

**Inspere - Instituto de Ensino e Pesquisa**  
**Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC)**

Realizar ou não Fusões e Aquisições, eis a questão:  
Uma análise da criação de valor no mercado  
brasileiro.

Aluno: Silverio Garbuio

Profa. orientadora: Adriana Bruscatto Bortoluzzo

Ano

2017/2018

## 1 – Descrição do Problema e Revisão de Literatura

O processo de Fusões e Aquisições (F&A) entre empresas brasileiras vem crescendo nos últimos anos. De acordo com pesquisa realizada pela Thomson Reuters (2017), houve um crescimento de aproximadamente 23% em 2016 comparado ao ano anterior, com mais da metade do movimento oriundo do setor de óleo e gás e de eletricidade. A compra e venda anunciada de participações de empresas no país no ano passado somou 54,3 bilhões de dólares, volume financeiro 22,7 por cento maior do que um ano antes. Em número de operações, houve queda de 15,1 por cento, para 574 negócios. Dessa forma, observamos uma recuperação comparada a 2015, quando as fusões anunciadas somaram 45,96 bilhões de dólares, menor valor em uma década.

O principal objetivo de uma fusão ou aquisição é aumentar os ganhos, pensando nos ganhos de sinergia. Os mercados de capitais eficientes perceberiam tais ganhos, o que elevaria o valor das empresas. Porém, será que F&A gera valor para o acionista no Brasil? Ainda existem controvérsias com relação a ganhos e perdas, e principalmente se há criação de valor para o acionista.

O conceito de criação de valor se baseia na hipótese de que o valor criado por meio de uma aquisição terá um efeito positivo na performance integral de uma firma, uma vez que a obtenção de sinergias se traduzirá em melhorias de custos e receitas refletidas nas demonstrações financeiras consolidadas da mesma – as quais, uma vez divulgadas e analisadas, resultarão em movimentos positivos no preço de uma ação e consequente retorno ao acionista (Jensen e Ruback, 1983).

Jensen e Ruback (1983) descreveram pela primeira vez o grau de eficiência do mercado de controle corporativo em fusões e aquisições. As evidências que os autores demonstram é a de que tais eventos de reestruturação societária geram ganhos, os quais beneficiam as empresas adquiridas, enquanto as adquirentes não ganham nem perdem valor. Além disso, a origem do valor gerado não é a criação de poder de mercado, mas sim a oportunidade de utilização de recursos específicos não disponíveis senão por meio da aquisição.

Alguns estudos observaram uma deterioração dos resultados da adquirente ou nenhuma relação entre estes eventos (King et al., 2004). Estudos empíricos indicam que, em média, os acionistas das empresas adquirentes experimentam retornos anormais nulos ou negativos, com elevada dispersão, quando tais transações são anunciadas (Silva et al., 2016). Uma possível

explicação para tais resultados reside na possibilidade de algumas transações serem feitas por problemas de agência nas adquirentes. Os acionistas sofrem prejuízos quando os executivos fazem tais transações em busca de benefícios para si.

Desde então, alguns estudos têm observado que fusões e aquisições não trazem nenhum benefício real para as empresas adquirentes. Tanto financeiramente, quanto estrategicamente, há evidências de que o valor dos acionistas das adquirentes costuma se deteriorar do momento do anúncio da aquisição até anos subsequentes (Reus & Lamont, 2009).

Porém, alguns autores argumentam que certamente os acionistas de empresas adquiridas se beneficiam por fusões e aquisições, evidenciado pelo prêmio que recebem pela venda de suas ações. Já em relação aos adquirentes, o estudo dos preços de suas ações em *takeovers* indica que eles geralmente não perdem nem ganham, enquanto o valor patrimonial combinado das duas empresas costuma aumentar como resultado de uma transação desse tipo (Healy et al., 1992).

Dez anos depois, Capron e Pistre (2002) descreveram que o retorno médio para os adquirentes de sucesso é nulo, enquanto que os benefícios de sinergia costumam ser capturados pelos acionistas das adquiridas (um retorno de mais de 30% em média).

A maior parte dos artigos utilizam dados do mercado de F&A americano, e acreditamos que há uma oportunidade de descrever o mercado brasileiro atual e avaliarmos a importância desse tipo de evento no Brasil.

Ao focarmos na revisão da literatura das fusões e aquisições no Brasil, observamos que são poucos os trabalhos que analisaram a criação de valor e de sinergias operacionais em processos de F&A e indicam uma redução dos custos e despesas, gerando assim sinergias econômicas ou operacionais e piora no desempenho financeiro após a fusão das empresas (Camargos & Barbosa, 2009).

## **2 – Objetivo**

Esse estudo tem como objetivo investigar se as aquisições realizadas por empresas brasileiras têm gerado valor a seus acionistas nos últimos anos, e se esta criação de valor gerada por F&A é maior do que aquela gerada em empresas que não utilizaram essa estratégia.

Este estudo se baseia em uma amostra de aquisições nacionais realizadas por empresas brasileiras de capital aberto de todos os setores, em um período de 21 anos, de 1995 até 2016. Como grupo controle, serão coletados os dados de empresas brasileiras de capital aberto que não realizaram F&A no mesmo período. Comparando os resultados obtidos por ambos os grupos, será possível verificar se a F&A gerou mais valor para as empresas brasileiras que utilizaram tal estratégia.

## **3 – Metodologia**

Para testar nossa hipótese, inicialmente, utilizaremos do método de Propensity Score Matching, que busca garantir que um “grupo de não tratados” seja semelhante ao “grupo de tratados”, baseando-se num vasto conjunto de características observáveis dos indivíduos. No nosso estudo, para cada empresa que fez F&A, será selecionada outra empresa com as mesmas características que ela em relação a setor, ano e tamanho, definindo dessa forma nosso grupo controle.

Além disso, será feito um modelo de regressão com  $CAR=Y$ ,  $X$ =dummy de grupo e variáveis controles como tamanho da empresa, setor e ano. Também serão realizados testes de médias para verificar se houve maior criação de valor para as empresas que fizeram F&A em comparação com as demais.

#### **4 – Resultados Esperados**

Como resultados, esperamos encontrar mudanças significativas e positivas na variável de criação de valor em empresas que realizaram F&A, levando a uma maximização do valor de mercado dessas empresas pesquisadas e da riqueza dos acionistas no mercado brasileiro. Com isso, poderá haver um aumento da competitividade das empresas brasileiras.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Empresas Brasileiras; Retornos Anormais Acumulados; Criação de Valor.

## 5 – Referências Bibliográficas

ALUÍSIO, A. Fusões no Brasil crescem 22,7% em 2016, para US\$54,3 bi, mostra pesquisa Thomson Reuters. 2017. <http://br.reuters.com/article/topNews/idBRKBN14N1TT>.

CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Rev. Adm. Empres*, v. 49, n. 2, p. 206-220, 2009.

HEALY, P.M.; PALEPU, K.G.; RUBACK, R.S. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, v. 31, p. 135-175, 1992.

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

KING, D.R.; DALTON, D.R.; DAILY, C.M.; COVIN, J.G. Meta-analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. *Strategic Management Journal*, v. 25, p.187-200, 2004.

REUS, T.H.; LAMONT, B.T. The double-edged sword of cultural distance in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, v. 40, p. 1298-1316, 2009.

SILVA, P. Determinantes de desempenho de aquisições internacionais por firmas de mercados emergentes: evidências das empresas brasileiras. São Paulo, 2012. 70p. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2012.

SILVA, E.S.; KAYO, E.K.; NARDI, R.Y.S. Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *REGE – Revista de Gestão*, v.23, p.222-232, 2016.

### Cronograma de Atividades – 2017-2018

Atividades	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun
Preparação do Banco de Dados	X	X										
Análise Estatística			X	X	X							
Elaboração de Relatórios						X						X
Preparação do artigo						X	X	X	X	X	X	X