Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Faculdade de Economia e Administração

Maria Eduarda Ferreira Troccoli

TIMING: FATOR DETERMINANTE DO DESEMPENHO DE UMA FUSÃO E AQUISIÇÃO DOMÉSTICA NO BRASIL

São Paulo

2014

Maria Eduarda Ferreira Troccoli

Timing: fator determinante do desempenho de uma fusão e aquisição doméstica no Brasil

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Prof. Dra. Adriana Bruscato Bortoluzzo - Insper

São Paulo

2014

Troccoli, Maria Eduarda
Timing: fator determinante do desempenho de uma fusão e aquisição doméstica no Brasil / Maria Eduarda Troccoli. – São Paulo: Insper, 2014.
34 f.
Monografia: Faculdade de Economia e Adminitração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Prof. Dra. Adriana Bruscato Bortoluzzo

1. Fusão e Aquisição 2.Economias emergentes 3.Criação de valor

Maria Eduarda Ferreira Troccoli

Timing: fator determinante no desempenho de uma fusão e aquisição doméstica no Brasil

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Aprovada em Dezembro de 2014

EXAMINADORES

Prof. Dra. Adriana Bruscato Bortoluzzo
Orientadora

Prof. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
Examinadora

Prof Dra. Priscila Fernandes Ribeiro
Examinadora

Dedicatória

Gostaria de agradecer à minha família que sempre me apoiou: principalmente aos meus país. Sou grata também ao meu namorado e meus amigos que sempre me incentivaram nesses 4 anos de graduação. A todos os meus colegas que fizeram parte desta fase da minha vida e a professora Adriana Bruscato que foi sempre muito atenciosa e dedicada a me ajudar a desenvolver este estudo.

Agradecimentos

Agradeço primeiramente a Deus, por me dar forças em todas as etapas da minha vida.

Agradeço também à professora orientadora Adriana Bortoluzzo, pelo envolvimento com o tema, por ter me ajudado com o desenvolvimento do estudo e por ter me cedido o início da base de dados.

Ao Insper, agradeço por contribuir para minha formação profissional e acadêmica.

Aos meus colegas de trabalho que me apoiaram e me ajudaram nesse processo.

Ao meu namorado que sempre acreditou em mim e incentivou os meus estudos.

Aos meus país e irmão, pessoas maravilhosas, aos quais tenho imenso orgulho e são minha fonte de inspiração.

Resumo

Troccoli, Maria Eduarda. Timing: fator determinante do desempenho de uma fusão e aquisição doméstica no Brasil. São Paulo, 2014. 34p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Cada vez mais, fusões e aquisições são as principais estratégias adotadas pelas empresas para expandirem seus negócios. Este estudo tem como objetivo analisar como o momento em que é feita uma F&A influencia na criação de valor que será gerado futuramente para os acionistas das empresas adquirentes em transações nacionais no Brasil. A geração de valor foi medida através de duas formas: do retorno acumulado anormal (CAR) de curto prazo, apenas 1 dia útil antes e três dias úteis depois da data de fechamento da transação, e o CAR de longo prazo, para um mês antes e um ano depois do fechamento da operação. Além disso, foi usada apenas uma variável explicativa denominada *timing,* porém estimada de três diferentes formas. Ademais, foram adicionadas ao modelo variáveis de controle como, *market cap* e setor de atuação da empresa adquirente. Por fim, através do método de Mínimos Quadrados Ordinários foram feitas três regressões para o CAR de curto prazo e outras três para o CAR de longo prazo considerando cada uma das possíveis métricas estimadas para o timing e mostrou que no longo prazo o timing é relevante para a geração de valor. Dessa forma, este estudo pode confirmar que negócios feitos fora das ondas do mercado de F&A trouxeram para as empresas adquirentes, no longo prazo, maior retorno para os acionistas.

Palavras-chave: Timing. Fusões e Aquisições. Criação de valor. Determinantes de desempenho. Transações nacionais. Retorno anormal. Brasil.

Abstract

Troccoli, Maria Eduarda. Timing: determinant factor of the performance of a domestic mergers and acquisitions in Brazil. São Paulo, 2014. 34p. Monograph – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Increasingly, mergers and acquisitions are the main strategies used by companies to expand their business. This study aims at analyzing how the timing of an M&A transaction can affect the creation of value that will be generated in the future for the shareholders of the acquiring company on national transactions in Brazil. The creation of value was calculated in two different ways: the short term cumulative abnormal return (CAR) which takes into account only 1 business day before and three business days after the closing day of the transaction, and the long term CAR which takes into account one month before and one year after the end of the deal. Moreover, it was used only one explanatory variable - timing, however, this was estimated in three different ways. Furthermore some control variables as market cap and sector of activity of the acquiring company were added to the model. Finally, using the OLS regression method for three CAR short term and three for the long-term CAR taking into consideration the three metrics possible to estimate the timings that were made and showed that in the long-term, timing appears to be relevant regarding value creation. In this way, the study was able to confirm that deals made out of M&A waves brought a higher return in the long term for the shareholders of the acquirer company.

Keywords: Timing. Mergers and Acquisitions. Creation of value. Determinants of performance. National transactions. Abnormal Return. Brazil.

Lista de ilustrações

Figura 1 - Número de transações no Brasil nos anos de 2008 a 2012..……..……..…11
Figura 2 - Número de F&A nacionais por empresas brasileiras de 1994 a 2012.....19
Figura 3 - Número total de F&A nacionais por empresas brasileiras por mês entre 2006 a 2012……..……...……..……..……21

Lista de tabelas

Tabela 1 - Análise descritiva das aquisições nacionais realizadas por empresas brasileiras no período de 1994 a 2012……23
Tabela 2 - Análise Descritiva dos Retornos Anormais, *Market Cap* e *timing*……..24
Tabela 3 - Divisão da amostra por setor das F&A realizadas de 1994-2012……..25
Tabela 4 - 10 empresas que mais fizeram F&A de 1994 a 2012……25
Tabela 5 - Correlação entre as variáveis……26
Tabela 6 - Resultados dos três modelos econométricos regredidos para o CAR de Curto Prazo……27
Tabela 7 - Resultados dos três modelos econométricos regredidos para o CAR de Longo Prazo……28

Sumário

1. **Introdução** **10**
2. **Revisão da literatura** **13**
3. **Metodologia** **17**
   - **3.1 Amostra e Dados** **18**
   - **3.2 Variáveis** **19**
     - **3.2.1 Variável Resposta** **19**
     - **3.2.2 Variável Explicativa** **20**
     - **3.2.3 Variáveis de Controle** **21**
   - **3.3 Modelo Econométrico** **22**
4. **Resultados da Pesquisa** **23**
   - **4.1 Análise Descritiva** **23**
   - **4.2 Resultados das Regressões** **26**
5. **Conclusão** **29**

Referências **31**

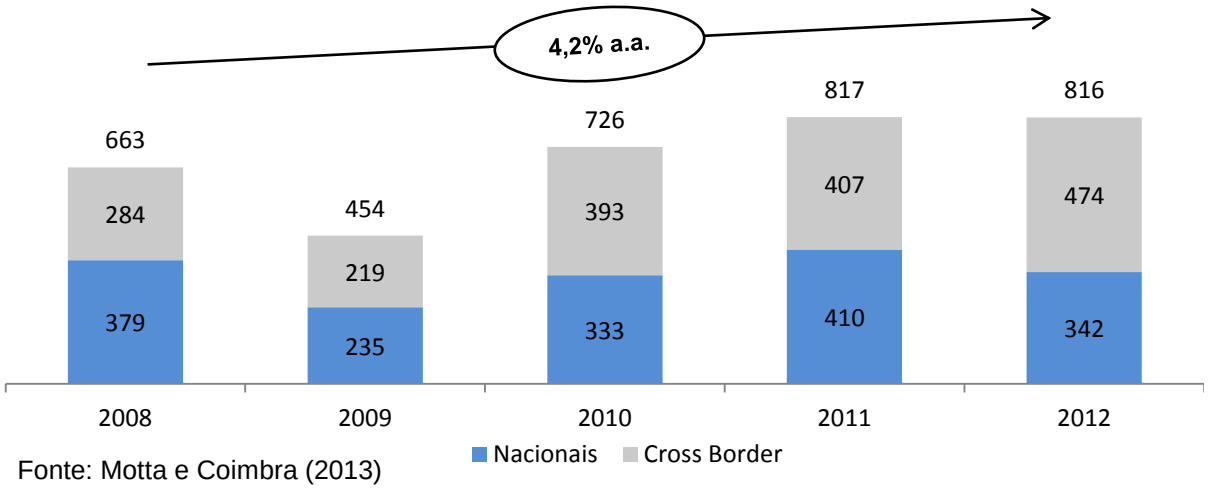
1. INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos anos as operações de Fusões e Aquisições (F&A) têm se tornado cada vez mais comuns como estratégia de crescimento de empresas. Devido à internacionalização econômica, produtiva e financeira e as mudanças do ambiente institucional e concorrencial, intensificadas com o processo de globalização, as companhias precisavam de respostas estratégicas para conseguirem vantagens competitivas. Nesse cenário, as F&A evoluiram e passaram a ser um objeto de atenção para a compreensão da dinâmica de setores e organizações.

Essas transações podem ser realizadas por diversos motivos que atendam o interesse de ambas as partes envolvidas, em específico, a criação de valor que poderá ser gerada para a empresa adquirente. No entanto, quando essas operações são malsucedidas pode haver uma grande perda de valor para os acionistas, trazendo prejuízos até mesmo para a economia do país. Por essa razão, esse investimento requer muitos cuidados e estudos detalhados para que os administradores consigam considerar todos os possíveis cenários.

Na América Latina, segundo um estudo de Lopes (2014), apesar do ano de 2013 ter movimentado apenas BRL[1] 202 bilhões com as transações finalizadas de F&A, representando uma queda de 26,4% em relação ao ano anterior, o último trimestre do ano de 2013 apresentou um crescimento de 17,8% em relação ao terceiro trimestre do mesmo ano. O Brasil foi responsável por 55,4% das F&A da América Latina no ano passado, apresentando um crescimento de 11,6% em relação ao ano de 2012.

[1] Valor transformado de dólar para real segundo a cotação da Bloomberg do dia 24/03/2014. Valor da cotação, R$ 2,3317.



Fonte: Motta e Coimbra (2013)

Figura 1 - Número de transações no Brasil nos anos de 2008 a 2012

De acordo com um estudo feito pela Corradin (2014), apenas no ano de 2013, as transações anunciadas no Brasil superaram R$ 165 bilhões, registrando um crescimento de 36% em relação ao ano anterior. Do total do volume transacionado, 39% corresponde a operações feitas apenas entre empresas brasileiras em território nacional e 61% referente as transações Cross Border. Além disso, 55% da quantidade total de acordos também foram referentes a F&A realizadas apenas entre firmas localizadas no território brasileiro.

Ao mesmo tempo em que o Brasil continua dominando a América Latina com 55,4% de participação no total de F&A em 2013, o México detém o segundo lugar dentre os países da América Latina, tendo movimentado BRL[1] 28 bilhões, o que representou 13,7% em relação ao valor agregado que a região gerou, havendo uma queda na sua participação que foi de 25,6% em 2012. Já a terceira posição é ocupada pelo Chile com BRL[1] 23 bilhões movimentados em 2013 com F&A. As fusões e aquisições movimentam bilhões de reais através do crescente número de transações que ocorrem a cada ano, merecendo serem estudadas mais profundamente. A América Latina representou 6% do montante transacionado no mundo todo em 2013, número que parece pequeno, mas que vem crescendo a cada ano. Com sua importância aumentando a cada dia no cenário global devemos estudar mais afundo esses números e principalmente as transações domésticas que representaram mais da metade do volume transacionado tanto na América Latina quanto no mundo todo (LOPES, 2014).

Quando estudamos o mercado de F&A devemos levar em conta diversos fatores, sejam das empresas relacionadas à operação ou dos indicadores econômicos de cada país. No entanto, uma variável muito importante no desempenho da transação e no valor acordado é o momento em que esse acordo é fechado, uma vez que, o preço pago pode afetar diretamente o retorno futuro do acionista da empresa adquirente. Ao longo desse estudo analisaremos mais a fundo esse fator que foi denominado *timing* podendo ser um fator determinante na operação principalmente se tratando de países emergentes que têm economias mais voláteis e, dessa forma, podem ser facilmente afetados por choques das demais economias, especialmente dos países desenvolvidos.

Mesmo sendo uma variável bastante interessante e decisiva, não há muitos estudos que analisam sua influência sobre o mercado de transações, principalmente quando nos referimos a literatura nacional ou voltada para economias em desenvolvimento. No entanto, segundo o estudo desenvolvido por Napier (1989) no exterior que observa um fenômeno que o autor nomeia de ondas no mercado de F&A o qual pode igualmente influenciar o desempenho da aquisição. Além disso, em torno de 30% das F&As acabam fracassando e mais de 50% não alcançam totalmente as metas estipuladas, sendo consideradas como insucessos devido a falta de preocupação com o momento em que é feita a operação.

Dessa maneira, o *timing* está relacionado ao momento em que uma empresa realiza uma transação com outra companhia em relação a todas as F&A que estão acontecendo no mercado. O esperado é que quando a F&A é feita em um momento em que esse mercado está mais calmo, ou seja, com um volume menor de transações acontecendo e, dessa forma, com menos concorrência, o valor pago pela companhia é menor e os ganhos gerados futuramente para os acionistas são maiores.

Devido à importância do mercado emergente de F&A, da escassa literatura que estuda o *timing* do negócio e da grande quantidade de dinheiro que esse mercado movimenta anualmente no mundo todo, não só pelo valor que será criado para as empresa que estão investindo, esse estudo visa analisar a criação de valor gerada para os acionistas da empresa adquirente após uma F&A e como o momento em que essa transação é feita influencia nesse resultado. Além disso, como

mencionado anteriormente, esse estudo levará em consideração apenas transações feitas em território nacional do principal *player* em F&A da América Latina, o Brasil.

Este estudo se baseia em uma amostra de 484 aquisições nacionais realizadas por empresas brasileiras de capital aberto de todos os setores, com exceção do setor financeiro e de seguros, em um período de 19 anos, de 1994 até 2012. Foram calculados, também, os dados para mensurar o período em que a transação foi feita em relação à situação do mercado de F&A. Ao fazer a regressão do retorno que a empresa teve em relação ao momento do mercado, é possível verificar se a F&A gerou mais valor para as empresas brasileiras que optaram por fazer a transação fora ou dentro das ondas deste mercado. O restante do trabalho está organizado em quatro seções. Na primeira seção, são apresentadas as literaturas que foram utilizadas para fundamentar a análise. Na seção seguinte, é descrita a metodologia utilizada para responder à questão do estudo.

Por fim, foi possível observar que o timing não exerce influência no CAR de curto prazo, no entanto, possui um pequeno impacto no CAR de longo prazo. Apesar de o impacto ser pequeno e as outras variáveis como, setor de atuação e valor de mercado da empresa, não possuírem influencia, é um bom sinal de que o mercado precificou de forma correta o retorno para o acionista e não há grande diferença entre o retorno esperado e observado.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Ao analisar a criação de valor de uma F&A, um estudo feito por Jensen e Ruback (1983) concluiu que as transações agregam valor (econômico) para os acionistas através da oportunidade de utilizar recursos específicos, que só poderiam ser obtidos através de F&A. No entanto, para Barney (1988), as F&As só criam valor para o acionista quando as empresas conseguem duplicar as sinergias e o fluxo de caixa resultante da expectativa da junção das empresas. Dessa forma, o preço pago será determinante no fluxo da empresa adquirente e o *timing* poderá influenciar este preço para cima ou para baixo, podendo afetar completamente o resultado da nova empresa.

Na visão de McGee (1989), as F&As normalmente são benéficas para os acionistas das empresas adquiridas por rearranjarem os ativos corporativos de

maneira mais eficiente, o que consequentemente aumenta o valor das ações para os investidores e gera um aumento dos lucros para a empresa. Já Capron e Pistre (2002) notaram que as empresas adquirentes só geravam valor quando transferiam seus próprios recursos para as empresas compradas.

Os principais resultados empíricos sobre o mercado de fusões e aquisições mostram diversos desfechos em relação à criação de valor que será gerada para o investidor, como por exemplo: os acionistas das firmas adquiridas têm ganhos substanciais em curto prazo, quando a operação é bem sucedida, sendo os ganhos aparentemente menores em fusões do que em ofertas de compras; os acionistas das empresas compradoras ganham relativamente pouco com as aquisições de controle, a taxa de retorno para os acionistas de empresas que são alvo de operações malsucedidas de fusão é negativa e a rentabilidade média geral para os acionistas tanto em fusões quanto aquisições malsucedidas é igual (JENSEN e RUBACK, 1983; ASQUITH, 1983; LANG, STULZ e WALKLING; 1989; AGRAWAL, JAFFE e MANDELKER, 1992; GRAHAM, LEMMON e WOLF, 2002). Os resultados dos estudos acadêmicos não são assertivos e deixam uma lacuna principalmente quando o assunto é o ganho para os acionistas adquirentes (CAMARGOS e BARBOSA, 2008).

Quando pensamos em F&A, há vários fatores que podem influenciar a magnitude do retorno que o acionista da empresa adquirente terá. Segundo o estudo de McNamara, Haleblian e Dykes (2008), ondas de F&As influenciam na criação de valor para a empresa adquirente. Os estudiosos fizeram uma análise do desempenho de uma empresa americana que fez uma aquisição antes da “onda” e outra que fez a transação depois da “onda” e também testaram fatores externos e internos à firma que podem ser responsáveis pelo sucesso ou fracasso da aquisição. Eles concluíram que empresas que fizeram a transação antes da onda tem um potencial maior de se beneficiar, pois podem apresentar melhores resultados operacionais no ano seguinte como grande receita de vendas. Além disso, mostram para o investidor que a empresa tem grande percepção do mercado e consegue capturar as melhores oportunidades. Ainda, foi estudada a consequência de empresas que atuaram dentro das ondas de F&A e a pressão que as firmas sofrem pelo mercado durante a onda para fazer fusões e aquisições, dado que todas suas concorrentes e *Private Equity* estão se movimentando em busca de transações.

Para medir as ondas de F&A, Mcnamara, Haleblian e Dykes (2008), utilizaram o número de transações feitas em 12 setores da economia americana de 1985 até 2002 e visualizaram que as ondas ocorrem a cada seis anos, com pico no terceiro ano. Além dessa medida, utilizaram outra medição que considerava um ponto de pico um ano que apresentasse um aumento de 100% no número de negócios em relação ao ano base e depois apresentasse uma queda de 50% em relação ao pico. Ao final, fizeram testes para validar se os picos encontrados por eles eram realmente ondas e não picos que aconteceram por acaso. O resultado foi que apenas um ano foi rejeitado mostrando que as ondas não eram consequência do acaso. Para medir o retorno para os acionistas utilizaram o CAR (*cumulative abnormal returns*), que mede a diferença do retorno efetivo e o esperado e acreditam que era a melhor métrica, pois F&A demoram em média de 6 meses a 3 anos para gerarem resultado e durante esse período há vários fatores que podem confundir a criação de valor para o acionista.

Outro trabalho que verificou quais fatores influenciam no desempenho de uma F&A em empresas americanas foi de Kusewitt (1985), que analisou sete elementos referentes à estratégia de uma transação, sendo eles: relação entre tamanho da empresa adquirente e da adquirida, taxa de aquisição (número de aquisições realizadas no mesmo ano que a transação), relação entre o *rating* das empresas relacionadas à transação, momento de aquisição em relação ao ciclo do mercado, tipo de pagamento utilizado (dinheiro ou ação), preço pago e rentabilidade adquirida na operação, medida através do lucro em relação aos ativos adquiridos no ano antecedente a transação. A métrica utilizada neste estudo para o *timing* da aquisição em relação ao ciclo do mercado foi baseada na tendência da S&P 500. A linha de tendência foi regredida a partir das médias mensais deste índice desde janeiro 1950 até dezembro de 1977, sendo o *timing* a relação entre o valor médio para o terceiro mês anterior as datas de vigências das aquisições em relação aos valores das tendências do S&P 500 para os meses das aquisições. O período de três meses foi escolhido, pois é, em média, o tempo necessário para a execução da decisão de uma F&A (BLOCK, 1969).

Em suma, o estudo concluiu que a variável referente ao valor pago na transação influencia o retorno que ela trará aos acionistas. Além disso, somente a variável que mede a relação entre a classificação das empresas e a variável de

rentabilidade da operação apresentaram relação positiva com a performance da transação. Para o momento da aquisição, o resultado foi condizente com o esperado pelo autor, pois ele verificou que transações feitas fora das grandes ondas de aquisições do mercado criaram mais valor para a empresa adquirente. E por fim, constatou que aquisições feitas em dinheiro estão associadas a um pior desempenho do que uma transferência de ações.

O estudo feito por Batista e Minardi (2010) para o mercado brasileiro objetivava investigar se o fato de uma aquisição ocorrer em um momento de alta ou baixa valoração influencia no desempenho da operação de F&A. O desempenho das transações de F&A, ocorridas entre 1993 até 2007, era medido através do CAR das ações das empresas adquirentes perto do dia do anúncio e um ano após a operação para capturar os efeitos de curto e médio prazo para os acionistas. Os resultados indicaram que o nível de valoração do mercado no momento do anúncio do negócio tem influência no desempenho das ações da compradora tanto no curto quanto no longo prazo. As evidências encontradas mostram que as aquisições efetuadas em momento de baixa do mercado tem desempenho significativamente superior ao mercado no curto prazo, mas significativamente inferior ao mercado no longo prazo e transações efetuadas em momento de alta valoração do mercado tem desempenho inferior no curto prazo, porém superior quando observado para um intervalo superior (1 ano). Este artigo utilizou métricas diferentes das propostas neste estudo, sendo elas: forma de pagamento do negócio, valor do negócio, patrimônio líquido da compradora, razão preço/ lucro, tipo de ação da compradora, entre outras variáveis contábeis.

Apesar de haver alguns estudos sobre o tema para empresas americanas, ainda há muito espaço para analisar a criação de valor para o acionista da empresa adquirente e, principalmente, se tratando de economias emergentes. Os autores Gubbi et al. (2010) estudaram a geração de valor para as empresas da Índia, país emergente, quando faziam aquisições além das fronteiras, sendo essas transações afetadas por fatores diferentes de quando se trata de operações no mesmo país, principalmente quando este encontra-se em desenvolvimento. O trabalho acaba considerando variáveis como exportação e importação das empresas, indicadores econômicos dos países alvos, entre outros, com uma análise bastante relevante sobre variáveis de controle para modelos que testam criação de valor.

Outro ponto buscado na literatura já existente foram as variáveis de controle utilizadas para garantirem que a criação de valor gerada nas empresas adquirentes venha dos resultados das transações. Em Haleblian e Finkelstein (1999) e Markides e Ittner (1994), eles utilizaram a performance passada da firma compradora como variável de controle pois esse fator poderia afetar o resultado futuro, não sendo uma consequência da transação. Para calcular o desempenho destas empresas utilizaram a média dos últimos três anos da margem de lucro líquido para minimizar possíveis efeitos passados. Além dessa variável, outro estudo utilizou o tamanho da firma que foi mensurado através do logaritmo da média dos ativos totais da empresa dos três anos antecedentes a operação (UHLENBRUCK et al., 2006). Outro ponto considerado foi a idade da empresa (SAPIENZA et al., 2006), calculado a partir da diferença entre o ano da transação e a data de criação da firma. Ademais, utilizaram o grau de alavancagem e três variáveis *dummies*: uma controlava se a empresa era associada a algum grupo ou era independente, outra se era uma indústria de manufatura e por fim o *target* da empresa (público ou privado).

Outra variável de controle relevante para F&A segundo o estudo de Seth, Song e Pettit (2000) é o valor de mercado das empresas, que mencionado anteriormente também pode ser calculado através dos ativos totais. Eles baseiam na Teoria de Agência, que é o conflito de interesses entre agente e principal, por fim, concluíram que uma transação de F&A pode destruir valor dos acionistas. Este conflito de interesses entre a gerência da empresa e os acionistas pode levar a decisões que nem sempre maximizam o valor para o acionista, e sim para a companhia. Denominado pelos autores de "*manageralism*", os executivos da empresa adquirente pagam, propositalmente, um valor além do preço justo, já que sua compensação na maioria das vezes está relacionada com o tamanho da empresa.

Este estudo visa preencher a lacuna existente na literatura sobre o tema no Brasil, tendo como objetivo verificar empiricamente se as fusões e aquisições realizadas em território nacional ao longo das duas últimas décadas geraram valor a seus acionistas, bem como analisar um fator determinante desse eventual sucesso que é o *timing*. Para medir a criação de valor será utilizado o CAR, ou *cumulative abnormal return*, através da variação no preço da ação.

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra e dados

De forma a responder os questionamentos desse estudo, foram coletados os dados das fusões e aquisições domésticas ocorridas no Brasil, no período de 1994 a 2012. Os negócios incluem apenas empresas adquirentes que eram de capital aberto para conseguirmos medir a criação de valor que foi gerada. Foram excluídas empresas compradoras do setor financeiro, pois não podemos avaliar seu retorno da mesma forma que as outras empresas ou por serem *Private Equity* que só fazem esses investimentos para vender em um período de no máximo cinco anos e lucrarem com a revenda e não objetivando ganhos operacionais com a sinergia entre as duas companhias.

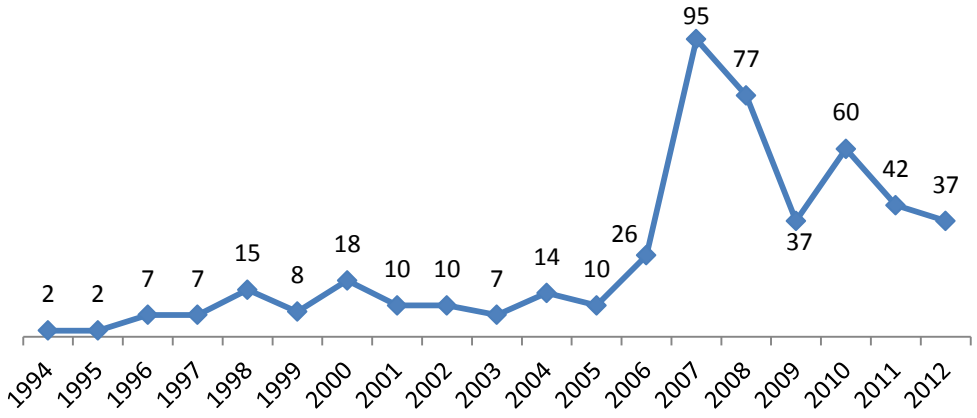
Assim, a amostra do estudo teve como fonte a base de dados *Mergers & Acquisitions Database (2014)* da *Thomson Reuters,* de onde foram extraídas outras informações, além das F&A, como as datas dos anúncios, nome das empresas envolvidas na transação, setor no qual a empresa atua e porcentagem de ações obtidas com o negócio. Esta base é composta por todas as fusões e aquisições feitas no país de 1985 até 2014. Inicialmente, foram retiradas da base todas as operações entre empresas de diferentes países, de forma a permanecer apenas com as observações de F&As domésticas. Em seguida foram excluídas todas as observações anteriores a 1994, devido às constantes mudanças de regimes monetários ocorridas até este ano e ao cenário econômico anterior de hiperinflação no Brasil. Operações que ocorreram a partir de 2013 também foram excluídas da base, uma vez que as variáveis dependentes foram calculadas para um período de até um ano após os eventos – de tal forma que ficariam incompletas para essas observações.

Além disso, foram excluídas da base as F&A nas quais as empresas compradoras não fossem listadas na bolsa desde um mês antes da operação até um ano depois, pois, caso contrário, não teríamos informações públicas suficientes para estimar as variáveis. Foram incluídas apenas as aquisições com *status completed* e que as empresas adquirentes compraram mais de 50% de ativos para terem o controle acionário.

As informações contábeis e financeiras das empesas adquirentes e, após o evento de fusão, das empresas consolidadas foram obtidas por meio da ferramenta

Bloomberg e do *website* de RI das empresas adquirentes e devidamente ajustadas para a construção das séries de retornos e índices calculados.

Com base nos critérios mencionados anteriormente, a amostra final de dados apresentou 484 observações de aquisições entre empresas brasileiras, realizadas por um total de 138 empresas diferentes. Conforme apresentado na figura 2, houve em média 25 aquisições por ano entre 1994 e 2012. Destacam-se os anos de 2007 e 2008, devido ao alto número de aquisições nacionais feitas por empresas brasileiras impulsionadas pela crise ocorrida durante este período que dificulta as empresas a manterem seus resultados operacionais surgindo oportunidades no mercado para que os concorrentes adquiram as empresas com dificuldade de continuar operando.



Fonte: Thompson Reuters

Figura 2 - Número de F&A nacionais realizadas por empresas brasileiras de 1994 a 2012

3.2 Variáveis

3.2.1 Variável Resposta

O modelo teórico proposto tem como variável de interesse a criação de valor em fusões e aquisições domésticas. Uma das medidas de desempenho mais utilizadas na análise de aquisições, como visto na literatura, é a criação de valor através de retornos anormais acumulados (CAR). Dessa forma, para cada negócio serão calculados o CAR para medir retornos de curto prazo e de longo prazo.

Será utilizada para medir o retorno anormal a diferença entre o retorno realizado e o retorno esperado dado o desempenho do mercado. O CAR pode ser expresso da seguinte forma:

$$Ra_{it} = R_{it} - Re_{it} \quad (1)$$

Onde

$$Re_{it} = \propto_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Sendo R_{it} o retorno efetivo da ação i na data t, calculado através da variação do preço entre o período t e t-1, R_{mt} é o retorno do portfólio de mercado, no caso foi escolhido o Ibovespa, na data t, $\propto_i$ e β_i são obtidos através de uma regressão entre o retorno da ação i e do R_{mt}, na qual $\propto_i$ é o coeficiente fixo e o β_i é a medida de risco não diversificável que é estimado para o período do evento (SILVA, 2012).

No final, para retirar os efeitos do anúncio da transação que podem fazer com que o preço sofra alteração antes mesmo do fim da operação, calcula-se o CAR de longo prazo para vinte um dia úteis antes do anúncio e um ano após e o CAR de curto prazo para um dia antes e três dias depois para que possa ser considerado o intervalo de uma semana, desconsiderando o final de semana. Sendo necessário calcular ambas as métricas para que no curto prazo possamos capturar a criação de valor que é criada ou destruída no momento em que a transação é anunciada e o CAR de longo prazo para podermos capturar os efeitos de sinergia e melhora nos resultados da empresa adquirente que demora um tempo para serem observados, pois leva certo tempo para incorporar a nova empresa ou para fundir as empresas.

$$CAR\ CP_i = \sum_{t=-1}^{t=3} Ra_{it} \quad (3)$$

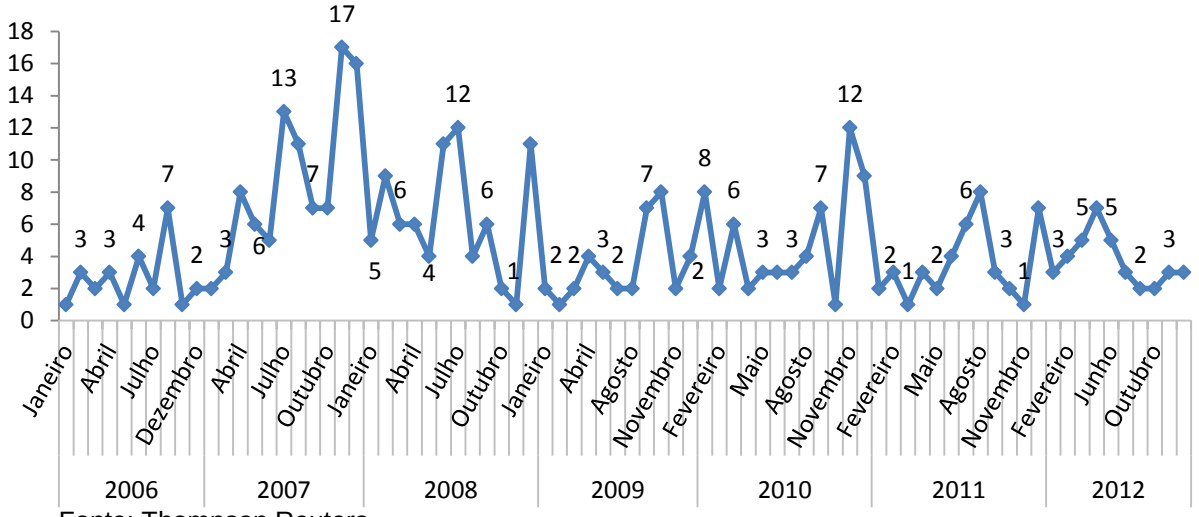
$$CAR\ LP_i = \sum_{t=-21}^{t=252} Ra_{it} \quad (4)$$

3.2.2 Variável Explicativa

Timing, variável escolhida para capturarmos como o momento em que é feita a transação em relação aos choques de mercado do mesmo período e o efeito das ondas de F&A podem influenciar a variável dependente. A variável foi construída de

três formas distintas: 1 - Por meio de uma *dummy*, variável assume valor 1 se o mês em que a transação foi feita teve mais negócios fechados que o mês anterior e 0 para caso tenha tido uma queda no número de F&A, 2 - Através da variação do número de transações ocorridas entre o mês anterior e o próprio mês de término da negociação e 3 – Razão entre o total de F&A que tiveram no mês de uma determinada transação em relação ao total de transações que ocorreram nos últimos três meses, incluindo o próprio mês do fechamento do negócio.

Todas as métricas para calcular o timing consideraram o número total de F&A e aquisições que ocorreram internamente no período de 1994 até 2012. Dessa forma, foram consideradas as F&A do setor financeiro e de empresas de capital fechado para que pudéssemos capturar o efeito das ondas sem viesar a amostra, diferente do que foi feito para selecionar as transações que seriam consideradas na amostra, pois era necessário que as empresas fossem listadas na Bovespa para que fosse possível calcular o retorno. O total de F&A no período foi de 2.709 sendo o principal pico durante a crise que teve início no setor imobiliário americano, vide figura 3.



Fonte: Thompson Reuters

Figura 3 - Número total de F&A nacionais por empresas brasileiras por mês entre 2006 a 2012

3.2.3 Variáveis de Controle

Setor de atuação (indústria, comércio e serviço e outros): através do código *Standard Industrial Classification* (SIC) foi possível classificar as empresas em

diferentes setores. Para o estudo, os setores de atuação foram reclassificados em três categorias: Indústria, Comércio e Serviços e outros.

Anos da transação (d07_08 e d09_12): importante para controlar a alteração que teve no cenário macroeconômico devido à crise e também o período seguinte de recuperação. Assim não é necessário criar uma variável para cada possível mudança econômica que pode ter ocorrido no momento da transação e que acabe afetando o resultado do CAR.

Valor de mercado (mkt_cap): logaritmo do *market cap* da empresa na data de F&A. Segundo o estudo de Seth, Song e Pettit (2002), preferências gerenciais para a construção de grandes empresas pode gerar um desempenho negativo na transação.

3.3 Modelo Econométrico

$CAR_i = \beta_1 + \beta_2 * timing_i + \underline{\gamma} * \underline{Z_i} + \varepsilon_i,\ i = 1,2,\dots,n$, em que $\underline{Z_i}$ é a matriz de variáveis de controle e ε_i é o erro aleatório (5)

Para analisar a regressão econométrica, composta pelo timing e a matriz de variáveis de controle, o método escolhido foi Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que se baseia na linearidade dos parâmetros. As hipóteses fundamentais do modelo são: as variáveis independentes são exógenas, o valor médio do erro é zero, homoscedasticidade, ausência de autocorrelação entre as observações. Foram feitas seis regressões, sendo três para o CAR de curto prazo e três para o de longo prazo, cada uma com uma das possíveis métricas para o *timing.* Além disso, foram feitas análises dos resíduos para verificação das suposições através do teste White, para validar a suposição de homocedasticidade a qual implica que, condicional aos valores dos regressores, a variância do erro é constante.

Ademais, é possível afirmar que não há endogeneidade entre o timing e o CAR, pois o timing é medido através do mercado e o CAR através do retorno da empresa e não há correlação serial porque os dados são transversais. Além disso, foi feito para as seis equações o Teste Reset e todas apresentaram p~valor alto, ou seja, não rejeitaram a hipótese nula de que os modelos estão bem especificados. Por fim, foi feito o teste de normalidade dos resíduos das seis equações e não foi

possível observar que eles seguem uma distribuição normal, porém esse fato se dá pelo excesso de curtose e, além disso, segundo o Teorema do Limite Central, quando o tamanho da amostra aumenta, a distribuição amostral da sua média aproxima-se cada vez mais de uma distribuição normal e a amostra deste estudo pode ser considerada grande com 484 observações.

4. Resultados da Pesquisa

4.1 Análise Descritiva

Primeiramente, é necessário fazer uma análise descritiva dos dados utilizados neste estudo. Com base na amostra de fusões e aquisições, em média, o número de aquisições nacionais realizadas por uma empresa é de 3,9, chegando a um máximo de 27 aquisições e mínimo de uma aquisição durante o período analisado, conforme ilustrado pela tabela 1.

Tabela 1 – Análise descritiva das aquisições nacionais realizadas por empresas brasileiras no período de 1994 a 2012

Número de empresas	Número de Aquisições	Média de aquisições por empresa	Desvio Padrão	Máximo de F&A feito por 1 empresa	Mínimo de F&A feito por 1 empresa
124	484	3,9	4,6	27	1

Fonte: Autor

Na tabela 2, foi feita uma análise do retorno anormal acumulado (CAR) de curto prazo onde se obteve uma média de 0,01 com um desvio padrão de 0,07, sendo que o valor mínimo para o CAR de curto prazo foi de -0,5 e o máximo de 0,41. Já o retorno anormal acumulado de longo prazo obteve uma média de -0,08 com um erro padrão de 0,55, sendo que o número mínimo para o CAR de longo prazo foi de -2,22 e o máximo de 4,07. Assim, pode-se notar que os retornos acumulados de curto e longo prazo possuem uma baixa variabilidade representada pelas pequenas diferenças entre seus pontos máximos e mínimos. No entanto, quando analisamos o *Market Cap* das empresas podemos notar uma grande discrepância entre os números, sendo o valor máximo referente à empresa Petrobras em 2007 e o menor à Santista Textil no ano de 2004.

Além disso, é possível fazer uma análise da variável explicativa, *timing,* que foi calculado de três formas. Na primeira métrica, *dummy*, foi possível ver que 54% das empresas fizeram uma transação em um período de crescimento do número de F&A. Já para as outras duas métricas numéricas, notamos que há uma grande variação no número de transação de um mês para o outro uma vez que o valor máximo para a variável, *timing* variação, foi de 400% e o maior decrescimento de um mês para o outro no número de transações foi de 73%. Na tabela 2, podemos observar, também, que o percentual mínimo que um determinado mês teve em relação ao número de F&A dos dois meses anteriores foi de 17%. O máximo, de acordo com o esperado, foi de 100% pois é o teto que um mês pode representar sobre o total do número de aquisições dos últimos dois meses mais o seu próprio mês.

Tabela 2 – Análise Descritiva dos Retornos Anormais, *Market Cap* e *Timing*

	Média	**Desvio Padrão**	**Mínimo**	**Máximo**
CAR - Curto Prazo	0,01	0,07	-0,50	0,41
CAR - Longo Prazo	-0,08	0,55	-2,22	4,07
***Market Cap* (R$ mm)**	19.439	62.452	9	429.923
***Timing* Variação**	27%	73%	-73%	400%
***Timing* % sobre os dois meses anteriores**	37%	10%	17%	100%

Fonte: Autor

A amostra é composta por 484 negócios de 124 empresas brasileiras de capital aberto, listadas na Bovespa, classificadas em diversos setores de atuação, conforme demonstrado na Tabela 1. Dessa forma, é possível notar que o setor com a maior participação no total de F&A realizadas entre 1994 a 2012 foi o de Bens de Primeira Necessidade com 17,4% e em segundo lugar está o setor de Real Estate responsável por 77 operações de F&A no mesmo período entre empresas brasileiras que ocorreram em território nacional e nas quais a empresa adquirente fosse cotada na bolsa de valores, Bovespa. Além disso, foi necessário agrupar os setores de forma mais genérica, apenas entre Comércio e Serviços, Indústria e Outros, para garantir que teria amostra suficiente para as categorias da regressão.

Tabela 3 – Divisão da amostra por setor das F&A realizadas de 1994-2012

Agrupamento por setor	Setor	# de F&A	%	CAR médio CP	CAR médio LP
Comércio e Serviços	Bens de Primeira Necessidade	84	17,40%	1,70%	-5,50%
	Varejo	62	12,80%	1,00%	2,40%
	Saúde	36	7,40%	1,30%	-33,00%
	Tecnologia	32	6,60%	-0,40%	-39,90%
	Mídia e Entretenimento	14	2,90%	3,60%	-8,70%
	Bens de Consumo e Serviços	10	2,10%	-3,00%	6,00%
	Telecomunicação	6	1,20%	2,90%	-44,90%
Indústria	Materiais	70	14,50%	0,70%	29,10%
	Indústrias	25	5,20%	1,70%	-22,50%
Outros	Real Estate	77	15,90%	-1,10%	-25,30%
	Energia	68	14,00%	2,90%	-3,00%

Fonte: Autor

Na tabela 4, podemos ver as empresas que mais fizeram F&A entre 1994 e 2012, quanto elas representaram no total de transações e o CAR médio das operações tanto para curto quanto para longo prazo. Podemos concluir que fazer um número maior de transação não garante retornos melhores para os acionistas e sim se foram feitas de forma correta e no momento certo.

Tabela 4 – 10 empresas que mais fizeram F&A de 1994 a 2012

Empresa	# de F&A	%	CAR médio CP	CAR médio LP
BR MALLS Participacoes SA	27	5,6%	3,0%	-36,4%
Hypermarcas SA	22	4,6%	-2,8%	-37,9%
Cia Brasileira de Distribuicao	17	3,5%	-1,1%	-16,1%
Totvs SA	15	2,9%	1,6%	-12,5%
Brasil Brokers Participacoes	14	2,9%	-1,3%	35,3%
Petrobras	14	2,7%	-0,7%	-2,1%
DASA	13	2,3%	1,3%	-0,9%
Cia Vale do Rio Doce SA	11	1,9%	-0,4%	-3,4%
Braskem SA	9	1,7%	-1,5%	19,4%
OdontoPrev SA	8	1,5%	10,1%	12,5%

Fonte: Autor

Este estudo busca avaliar se o fato de uma empresa brasileira ter realizado uma F&A nacional em um determinado período influencia na criação de valor para o acionista, mensurado por três diferentes métricas denominadas timing. Por fim, foi construída uma tabela das correlações entre as variáveis e mostrou que a correlação é baixa entre as variáveis. A Tabela 5 mostra que a correlação é

moderada ou forte entre as variáveis explicativas, no entanto, já era esperado dado que as variáveis são diferentes métodos para calcular uma mesma informação. Por fim, foi possível observar a baixa correlação entre o CAR de curto e longo prazo.

Tabela 5 – Correlação entre as variáveis

	CAR DE Longo Prazo	CAR DE Curto Prazo	Market Cap	Timing (3meses)	Timing *Dummy*	Timing Variação
CAR DE Longo Prazo	1	0,114	0,037	0,030	-0,005	-0,040
CAR DE Curto Prazo		1	-0,018	-0,100	-0,052	-0,059
Market Cap			1	-0,025	-0,037	-0,005
Timing (3 meses)				1	0,652	0,729
Timing *Dummy*					1	0,605
Timing Variação						1

Fonte: Autor

Nota:

0 a 0,30: positivo ou negativo indica fraca correlação

0,30 a 0,7: positivo ou negativo indica correlação moderada

0,70: positivo ou negativo indica uma forte correlação

4.2 Resultados das Regressões

Os resultados das regressões lineares múltiplas com erros padrões robustos estão demonstrados nas tabelas 6 e 7. Foram feitas seis regressões nas quais três delas tiveram como variável dependente o CAR de curto prazo e as outras três o CAR de longo prazo. Para ambos os CARs foram regredidos três modelos, cada um com uma métrica diferente para o *timing.* No modelo 1 foi utilizada a variação do número de transações ocorridas entre o mês anterior e o próprio mês de término da negociação para calcular o *timing,* já no segundo modelo foi considerada a razão entre o total de F&A que tiveram no mês de uma determinada transação em relação ao total de transações que ocorreram nos últimos três meses, incluindo o próprio mês do fechamento do negócio para medir o *timing* e, por fim, no modelo 3 foi usado uma *dummy*, variável que assume valor 1 se o mês em que a transação foi feita teve mais negócios fechados que o mês anterior e 0 para caso tenha tido uma queda no número de F&A para determinar o *timing*.

Além disso, foram inseridas no modelo as variáveis de controle como: setor da empresa adquirente, sendo este classificado entre, Indústria, Comércio e Serviço

e outros, *dummies* para o período de 2007 até 2008 (controlar o período de crise) e anos de 2009 até 2012 e *Market Cap* das empresas adquirentes.

Tabela 6 – Resultados dos três modelos econométricos para o CAR de Curto Prazo

CAR Curto Prazo						
Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	Coeficiente	Erro Padrão	Coeficiente	Erro Padrão	Coeficiente	Erro Padrão
Constante	-0,032	0,034	-0,039	0,036	-0,033	0,033
Comércio e Serviço	0,018**	0,007	0,017**	0,008	0,018**	0,008
Indústria	0,005	0,010	0,005	0,010	0,005	0,010
Dummy 2007-2008	-0,010	0,009	-0,007	0,009	-0,008	0,009
Dummy 2009-2012	-0,009	0,008	-0,008	0,009	-0,008	0,009
Market Cap	0,003	0,002	0,002	0,002	0,003	0,002
Timing Variação	-0,006	0,006	-	-	-	-
Timing Dummy	-	-	-	-	-0,002	0,007
Timing (3 meses)	-	-	0,011	0,035	-	-
R^2	1,9%		1,5%		1,5%	

Fonte: Autor

Notas: A significância está marcada com asteriscos:

* p<0,1, ** p<0,05 e *** p<0,1

Tabela 7 – Resultados dos três modelos econométricos para o CAR de Longo Prazo

CAR Longo Prazo						
Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	Coeficiente	Erro Padrão	Coeficiente	Erro Padrão	Coeficiente	Erro Padrão
Constante	0,167	0,243	0,361	0,262	0,180	0,244
Comércio e Serviço	-0,028	0,060	-0,025	0,056	-0,031	0,060
Indústria	0,076	0,075	0,069	0,075	0,079	0,075
Dummy 2007-2008	-0,091	0,066	-0,089	0,065	-0,075	0,065
Dummy 2009-2012	-0,037	0,065	-0,038	0,065	-0,025	0,065
Market Cap	-0,012	0,015	-0,013	0,015	-0,013	0,015
Timing Variação	-0,049	0,035	-	-	-	-
Timing Dummy	-	-	-	-	-0,055	0,050
Timing (3 meses)	-	-	-0,555**	0,267	-	-
R^2	1,4%		1,9%		1,3%	

Fonte: Autor

Notas: A significância está marcada com asteriscos:

* p<0,1, ** p<0,05 e *** p<0,1

Na tabela 7, a variável timing (3 meses), que representa o número de transações que ocorreram em um determinado mês sobre o total de F&A que aconteceram nos dois meses anteriores e inclusive no próprio mês do negócio, é estatisticamente significante e possui um coeficiente negativo de -0,555. O resultado obtido indica que, de maneira geral, que transações feitas fora das ondas de F&A do mercado diminuem menos o retorno acumulado anormal para o acionista no longo prazo do que transações feitas em períodos nos quais os meses anteriores tiveram uma menor quantidade de negociações concluídas.

O resultado era o esperado e está de acordo com os outros estudos já realizados sobre o tema. Segundo o estudo de McNamara, Haleblian e Dykes (2008), eles concluíram que empresas que fizeram a transação antes da onda tem um potencial maior de se beneficiar, pois podem apresentar melhores resultados operacionais no ano seguinte como grande receita de vendas, assim como visto na regressão que mostra que se a transação foi feita em um mês no qual o número de transações é mais baixo que os meses anteriores, aumenta a chance dos acionistas da empresa terem um retorno maior.

Além disso, o estudo feito por Seth, Song e Pettit (2000), propõe a Teoria de Agência para explicar destruição de valor para o acionista em transações de F&A. Por causa do “manageralism”, os administradores da empresa pagam valores propositalmente além do necessário, já que sua compensação está relacionada com o tamanho da empresa. Assim, isso também vai a favor do resultado obtido, onde a variável de controle mkt_cap possui valor negativo, indicando que, o tamanho da empresa impacta negativamente na geração de retornos anormais acumulados.

Quando analisamos os modelos do CAR de curto prazo observamos que a única variável significante com 95% de confiança é a *dummy* do setor de comércio e serviço, dessa forma, é possível concluir que o timing não exerce influência sobre o CAR de curto prazo e sim o setor que a empresa está inserida e de forma positiva, ou seja, se a empresa adquirente fizer parte do setor de comércio e serviço isso terá um impacto positivo no CAR de curto prazo para os acionistas.

No entanto, apesar da maioria das variáveis serem insignificantes ou com baixa influência no CAR mostra que o mercado precificou de forma correta e o retorno realizado se deu de forma similar ao retorno esperado. Isso também pode ser visto

na média do CAR tanto de curto quanto de longo prazo que deu muito próxima de zero e com baixa variabilidade. Por fim, estes resultados estão divergentes do que o observado no artigo de Batista e Minardi (2010), pois o estudo verificou que aquisições feitas em momentos de baixa valoração do mercado apresentam retornos inferiores a aquisições feitas em períodos com altos números de transações no mercado de F&A. No entanto, a métrica utilizada foi diferente e, além disso, a amostra do outro artigo é pequena pois considera as transações apenas até 2007 e a partir deste período houve um *boom* no número de operações realizadas no mercado de F&A.

5. Conclusão

Na última década, mercado brasileiro se deparou com um grande crescimento do número de transações e do volume transacionado relacionados a F&A. Além disso, este crescimento foi ainda mais acelerado nos períodos de crise financeira que o país começou a enfrentar a partir de 2007. Com esse crescimento acelerado do mercado de F&A, surgiu um questionamento se seria a melhor hora, dado o retorno que seria gerado para o acionista adquirente, para se fundir ou adquirir um concorrente durante esse período de agitação ou após esse momento.

Apesar da vasta literatura disponível sobre criação de valor em F&A de empresas no mercado americano, sob a ótica do mercado brasileiro há uma carência de estudos nessa área. O presente estudo pretendeu contribuir para a literatura escassa sobre criação de valor em F&A brasileiras e como o timing da negociação é importante para o retorno positivo da transação.

O estudo propôs uma metodologia, por meio do cálculo do CAR para um intervalo de 21 dias úteis antes até 252 dias após a transação, para determinar se houve ou não criação de valor para o acionista da empresa adquirente após a empresa realizar uma aquisição nacional. Com base em uma amostra de operações entre 1994 até o ano de 2012, foram realizadas seis regressões para chegar à resposta procurada.

Conforme apresentado nos resultados, apenas em um dos modelos a variável timing se mostrou significante e apenas através de um método de estimação. Com um coeficiente negativo, evidenciando que o processo de F&A quando realizado em

períodos nos quais mais transações estão acontecendo simultaneamente no mercado, na realidade, destrói valor. Este estudo traz implicações para a tomada de decisão gerencial em um mercado em que atividades de F&A no Brasil se tornam cada vez mais relevantes.

Apesar de as variáveis terem apresentado baixo impacto sobre o CAR, isso não quer dizer que o modelo seja irrelevante e, sim, mostra que o mercado está precificando de forma correta os retornos e por isso não há grande diferença entre o retorno esperado e realizado. Esse fato também pôde ser observado nas análises descritivas feitas para o CAR de curto e longo prazo que mostraram que em média esse valor é muito pequeno.

Impreterivelmente, este estudo apresenta algumas limitações. O mercado de F&A no Brasil ainda é muito novo e vem se desenvolvendo a cada ano por isso há uma falta de dados que inviabiliza uma análise que englobe todas as empresas brasileiras, limitando o estudo apenas para companhias listadas na bolsa de valores. Além disso, sabe-se que todos os seis modelos propostos consideram apenas uma variável explicativa, o que pode não ser suficiente para explicar a variável dependente (CAR) e restringe o poder explicativo da regressão.

Assim, sugere-se para futuros estudos a utilização de mais variáveis explicativas no modelo de forma a capturar diferentes fatores que não necessariamente estão relacionados com o momento em que a aquisição é realizada, mas que podem impactar no desempenho e criação de valor para o acionista pela empresa. Além disso, para próximas pesquisas também poderia ser elaboradas diferentes métricas para medir o *timing*. Por fim, outra sugestão seria a utilização de variáveis contábeis para calcular a criação de valor, uma vez que as variações de preço de um ativo podem estar relacionadas com fatores externos à empresa e não podem ser usados para as empresas de capital fechado, limitando a amostra dado que no Brasil o número de empresas listadas na Bolsa de Valores ainda é muito inferior quando comparado aos países desenvolvidos.

REFERÊNCIAS

AGRAWAL, A.; JAFFE, J.; MANDELKER, G. The post-merger performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly. **Journal of Finance**, v. 47, p. 1605-1621, 1992.

ASQUITH, P. Merger bids, uncertainly and stockholder returns. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 51-83, 1983.

BARNEY, J. Return to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. **Strategic Management Journal***,* v. 9, edição especial, p. 71-78, 1988.

BATISTA, D. B.; MINARDI, A. M. A. F. Uma investigação sobre como a valoração do mercado (momentos de alta e de baixa) influencia o desempenho das operações de fusões e aquisições no Brasil. **Insper Working Paper**, 2010.

BLOCK, S. The merger impact on stock prices. **MSU Business Topics**, p.7-12, 1969.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias. **Real Academia Española**, v. 49, n, 2, p. 206-220, 2008.

CAPRON, L; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal***,* v. 23, n. 9, p. 781-94, 2002.

CORRADIN, Vivian. Boletim de Fusões e Aquisições. **Anbima**, v. 8, n. 20, 2014.

GRAHAM, J. R; LEMMON, M. L; WOLF, J. G. Does corporate diversification destroy value? The Journal of Finance, v. 57, n. 2, 695-720, 2002.

GUBBI, S.R.; AULAKH, P.S.; RAY, S.; SARKAR, M.; CHITTOOR, R. Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. Journal of International Business Studies, v. 41, n. 3, p.397-418, 2010.

HALEBLIAN, J.; FINKELSTEIN, S. The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 1, p. 29 >-31, 1999.

HITT, M.; HARRISON, J.; IRELAND, R.D.; BEST, A. Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. **British Journal of Management**, v. 9, p. 91–114, 1998.

JENSEN, M. C; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983.

KUSEWITT, J.B. An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. **Strategic Management Journal**, v. 6, p. 151-169, 1985.

LANG, L; STULZ, R; WALKLING, R. Tobin's Q and the gains from successful tender offers. **Jounal of Financial Economics**, v. 24, n. 3, p. 137-154, 1989.

LOPES, Fabio. Latin America Trend Report 2013. Estados Unidos. **Merger Market**, 2014.

MARKIDES, C.; ITTNER C. Shareholder benefits from Corporate International Diversification: Evidence from US International Acquisitions. **Journal of International Business Studies**, v. 25 n. 1, p. 343-365, 1994.

MCGEE, R. W. The economics of mergers and acquisitions. **The Mid-Atlantic Journal of Business**, v. 25, n. 4, p. 45-55, 1989.

MCNAMARA, G. M.; HALEBLIAN, J., M.; DYKES, B. J. The performance implications of participating in an acquisition wave: Early mover advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics. **Academy of Manaqement Journal**, v. 51, n. 1, p. 113-130, 2008.

MOTTA, Luis Augusto; COIMBRA, Paulo Guilherme M. Pesquisa de Fusões e Aquisições 2013 – 1º Trimestre. **KPMG**, São Paulo, 2013.

NAPIER, N. K. Mergers and acquisitions, human resources issues and outcomes: a review and suggested typology. Journal of Management Studies, v.26, n. 3, p. 271-286, 1989.

SAPIENZA, H. J., AUTIO, E., GEORGE, G., & ZAHRA, S. A. A capabilities perspective on the effects of early internationaliza- tion on firm survival and growth. **Academy of Management Review**, v. 31, n. 4, p. 914-933, 2006.

SCHOENBERG, R. Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics*. **British Journal of Management**, v. 17, p.361-370, 2006.

SETH, A., SONG, K., PETTIT, R. Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. **Strategic Management Journal**, v. 23, p.921-940, 2002.

UHLENBRUCK, K.; HITT, M. A.; SEMADENI, M. Market value effects of acquisitions involving Internet firms: a resource based analysis. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 10, p. 899-913, 2006.