (2002), ao abordar reações do Mercado ex ante facto, pois afirmam que, tomando como base dezenas de estudos acadêmicos por eles analisados, o retorno para os acionistas das empresas adquirentes, quando há o anúncio de combinação de negócios, não é diferente de zero estatisticamente.

Por fim, alinha-se com o estudo de Costa Junior (2008), que, ao aplicar os procedimentos estatísticos aos retornos das ações ordinárias da adquirente, observou que os retornos anormais analisados não foram estatisticamente significativos. Porém, quando foram observadas as ações preferenciais, verificou-se que os retornos evidenciaram variações significativas. Esta variação foi mais evidente quando observados os retornos anormais das adquiridas.

Os resultados desta pesquisa apontaram que apenas uma operação obteve reação no período analisado. Embora a literatura exponha que operações como estas não provocam reações significativas em ações ordinárias, era esperado um número maior de operações com reação ao anúncio de combinação de negócios. Sendo assim, buscou-se embasamento para encontrar o motivo de tal comportamento dos retornos anormais da operação contida no Quadro 1.

Quadro 1: Operação que houve reação no Estudo de Eventos.

Adquirente	Adquirida	Vendedora	Valor Anúncio
Petrobras	Gas Brasileiro Distribuidora	Eni Spa	R\$ 458.200.000

Fonte: Resultado da pesquisa

Ao se utilizar o t de Student observa-se que houve aumento na média dos retornos anormais que compõem a janela de evento e a significância da diferença das médias entre os períodos estudados que apresentou um p-valor de 0,0913.

Uma possível explicação acerca da causa desta reação poderia ser relacionada a uma expectativa positiva “por trás” da conclusão da operação, pois permitiria à Petrobrás assumir posicionamento significativamente melhor no setor de distribuição de gás, ao ter um maior acesso ao mais importante mercado brasileiro de gás natural. Segundo Fato Relevante da Petrobrás (2010):

A GBD possui a concessão das atividades de distribuição de gás natural na região noroeste do estado de São Paulo, em uma área que cobre 375 municípios e atende a demanda industrial, comercial, residencial e do setor de transportes da região. O contrato de concessão teve início em dezembro de 1999 com duração de 30 anos, podendo ser estendido por mais 20 anos. Em 2009, a rede de distribuição da companhia alcançou 734,5 km e o volume de vendas foi de aproximadamente 529 mil metros cúbicos de gás por dia.

Para a Petrobras, esta aquisição irá posicionar a empresa na atividade de distribuição no maior mercado brasileiro para o gás natural, região de São Paulo, e próximo à entrada do gás fornecido pela Bolívia e transportado pelo Gasbol e às reservas de gás da região Sudeste.

Sendo assim, conforme Tabela 1, efetuaram-se os cálculos para analisar a criação de valor através das variáveis: Valor de Mercado/Valor Patrimonial e Firm Value para esta única operação.

Logo após, analisaram-se as variáveis de Sinergias Operacionais efetuando os testes de Wilcoxon para os dois períodos propostos. Para isto, foram utilizadas as variáveis: Crescimento das Vendas Líquidas, EBITDA, Geração Bruta de Caixa e MEBIT.

Observou-se, no grupo de Criação de Valor, que os testes não são conclusivos. O item VM/VP evidencia declínio na média no período após a data de efetivação da combinação de negócios, com variação negativa de 46,6%, enquanto FV apresentou variação positiva de 11,7%. Entretanto, somente o VM/VP apresentou significância estatística com p-valor de 0,012.

No conjunto Sinergias Operacionais, as variáveis MEBIT, EBITDA, Geração Bruta de Caixa, Crescimento das Vendas Líquidas seguiram a mesma direção nos resultados. Todos estes itens apontaram variação negativa entre os períodos antes e depois da efetivação da combinação de negócios. Porém, atenta-se que somente o GBC e MEBIT apresentaram diferenças significativas, ambas com p-valor de 0,012.

Analisando os resultados obtidos nos testes aplicados à operação 25/2010, estes não corroboraram com o estudo de Camargos

e Barbosa (2009), que obtiveram evidências positivas de criação de valor e sinergias operacionais nas empresas analisadas. Portanto, houve evidências de perdas de valor da empresa e declínio das variáveis de sinergias operacionais da adquirente após efetivada a combinação de negócios. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), resultados negativos de operações como esta poderiam ser oriundos de avaliação excessivamente otimista do potencial de mercado, superestimativa das Sinergias, ofertas muito agressivas e integração pós-aquisição mal administrada.

6. Conclusão

Esta pesquisa objetivou verificar como o mercado de capitais reage em torno do anúncio de combinação de negócios, mais especificamente o comportamento das ações ordinárias das empresas adquirentes. Posteriormente, procurou-se verificar se a expectativa foi corroborada com melhorias verificadas por métricas de desempenho operacional ou de criação de valor da empresa.

Ao verificar se o mercado reage em torno de anúncios de combinação de negócio, operacionalizou-se o Estudo de Eventos, comparando a média dos retornos anormais das janelas de estimação e de evento. A janela de estimação foi composta por 30 dias, seguindo o proposto por Leite e Sainvicente (1990), Perobelli e Ness Jr. (2000) e janela de evento de - 5 dias a + 5 dias conforme adotado por Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) e Procianny e Antunes (2001).

Após selecionadas as operações, em que as regressões com as variáveis Ibovespa e retornos observados foram significativas, efetuaram-se os cálculos para encontrar retornos anormais e prosseguiram os testes de média para observar possíveis diferenças entre as médias dos retornos anormais da janela de estimação e janela de evento. Os resultados alcançados foram: das 64 operações amostradas, 63 não evidenciaram diferenças entre as médias, ou seja, sugere-se que não houve reação do mercado acionário.

Embora não haja evidências estatisticamente significativas sobre a reação generalizada em torno da divulgação da combinação de negócios, ao acumular os retornos anormais, observou-se na Figura 1 uma tendência de subida nos dias anteriores à divulgação dos eventos. Já nos dias posteriores, após absorvida a informação do evento, houve ajuste gradual aos patamares observados anteriormente.

Como apenas uma operação apresentou reação, efetuaram-se os cálculos propostos na metodologia na segunda parte da pesquisa. Embora os resultados obtidos nesta segunda etapa não possam ser generalizados, por se tratar da análise de apenas uma operação, este procedimento teve como objetivo complementar e ilustrar como seriam efetuados tais testes. Mediante os testes já abordados

Tabela 1: Resultados de Criação de Valor e Sinergias Operacionais

Nº	Amostra	Variável	Média Antes	Média Depois	Varição na Média	Resultado	Nível Sig. - Teste Wilcoxon -
1	Criação de Valor	VM/VP	1,333	0,716	-46,3%	piorou	0,012
2		FV	25,512	28,507	11,7%	melhorou	0,263
1	Sinergias Operacionais	CRESC.	0,04	0,02	-44,3%	piorou	0,123
2		EBTIDA	60.959.819.500	58.211.497.500	-4,5%	piorou	0,263
3		GBC	0,14	0,09	-36,4%	piorou	0,012
4		MEBIT	22,83	14,36	-37,1%	piorou	0,012

Fonte: Resultados da Pesquisa

anteriormente, foram encontrados indícios de que esta expectativa, evidenciada mediante reação positiva dos retornos anormais, não foi atendida devido à queda nas variáveis de criação de valor e de sinergias operacionais da combinação de negócios em questão.

Os resultados indicaram que, em geral, os acionistas de ações ordinárias da adquirente não apresentam expectativas quando há o anúncio de combinação de negócios. Portanto, há indícios de que os acionistas ordinários são reticentes quanto aos resultados da efetividade dos benefícios destas operações.

Este comportamento pode ser explicado devido à desconfiância do sucesso da operação, podendo ser derivada, de acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), de avaliação excessivamente otimista do potencial de mercado, superestimativas das sinergias, ofertas muito agressivas e integração pós aquisição mal administrada.

O resultado encontrado vai ao encontro do estudo realizado por Costa Junior (2008), que em sua pesquisa ressalta: “

(...) os anúncios das operações resultaram em retornos anormais positivos e estatisticamente significativos para os acionistas preferencialistas das firmas “bidder” e em retornos anormais positivos, porém não estatisticamente significativos, para os acionistas ordinários (...)

Os resultados nos permitem supor que o mercado avaliou que os preços praticados para aquisição, em geral, aparentemente não foram justos e não tinham fundamentos na sua abordagem sobre as possíveis sinergias.

Como sugestão de pesquisas futuras, poder-se-iam ampliar os testes utilizando-se também ações preferenciais, tanto para adquirentes como para adquiridas e também ampliação da janela de evento para possibilitar a captação melhor o momento da absorção da informação de combinação de negócios pelo mercado. Finalizando, também se sugere a seleção de um número maior de operações para testes pós-efetivação da combinação de negócios independentemente de se estas obtiveram ou não reação na data da divulgação do evento.

Referências

- AKTAS, Nihat; DE BODT, Eric; DECLERCK, Fany. Is there Information Leakage around business combinations on the French Market?. In: EFMA 2002 London Meetings. 2002.
- ASTOLFI, Pierre; PAUGAM, Luc; RAMOND, Olivier J. Purchase Price Allocations: Do they Matter?. In: CAAA Annual Conference. 2012.
- ARROW, Kenneth J. Vertical integration and communication. *The Bell Journal of Economics*, p. 173-183, 1975.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, p. 159-178, 1968.
- BARBER, Brad M.; LYON, John D. Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of financial Economics*, v. 41, n. 3, p. 359-399, 1996.
- BEAVER, William H. The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, p. 67-92, 1968.
- _____; CLARKE, Roger; WRIGHT, William F. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of accounting research*, p. 316-340, 1979.
- BROWN, Stephen J.; WARNER, Jerold B. Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, v. 8, n. 3, p. 205-258, 1980.
- _____. Using daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 14, n. 1, p. 3-31, Mar. 1985.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Estudo de Eventos: Teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisa em Administração*, São Paulo. V.10 n.3, p. 1-20, jul./set.-2003.
- _____. Análise do desempenho econômico financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Cadernos de Pesquisas em Administração USP*, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.
- _____. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais(...). *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, 2009.
- CAMPBELL, John Y. et al. *The econometrics of financial markets*. Princeton, NJ: Princeton University press, 1997.
- COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3ª. Ed. Pearson Makron Books, 2002.
- COSTA JUNIOR, Jorge Vieira da. *Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006*. 2008. 155 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
- DODD, Peter. Merger proposal, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 8, n. 2, p. 105-137, Jun. 1980.
- FAMA, Eugene F.; FISCHER, L.; JENSEN, M. C.; ROLL, R. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, Osaka: University of Pennsylvania, v. 10, n. 1, p. 1-21, 1969.
- _____. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, Cambridge, 1970.
- GHOSH, Aloke. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier Science, v. 7, n. 2, p. 151-178, 2001.
- HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G.; RUBACK, Richard S. Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, v. 31, n. 2, p. 135-175, 1992.
- LEITE, Hélio de Paula.; SANVICENTE, Antônio Zoratto *Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional*. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo: FGV, v. 30, n. 3, p. 17- 31, jul.-set. 1990.
- LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *JOURNAL OF FINANCE-NEW YORK*, v. 52, p. 1823-1850, 1997.
- LUSCH, Robert F.; BROWN, James R.; O'BRIEN, Matthew. Protecting relational assets: a pre and post field study of a horizontal business combination. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 39, n. 2, p. 175-197, 2011.
- MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, p. 13-39, 1997.
- MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, p. 110-120, 1965.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Do managerial objectives drive bad acquisitions?. National Bureau of Economic Research, 1989.

MOREIRA, Daniel Augusto. O método fenomenológico na pesquisa. São Paulo: Pioneira Thomson, 2002

ORSAG, Silvje.; G McCLURE, Kenneth. Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations. UTMS Journal of Economics Vol 4 (2): 71–77, 2013.

PEROBELLI, Fernanda F.C.; NESS JR., Walter Lee. Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXIV, Anais... Florianópolis: ANPAD, 15 p. set. 2000.

SARLO NETO, Alfredo et al. O Diferencial no Impacto dos Resultados Contábeis nas Ações Ordinárias e Preferencias no Mercado Brasileiro. Revista contabilidade & Finanças – USP, n 37, jan/abr.,2005.

SCARPIN, Jorge Eduardo; PINTO, Juliana; BOFF, Marines Lucia. A Relevância da Informação Contábil e o Mercado de Capitais: Uma Análise Empírica das Empresas Listadas no Índice Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2007, São Paulo, 2007. Anais... São Paulo: FEA/USP, 2007.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, 2002.

TAKAMATSU, Renata Turola, LAMOUNIER, Wagner Moura, COLAUTO, Romualdo Douglas. Impactos na divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes da Bovespa. Revista Universo Contábil, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate Control and Business Behavior. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1970.