

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

**O retorno para o acionista da companhia adquirente em
transações de *M&A*: uma análise à luz do
meio de pagamento**

Camila Moraes Russo

São Paulo

2013

Camila Moraes Russo

**O retorno para o acionista da companhia adquirente em
transações de M&A: uma análise à luz do
meio de pagamento**

**Dissertação apresentada ao Programa de Pós-
Graduação em Administração de Empresas da
Universidade Presbiteriana Mackenzie para a
obtenção do título de Mestre em
Administração de Empresas.**

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso

Co-Orientador Externo: Prof. Dr. Herbert Kimura

São Paulo

2013

R969r Russo, Camila Moraes

O retorno para o acionista da companhia adquirente em transações de M&A : uma análise à luz do meio de pagamento / Camila Moraes Russo - 2014.

120f.: il., 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014.

Orientação: Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso

Bibliografia: f. 115-120

1. Fusões e aquisições. 2. Meios de pagamento. 3. Retorno para o acionista. 4. Assimetria de informação. I. Título.

CDD 658.041

Camila Moraes Russo

**O retorno para o acionista da companhia adquirente em
transações de M&A: uma análise à luz do
meio de pagamento**

**Dissertação apresentada ao Programa de Pós-
Graduação em Administração de Empresas da
Universidade Presbiteriana Mackenzie para a
obtenção do título de Mestre em
Administração de Empresas.**

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso - Orientador

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Herbert Kimura - Co-Orientador Externo

Universidade de Brasília

Prof. Dr. Denis Forte - Examinador Interno

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo - Examinador Externo

Universidade de São Paulo

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Benedito Guimarães Aguiar Neto

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Prof. Dr. Moisés Ari Zilber

Coordenadora de Pós-Graduação

Professora Dr^a. Angélica Tanus Benatti Alvim

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Prof. Dr. Sérgio Lex

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Professora Dr^a. Darcy Mitiko Mori Hanashiro

Posso todas as coisas nAquele que me fortalece.

*Apóstolo Paulo, na Epístola
aos Filipenses (4:13)*

Ao meu esposo, Rodrigo Trindade Russo.
Este é só mais um dos muitos sonhos que você
tem me ajudado a realizar. Te amo.

Agradecimentos

Agradeço primeiramente a Deus. Cada página deste trabalho é um milagre. Estes dois anos e seis meses dedicados ao mestrado foram uma jornada de fé.

Agradeço também ao meu esposo, por todo o apoio, paciência, cumplicidade, renúncia, amor e torcida, sempre me motivando a não desistir e a manter o foco.

Agradeço à minha mãe, Margarida, por todo o estímulo que me deu, desde cedo, a estudar e a me dedicar plenamente, ensinando-me a dar o meu melhor em tudo o que eu faço.

Ao meu querido pai, Benedito, e ao meu irmão Toninho, e à Tia Terê, por todo o apoio que em sua simplicidade e amor sempre me deram.

À minha sogra Ester, minhas cunhadas Daniela e Graziella, pelas orações incessantes. Também aos meus cunhados Eude e Fabrício, e de maneira especial à minha sobrinha Emanuella, que em seu coraçãozinho de criança sempre orou pela Titia Camilinha.

Aos muitos amigos e familiares que compreenderam a minha ausência e por mim oraram e torceram ao longo de todo esse trabalho. De maneira especial à minha amiga Luciana, que me deu muitos conselhos de como melhorar o presente trabalho.

Aos meus orientadores, Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso e Prof. Dr. Herbert Kimura, por apoiarem e auxiliarem na elaboração deste trabalho.

Aos Professores Dr. Denis Forte e Dr. Eduardo Kayo pelas sugestões, orientações e indicações de melhoria.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado em Administração de Empresas – Mackenzie, pelas horas que passamos juntos em sala de aula. De maneira especial ao colega Alaim, pelos muitos conselhos dados e aprendizagem compartilhada.

Às equipes da Bloomberg, Thomson Financial e Biblioteca do Insper, pelo suporte e apoio.

Ao Prof. PhD. George Alexandridis, em cujo trabalho me baseei e que pacientemente me ajudou em momentos cruciais da presente pesquisa.

Ao meu chefe, Bernardo Rothe, por todo o apoio dado. Também a todos os colegas de trabalho, que pacientemente suportaram minhas ausências.

Finalmente, a todos que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho.

Resumo

Os resultados produzidos por transações de *M&A* são objeto de recorrente estudo na literatura produzida sobre o assunto desde a década de 1970 – a qual aponta o meio de pagamento como exercendo um papel preponderante na geração, conservação ou destruição de valor para os acionistas das empresas adquirentes no contexto pós-anúncio da transação. Especialmente concentrada no mercado norte americano, a pesquisa empírica até aqui desenvolvida em geral conclui que as transações pagas em ações são potencialmente destruidoras de valor ou, quando muito, produzem retornos significativamente próximos de zero – ao passo que transações pagas em dinheiro são, salvo exceções, geradoras de valor. O presente estudo propõe-se a analisar o tema do meio de pagamento em transações de *M&A* e identificar se transações pagas em ações podem produzir retornos anormais positivos ou ao menos não destruir valor para os acionistas das empresas adquirentes. Sob uma amostra de 1604 transações celebradas em 40 países alvo entre 2000 e 2012, o presente estudo confirma que transações pagas em ações são neutras (portanto não destroem nem geram valor) no caso de serem celebradas em países alvo fora do eixo Estados Unidos, Reino Unido e Canadá – justamente aqueles mercados que emergiram no cenário mundial de *M&A* a partir do final da década de 1990.

Palavras-Chave: Fusões e Aquisições, Meios de Pagamento, Retorno para o Acionista, Assimetria de Informação.

Abstract

The results produced by *M&A* transactions are object of recurrent study by the available literature on the subject since de seventies – which points the mode of payment as playing an crucial role on value-creation, value-conservation or value-destruction in the perspective of the bidder's company shareholders at the post-announcement context. Specially concentrated in the U.S. market, empirical research hitherto produced generally concludes that stock-financed transactions are potentially value-destructive or, at best, produce returns significantly close to zero – while cash-financed transactions are, in general, value-creative. This study intents to analyze the topic of the mode of payment in *M&A* transactions and identify if stock-financed takeovers can produce positive abnormal returns or at least not destroy value for the shareholders of the acquiring companies. Using a sample of 1604 *M&A* transactions performed in 40 target countries between 2000 and 2012, the present study confirms that takeovers paid in stocks of the bidder company are neutral (therefore don't destroy neither create value) on the case of been celebrated out of USA, UK and Canada – those markets that emerged on the global *M&A* scenario since the end of the nineties.

Key-words: Merges and Acquisitions, Mode of Payment, Shareholder's Return, Information Asymmetry.

Sumário

Lista de Figuras.....	12
Lista de Gráficos.....	13
Lista de Tabelas.....	14
1. INTRODUÇÃO.....	15
2. A RELEVÂNCIA DO ASSUNTO M&A NO ÂMBITO DA ESTRATÉGIA CORPORATIVA	19
2.1. Definições principais.....	19
2.2. Sinergias em transações de M&A.....	24
2.2.1. <i>Sinergias e prêmio de controle</i>	27
2.3. O meio de pagamento em transações de M&A.....	29
2.4. Ondas de M&A.....	33
2.4.1. <i>A Primeira Onda</i>	33
2.4.2. <i>A Segunda Onda</i>	34
2.4.3. <i>A Terceira Onda</i>	35
2.4.4. <i>A Quarta Onda</i>	36
2.4.5. <i>A Quinta Onda</i>	38
2.4.6. <i>A Sexta Onda</i>	40
2.5. O fenômeno das Ondas de M&A sob a ótica da Teoria Neoclássica.....	43
2.6. A escolha do meio de pagamento à luz de algumas teorias e hipóteses.....	46
2.6.1. <i>A Teoria da Janela de Mercado</i>	46
2.6.2. <i>A Hipótese da Sinalização e a Teoria do Pecking Order</i>	51
2.6.3. <i>A Hipótese do Compartilhamento de Risco</i>	54
2.6.4. <i>A Teoria do Fluxo de Caixa Livre</i>	57
2.6.5. <i>A Hipótese da Oportunidade de Investimento</i>	59
2.6.6. <i>A Hipótese de Húbris</i>	61
2.6.7. <i>Sumário do referencial teórico</i>	63
2.7. O retorno de uma transação de M&A em função do meio de pagamento.....	64
2.7.1. <i>Liquidez, competição e prêmio em transações de M&A</i>	64
2.7.2. <i>Revisão da literatura quanto ao pagamento em ações e suas implicações</i>	67
3. METODOLOGIA E SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	74
3.1. A Hipótese dos Mercados Eficientes.....	74
3.2. Calculando retornos anormais por meio do estudo de evento.....	75
3.2.1. <i>Benchmarks em mercados fora dos EUA</i>	80
3.3. Delimitação das hipóteses de pesquisa.....	82

	11
3.4. Seleção e tratamento da amostra	84
3.4.1. <i>Mensurando o nível de atividade de M&A do mercado alvo</i>	91
3.5. CAR médio por janela de evento	99
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	104
5. CONCLUSÃO E SUGESTÕES PARA PESQUISA FUTURA.....	111
6. BIBLIOGRAFIA.....	115

Lista de Figuras

Figura 1 - Escolha do Meio de Pagamento e Decisões de Financiamento em <i>M&A</i>	32
---	----

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo - 1990 a 2012 (Quantidade)	85
Gráfico 2 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões)	86
Gráfico 3 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países - 1990 a 2012 (Quantidade).....	86
Gráfico 4 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões).....	87
Gráfico 5 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo: Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Quantidade).....	89
Gráfico 6 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo: Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões).....	89
Gráfico 7 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países Considerando Somente Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Quantidade).....	90
Gráfico 8 - Transações de <i>M&A</i> no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países Considerando Somente Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões).....	90

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Formas de Reestruturação Corporativa.....	20
Tabela 2 - Ondas de M&A: Resumo	42
Tabela 3 – Referencial teórico sobre o retorno para o acionista da empresa compradora	63
Tabela 4 - Retorno Médio para o Acionista da Empresa Compradora.....	81
Tabela 5 - Transações de <i>M&A</i> Ocorridas Mundialmente entre 1990 e 2012	84
Tabela 6 - Transações de <i>M&A</i> Ocorridas Mundialmente entre 1990 e 2012 (Empresas Alvo Listadas em Bolsa)	88
Tabela 7 - Nível de Atividade por País e Prêmio Médio - 1990 a 2012.....	93
Tabela 8 - Transações de <i>M&A</i> Ocorridas Mundialmente entre 1990 e 2012 (Empresas Compradora e Alvo Listadas em Bolsa)	96
Tabela 9 - Detalhamento da Amostra.....	98
Tabela 10 - <i>CAR</i> Médio para o Acionista da Empresa Compradora.....	101
Tabela 11 - Teste de Hipótese para <i>CAR</i> Médio Igual a Zero.....	104
Tabela 12 - Características dos Coeficientes da Regressão Principal – Mundo.....	106
Tabela 13 - Características dos Coeficientes da Regressão Principal – ERC	107
Tabela 14 - Características dos Coeficientes da Regressão Principal – RdM.....	107
Tabela 15 - Sumário da Análise de Regressão – Mundo	108

1. INTRODUÇÃO

Fusões e Aquisições – F&A (ou *M&A*, de *mergers and acquisitions*) – são assunto de particular interesse das empresas em todos os setores da economia (BRUNER, 2004) e têm conquistado progressivo destaque, tanto nos países desenvolvidos como nos emergentes (DEPAMPHILIS, 2012).

As transações e atividades relacionadas a *M&A*, especialmente a partir da década de 1980, vêm adquirindo desdobramentos cada vez mais abrangentes em termos de escopo e sofisticação, fazendo com que questões importantes tenham de ser abordadas, seja sob a esfera da estratégia corporativa, seja sob a esfera da formulação regulatória (WESTON et al., 1990).

Também investidores, em especial aqueles de grande porte (chamados investidores institucionais), estão continuamente e diligentemente ampliando o seu papel em monitorar as empresas investidas (e respectivos gestores) quanto aos seus planos de expansão via *M&A* (WESTON et al., 2004).

Posto que tamanha escala e importância o assunto “*M&A*” vem conquistando, os economistas financeiros atualmente o tratam como sendo parte de um mercado mais abrangente, dito mercado de controle corporativo, o qual congrega temas de sensível complexidade, quais sejam: as aquisições altamente alavancadas, as reestruturações societárias e as privatizações (BREALEY et al., 2006; HANSEN, 1987; JENSEN, 1986a).

Justamente no contexto do intenso dinamismo de tal mercado é comum que gestores gastem significativa parcela de seu tempo procurando por alvos passíveis de aquisição ou preocupados com o fato de que a própria empresa sob seu comando possa ser objeto de uma súbita oferta de compra (BREALEY et al., 2006), pois, conforme ratificam Weston et al. (1990), nenhuma empresa está isenta dessa possibilidade.

Acrescenta Bruner (2004) que uma significativa parcela das empresas julga não ter melhor alternativa que não seja fazer uso da estratégia de *M&A* para responder às mudanças no ambiente que as circunda. Ainda que optem por não seguir em tal caminho, seus concorrentes poderão fazê-lo e eventualmente conquistarem vantagens estratégicas e financeiras que poderiam implicar, para aquelas, em consequências desastrosas a longo prazo. Assim, continua Bruner (2004), simplesmente ignorar a realidade de *M&A* enquanto mecanismo de estratégia corporativa pode não se mostrar uma escolha acertada e sustentável a médio e longo prazos.

Gaughan (2007) complementa tal linha de argumentação ao afirmar que a estratégia de *M&A* provê às empresas um meio de responder mais rapidamente às mudanças que as afetam. Pondera-se, entretanto, que as operações de *M&A* são consideradas como bem sucedidas apenas se o valor das partes combinadas for maior do que a soma do valor das partes isoladas e independentes, tais como eram pré-transação (AHERN; WESTON, 2007; BREALEY et al., 2006).

Dai emergem alguns questionamentos, tais como os levantados por Bruner (2004) e DePamphilis (2012), aqui sintetizados na seguinte pergunta: vale embrenhar-se pelo caminho do *M&A*? Dito de outra forma: o resultado produzido por esse tipo de transação supera aquele que seria obtido com base nas estratégias ordinárias de crescimento e sobrevivência da empresa?

A resposta a esse questionamento, afirma DePamphilis (2012), depende do ponto de vista e do período sob observação.

Afirmam Martynova e Renneboog (2008) que o sucesso de uma transação de *M&A* pode ser interpretado sob diversas perspectivas, incluindo seus reflexos para empregados e sociedade; porém a mais amplamente aceita (e utilizada no ramo científico) é a perspectiva do acionista – o proprietário residual da empresa.

Analisando o dinamismo do mercado de *M&A* ao longo do último século, os mesmos autores levantaram diversas pesquisas empíricas sobre o tema e identificaram que a forma mais comum de buscar responder ao questionamento acima apontado gira em torno da observação de retornos anormais: assim nomeadas as diferenças (positivas ou negativas) que emergem da comparação entre (a) os retornos efetivamente atingidos em função da transação de *M&A* e (b) os retornos que seriam esperados na comparação com um determinado *benchmark* produto de um modelo de precificação de ativos (MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2008).

Conforme compilações feitas por Bruner (2004) e Martynova e Renneboog (2008), apesar de reconhecer a relevância do tema na pauta da estratégia corporativa, a maioria dos estudos científicos produzidos entre o final da década de 1970 e início dos anos 2000 aponta para o fracasso das transações de *M&A* em gerarem retornos anormais positivos para os acionistas das empresas compradoras (ou adquirentes), sendo que boa parte (se não a totalidade) do resultado gerado é capturado pelos acionistas das empresas adquiridas (doravante também referidas como empresas alvo).

Sintetizando as observações de 65 pesquisas empíricas realizadas com base em amostras de transações de *M&A* ocorridas principalmente ao longo das décadas de 1960,

1980, 1990 e início dos anos 2000, Martynova e Renneboog (2008) pontuam que o meio científico em geral converge para a conclusão de que, no entorno do anúncio da transação, a maior parte do retorno anormal positivo (se não todo) é capturado pelo acionista da empresa alvo. Já o acionista da empresa adquirente em geral enfrenta perdas ou, no melhor cenário, retornos anormais próximos de zero.

Semelhante levantamento foi feito por Bruner (2004), com a mesma constatação: em geral as transações de *M&A* produzem, no entorno do seu anúncio, retornos anormais significativamente positivos para o acionista da empresa alvo, ao passo que os resultados para o acionista da empresa adquirente são, em sua maioria, insatisfatórios.

No compilado de Bruner, de um total de 54 estudos produzidos, cobrindo especialmente as décadas de 1970, 1980 e 1990, apenas 43% apontam retornos anormais significativamente positivos para os acionistas das empresas compradoras, e ainda assim muito abaixo dos retornos observados em relação aos acionistas das empresas alvo: enquanto que aqueles raramente ultrapassam a barreira dos 3% no entorno do anúncio da transação, estes frequentemente rompem a barreira dos dois dígitos, conforme Bruner constatou de outras 25 pesquisas empíricas focadas em analisar os retornos anormais sob a ótica dos acionistas das empresas adquiridas (BRUNER, 2004).

Dentre as razões comuns à má *performance*, em seus respectivos levantamentos tanto Martynova e Renneboog (2008) como Bruner (2004) identificam que o meio de pagamento escolhido para viabilizar a transação parece ter uma relação importante com os resultados imediatos observados pós anúncio.

Aprofundando a análise, e buscando diagnosticar o consenso dos estudos por eles mapeados, levando em consideração o ponto de vista do acionista da empresa compradora ambos verificam que, dentre outros fatores, a utilização de ações de emissão da empresa compradora como moeda de troca pelas ações de emissão da empresa alvo parece ter expressivos reflexos na observação de retornos anormais negativos, ao passo que o pagamento em dinheiro é característica comum à observação de retornos próximos de zero ou ligeiramente positivos (BRUNER, 2004; MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2008).

Importante frisar que não seguem a mesma linha de conclusão os estudos empíricos realizados com base nos mercados europeus, conforme destacados por Martynova e Renneboog (2008): nestes mercados foram observados resultados positivos e satisfatórios para os acionistas das empresas adquirentes – inclusive quando da utilização de ações como meio de pagamento.

Semelhante constatação é trazida nos trabalhos de Alexandridis et al. (2010), Lau e Proimos (2010) e Sehgal et al. (2012): os primeiros autores analisaram as peculiaridades dos mercados mundiais, fora do eixo EUA, Reino Unido e Canadá; os segundos, o mercado australiano; e os terceiros, algumas das economias emergentes.

Tais autores demonstram haver exceções à conclusão comum de que transações de *M&A* pagas em ações da empresa adquirente são sempre destruidoras de valor sob a ótica do seu acionista.

É justamente sobre este contraponto que o presente estudo se baseia e, com base em uma amostra mundial de transações realizadas entre os anos 2000 e 2012, o mesmo propõe-se a observar o retorno produzido por transações de *M&A* a depender principalmente do meio de pagamento utilizado, analisando os resultados sob o ponto de vista do acionista da empresa compradora.

Antes, todavia, de endereçar tal propósito, faz-se necessária a contextualização acerca de algumas definições e fenômenos relacionados à atividade de *M&A*, discorrendo sobre o dinamismo do mercado de controle corporativo e suas implicações ao longo das precedentes décadas – assuntos estes abordados nas próximas seções do presente trabalho.

2. A RELEVÂNCIA DO ASSUNTO *M&A* NO ÂMBITO DA ESTRATÉGIA CORPORATIVA

2.1. Definições principais

Levando em consideração que a configuração das empresas comumente inclui atividades como gestão, planejamento, financiamento, suporte contábil e jurídico, além do relacionamento com entidades importantes à sustentação de toda a sua cadeia de valor, é de se esperar que as mesmas empresas empenhem-se na utilização eficiente de suas respectivas infraestruturas, consistentemente identificando oportunidades e ameaças, recursos e capacidades, sempre no intuito de proteger e fortalecer suas competências mais elementares na comparação com seus competidores (HITT et al., 2005).

É nesse ambiente que as decisões de alocação de recursos são tomadas, com impactos a curto ou longo prazos, quer para sustentar novas políticas de preços, produção ou estocagem, quer para viabilizar estratégias de retração ou de expansão da produção e dos canais de distribuição, incluindo o desenvolvimento e a comercialização de novos produtos ou serviços, se necessário via a aquisição de outras empresas (MCGUIGAN et al., 2004).

Seja com estes ou outros propósitos as empresas engajam-se em transações de *M&A*, que por sua vez, sob um ponto de vista econômico, de acordo com Weston et al. (2004) podem ser classificadas em três modalidades: horizontais, verticais ou em forma de conglomerados.

Uma transação de *M&A* é dita horizontal quando envolve a combinação de duas ou mais empresas (normalmente concorrentes) que originalmente atuam na mesma atividade ou linha de negócios (BREALEY et al., 2006).

Transações verticais ocorrem quando da combinação de duas ou mais empresas que originalmente atuam em diferentes estágios ou elos de uma mesma cadeia produtiva (WESTON et al., 2004).

Já as transações em forma de conglomerados são aquelas que envolvem companhias originalmente participantes de diferentes linhas de negócios e cadeias produtivas e que não mantêm entre si qualquer complementariedade ou relação de concorrência ou de fornecedor-cliente (GAUGHAN, 2007).

Hitt et. al. (2005) acrescentam uma quarta modalidade: as “aquisições relacionadas” (2005, p. 206 tradução nossa) – operações em que a motivação para a compra da empresa alvo

é o fato de esta atuar numa atividade altamente complementar à atividade original da adquirente.

Assim, no contexto de seus negócios, é comum as empresas engajarem-se numa ampla gama de atividades que Weston et al. (1990) classificam como de expansão, de retração ou de mudança de estrutura de propriedade, conforme a Tabela 1 a seguir.

Tabela 1 - Formas de Reestruturação Corporativa

Expansão	Fusões, Aquisições e Incorporações (<i>Mergers and Acquisitions</i>) <i>Tender Offers</i> <i>Joint Ventures</i>
Retração	<i>Spin-offs</i> <i>Split-offs</i> <i>Split-ups</i> Desinvestimentos (<i>Sell-offs</i>) <i>Equity Carve-outs</i>
Mudanças na Estrutura de Propriedade	<i>Exchange Offers</i> Recompra de ações (<i>Share Repurchases</i>) Fechamento de capital (<i>Going Private</i>) <i>Leveraged Buy-outs</i>

Fonte: adaptado de Weston et al. (1990, p. 3, tradução nossa). Observação: alguns termos foram mantidos na expressão original em inglês, por não haver paralelo disponível na língua portuguesa ou amplamente difundido pela mídia ou legislação brasileiras.

A Lei 6.404 – Lei das Sociedades por Ações (BRASIL, 1976) em seu artigo 228º define “fusão” como sendo “a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Fusão, portanto, nas especificações da legislação brasileira, pressupõe a extinção de ambas as sociedades que se juntam para a constituição de uma nova sociedade totalmente distinta das duas primeiras (WARDE JR, 2009).

A incorporação, por sua vez, de acordo com o artigo 227º da mesma Lei, é a “a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” (BRASIL, 1976). Somente uma das sociedades envolvidas na operação remanesce sobrevivente: a sociedade incorporadora – que absorve todo o patrimônio transferido da sociedade incorporada, então dissolvida (WARDE JR, 2009).

Embora traduzido para português como “fusão”, o termo *merger* abarca, em essência, as operações de incorporação (GAUGHAN, 2007; KWALL, 2006). Entretanto alguns autores, tais como Bruner (2004), DePamphilis (2012) e Weston et al. (1990), por simplificação não fazem diferenciação entre fusão e incorporação, tratando ambas as situações como *merger*.

Tal será a linha seguida neste estudo, e por isso será mantida a sigla em inglês, *M&A* (de *mergers and acquisitions*), para não incorrer no risco de restringir a pretendida análise.

Prosseguindo na lista da Tabela 1 quanto às possibilidades de expansão, a expressão *tender offer* abriga a situação em que os acionistas de uma dada empresa alvo são abordados diretamente pela parte interessada, mediante uma oferta pública de aquisição das ações que lhes pertencem, respeitando determinadas condições pré-definidas (BREALEY et al., 2006).

A *tender offer* é dita hostil quando o alto escalão executivo ou o conselho de administração da empresa alvo é ignorado ou, mesmo quando previamente cercado pela parte interessada, rejeita as condições por ela ofertadas (ou dificulta a negociação), motivando-a a abordar diretamente os acionistas da empresa alvo (BREALEY et al., 2006; GAUGHAN, 2007).

Finalizado a lista de possibilidades de expansão previstas na Tabela 1, as *joint ventures* (*JVs*) consistem na combinação, por um tempo limitado e para um propósito específico, de parcelas de ativos e trabalho de duas ou mais empresas, reunidas em uma sociedade veículo criada para esse fim, a qual será extinta a partir do momento em que tal propósito for atingido, sendo que as empresas envolvidas na *JV* mantêm a operação normal de seus negócios e continuam a existir de maneira independente, havendo entre elas um acordo formal a estabelecer as regras sob as quais exercerão o controle da sociedade constituída (GAUGHAN, 2007; WESTON et al., 1990).

Indo para as possibilidades de retração, a expressão *spin-off* contempla os casos em que uma empresa pré-existente dá origem a uma subsidiária integral e posteriormente transfere as ações que detém nesta subsidiária aos seus próprios acionistas, na forma de dividendos (DEPAMPHILIS, 2012). Assim fazendo, a empresa recém-concebida (filha) manterá, proporcionalmente, a mesma estrutura acionária da empresa de origem (mãe), numa transação puramente contábil (WESTON et al., 1990).

Desta forma, no *spin-off*, complementa DePamphilis (2012), onde antes havia apenas uma empresa passam a coexistir duas, com configurações societárias idênticas, porém com operação e gestão independentes.

Uma variação do *spin-off* é o *split-off*, em que apenas uma parte dos acionistas da empresa mãe recebe ações da empresa filha em troca de parcela (ou da totalidade) das ações que possuem da empresa mãe (WESTON et al., 1990). A empresa filha passa, assim, a ser controlada por um subgrupo dos acionistas da empresa que lhe deu origem (BRUNER, 2004).

Outra variação do *spin-off* é o *split-up*, em que a empresa mãe é inteiramente repartida, extinguindo-se totalmente, remanescendo somente as empresas filhas, que a sucedem em todos os direitos e obrigações (DEPAMPHILIS, 2012; WESTON et al., 1990).

Inclusive nas suas variações, o *spin-off* envolve somente a troca de ações, sendo que nenhuma soma é revertida para o caixa da empresa mãe ou da(s) subsidiária(s), conforme ratificam Weston et al. (1990) e DePamphilis (2012).

Diferente cenário é observado nos desinvestimentos, que normalmente representam formas de levantar recursos por meio da venda de ativos de uma empresa a um terceiro interessado – estratégia conhecida como *sell-off* (GAUGHAN, 2007). Tais ativos, acrescenta DePamphilis (2012), podem incluir linhas de produtos, divisões, unidades de negócios ou subsidiárias.

Uma variação de desinvestimento é o *equity carve-out*, que consiste na segregação de uma unidade de negócios na forma de uma subsidiária integral, seguido de uma venda secundária a terceiros – geralmente via uma oferta de ações (ou *IPO*, *Initial Public Offering*, na sigla em inglês) – que se converte em recursos para a empresa mãe (BRUNER, 2004; DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

Importa destacar, conforme DePamphilis (2012) e Weston et al. (1990), que no *equity carve-out* a empresa mãe normalmente vende somente uma parcela minoritária da subsidiária, mantendo controle sobre seus ativos e operações, de modo que lhe seja possível consolidar os resultados em seu balanço.

Por isso diferencia-se do *equity carve-out* o *split-off IPO*, que, conforme a expressão indica, consiste numa operação de *split-off* seguida de *IPO*, e portanto não necessariamente resguarda à empresa mãe o controle da operação pós-oferta (WESTON et al., 1990).

Por fim, no bloco das mudanças estruturais de propriedade estão as *exchange offers*, que se assemelham aos *split-offs*, uma vez que possibilitam aos acionistas de uma dada empresa mãe exercerem a opção de trocarem suas posições por ações de uma subsidiária, ou vice-versa (GAUGHAN, 2007; WESTON et al., 2004). O mecanismo de troca pode ser dar também mediante outras classes de títulos, tais como ações ordinárias por preferenciais ou debêntures, por exemplo (WESTON et al., 1990).

Importante destacar, conforme Weston et al. (1990), que uma *exchange offer* habilita uma reconfiguração da estrutura de capital da empresa (quer mãe ou subsidiária) sem a necessidade de novos investimentos ou injeção de capital.

Portanto uma *exchange offer* distingue-se de uma *share-for-share tender offer*, situação em que, conforme DePamphilis (2012), configura-se uma *tender offer* na qual as

condições ofertadas são justamente a troca das ações detidas pelos acionistas da empresa alvo por ações de emissão da empresa compradora.

Assim, para que possa ser operacionalizada uma *share-for-share tender offer*, faz-se necessário um aumento de capital na empresa compradora, via a emissão de novas ações, diluindo seus atuais acionistas na medida necessária para acomodar os novos entrantes – precisamente os acionistas da empresa alvo (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Outra forma de reconfiguração de propriedade é a recompra de ações, que em geral viabiliza-se por meio de uma oferta pública de aquisição (WESTON et al., 1990), e, conforme DePamphilis (2012), normalmente configura-se numa tática defensiva, útil pra reduzir a base de ações dispersas em bolsa – as quais poderiam ser alvo fácil de uma *tender offer* hostil.

Já o *going-private* consiste num movimento de fechamento de capital, motivado pelo fato de a empresa ter a totalidade de suas ações pulverizadas adquiridas, não mais necessitando submeter-se às disposições do órgão regulador do mercado de capitais em que está inserida (WESTON et al., 1990). As decisões de fechamento de capital, pontua DePamphilis (2012), são motivadas por diversos fatores, dentre os quais destacam-se: percepção de que o preço da ação da empresa está subavaliado pelo mercado; baixa necessidade de liquidez; alto custo de governança para manter-se enquanto empresa listada em bolsa; e alto risco de perda de controle (pela ameaça de uma *tender offer* hostil).

Finalizando a lista da Tabela 1, o *leveraged buy-out (LBO)* consiste numa operação que em geral culmina com o fechamento de capital da empresa alvo (*going private*), com a diferença de ser a compra altamente alavancada em recursos de terceiros (GAUGHAN, 2007).

Embora não estejam listados na Tabela 1, vale fazer menção aos *premium buy-backs* que, no contexto do mercado de controle corporativo, consistem na recompra de parcela substancial de ações de uma dada empresa, a um valor significativamente acima do seu preço de mercado – tática de oferta também conhecida como *green-mail* (WESTON et al., 1990), normalmente utilizada com o propósito de reduzir (ou mesmo eliminar) a participação de um determinado acionista indesejado, assim entendido aquele que possa pôr em risco a autonomia da empresa (GAUGHAN, 2007), ou que tenha recém chegado após uma compra hostil (BREALEY et al., 2006).

Apesar de haver tantas definições, por simplificação, na mesma linha do praticado por Weston et al. (1990, 2004), o termo *M&A*, quando doravante utilizado, deverá ser entendido de forma expandida, de modo a abarcar quaisquer das possibilidades acima, salvo quando expressamente especificado de forma diferente desta.

2.2. Sinergias em transações de M&A

A palavra sinergia vem de uma origem grega cuja essência significa cooperar ou trabalhar em conjunto (BRUNER, 2004). Quando a sinergia acontece, diz-se que o todo combinado é maior que a soma das partes isoladas, obtendo-se o chamado “efeito 2 + 2 = 5” (BRUNER, 2004, p. 325; WESTON et al., 2004, p. 110).

As sinergias podem ser diferenciadas entre operacionais e financeiras, sendo aquelas as que afetam margem e crescimento, e estas as que impactam especialmente o custo de capital (DAMODARAN, 2002; GAUGHAN, 2007).

As sinergias operacionais, conforme Gaughan (2007), se dão em função de aumentos de receita e de reduções de custos. Ao passo que os incrementos de receita são fruto da exploração de novas oportunidades viabilizadas pela junção das empresas adquirente e alvo, as reduções de custos são materializadas pela melhor eficiência (e consequente maior economia) operacional gerada pela mesma junção.

Assim, afirma Gaughan (2007), dentre as duas vertentes de sinergia operacional, comparativamente em relação aos aumentos de receita, as reduções de custos são mais fáceis de identificar e de colocar em prática.

Dentre as sinergias operacionais (de aumento de receita e de redução de custo), Hitt et al. (2005) destacam: aumento do poder de mercado; transposição de barreiras de entrada; acesso a novos produtos a um menor custo; redução dos riscos de desenvolvimento e implementação da inovação; ampliação da diversificação; pulverização e redução de dependência; aprendizagem e desenvolvimento de novas capacidades.

A conquista de maior poder de mercado posiciona a empresa adquirente numa condição em que lhe é possível vender seus produtos ou serviços num patamar de preço superior ao praticado por seus concorrentes, ou, ainda, em que os custos de suas atividades primárias ou de suporte ficam abaixo daqueles enfrentados por seus competidores – o que se traduz em maior eficiência de custo e lucratividade (HITT et al., 2005). Tal êxito é também conhecido como economia de escala (BREALEY et al., 2006; DAMODARAN, 2002).

Gaughan (2007) difere economia de escala de economia de escopo: embora sejam relacionadas, esta tem a ver com o ganho de eficiência atribuído à utilização de um certo conjunto de recursos (*inputs*) para produzir uma maior e mais diversificada gama de produtos (*outputs*).

Continuando na lista de Hitt et al. (2005), a transposição de barreiras de entrada pode se dar por meio da aquisição de um competidor já estabelecido, permitindo à empresa

adquirente acessar o mercado alvo até então fora de seu alcance em virtude de uma diversidade de restrições e obstáculos.

Dentre os exemplos de barreiras de entrada, Kotler (1998) destaca: alto investimento necessário para se estabelecer como novo competidor; altos custos envolvidos com substituição de fornecedor (sob a ótica do cliente alvo); restrito acesso a canais de distribuição; exigência de patentes e licenciamento; escassez de espaço físico disponível para novos entrantes; escassez de matéria-prima; necessidade de notável reputação; e restrições governamentais.

O acesso a novos produtos, a um menor custo, quer para diversificar *portfolio*, quer para inovar, é também um motivador comum de decisões de *M&A*, sempre que desenvolvê-los internamente e introduzi-los no mercado de forma bem sucedida requeira investimentos substanciais de recursos e tempo (HITT et al., 2005).

Motivação similar se vê nas situações em que a estratégia de *M&A* permite a redução dos riscos de desenvolvimento e implementação da inovação, uma vez que, conforme Hitt et al. (2005), gestores de empresas que desejam adentrar novos mercados, ou desenvolver novos produtos (com altos investimentos em pesquisa e desenvolvimento), poderiam enxergar na possibilidade de aquisição de uma dada empresa alvo já estabelecida, com mercados e/ou patentes já constituídas, uma alternativa menos arriscada.

A ampliação da diversificação, seja no sentido de introduzir novos produtos nos mercados já atendidos (tal como previsto nas aquisições relacionadas), seja no sentido de introduzir produtos de seu *portfolio* em regiões onde tem pouca ou nenhuma penetração (estratégia comum nas transações horizontais) é também uma justificativa amplamente adotada para transações de *M&A* (HITT et al., 2005).

Ainda conforme Hitt et al. (2005), para reduzir os efeitos negativos em sua *performance* acarretados por uma condição desfavorável de concorrência, a empresa adquirente pode valer-se da estratégia de *M&A* para pulverizar sua clientela e reduzir sua dependência em relação a um ou mais produtos ou mercados, recompondo, assim, o seu escopo competitivo e melhorando sua rentabilidade.

Finalmente, a aprendizagem e o desenvolvimento de novas capacitações pode ser um forte motivador de transações de *M&A* sempre que a combinação de diferentes habilidades contribua para fomentar competências que as empresas adquirentes e alvo originalmente e isoladamente não possuem – tais como tecnologias, soluções ou processos diferenciados (DAMODARAN, 2002; HITT et al., 2005). Notadamente Brealey et al. (2006) abordam este

aspecto sob a visão de recursos complementares: as empresas alvo e adquirente possuem, cada uma, o que a outra deseja, tornando atrativa a junção.

Acrescentam Brealey et al. (2006) à lista de sinergias em *M&A* as aquisições motivadas pelas oportunidades de integração vertical, eliminação de ineficiências e consolidação.

Pontuam os autores que sinergia em integração vertical tem a ver com o fato de que para algumas empresas pode ser estrategicamente importante ter controle sobre o suprimento de matéria prima ou sobre canais de distribuição até o cliente final. Assim pode fazer sentido, respectivamente, voltar ou avançar um ou mais elos na cadeia produtiva. Tal é a motivação das transações verticais tratadas anteriormente: obter economias de integração ao longo da cadeia de produção (BREALEY et al., 2006).

Em eliminação de ineficiências, continuam os autores, a empresa adquirente, acreditando que o seu próprio time gestor é capaz de desempenhar melhor do que o time à frente da empresa alvo, identifica em tal condição oportunidade atrativa de obtenção de ganhos significativos apoiados na redução e eliminação de ineficiências de gestão, via a exploração de possibilidades até então inexploradas de corte de custos e ampliação de receitas e margens (BREALEY et al., 2006).

Por fim, em consolidação, Brealey et al. (2006) afirmam que setores que combinam a coexistência de muitos competidores e muita capacidade ociosa são campo fértil para ondas de *M&A* (conforme serão vistas adiante). De tais setores podem emergir as maiores oportunidades de melhoria de eficiência por meio de movimentos de junção, que se refletem diretamente em corte de capacidade e redução de mão de obra empregada.

Por sua vez, no escopo das sinergias financeiras, Damodaran (2002) aborda três aspectos conforme a seguir detalhados: investimentos; capacidade de alavancagem e eficiência tributária.

A combinação de uma empresa adquirente que tenha robusto excedente de caixa, porém poucas oportunidades de investimento em vista, com uma empresa alvo com escassez de caixa, porém que detenha uma gama atrativa de projetos a serem investidos, possibilita à operação combinada a geração de fluxos de caixa superiores àqueles que seriam gerados pelas empresas em separado, na medida em que os projetos da empresa alvo saiam da fila de espera e sejam viabilizados pelo pujante caixa da empresa adquirente (DAMODARAN, 2002).

De igual modo pode ocorrer se, em lugar de disponibilidade de caixa para investimentos, a operação combinada permitir a reconfiguração da capacidade de

endividamento, abrindo espaço para nova alavancagem que dê sustentação a novos investimentos (DAMODARAN, 2002).

Finalmente, afirma Damodaran (2002) que os impostos também são importante fator de decisão na avaliação de sinergias financeiras. Empresas que carregam prejuízos acumulados podem contribuir para que, na operação combinada – e respeitando as condições estabelecidas na legislação tributária aplicável – tais prejuízos possam diminuir a base de cálculo do imposto incidente nos exercícios seguintes à transação.

Um aspecto relevante quanto a sinergias em transações de *M&A* é que a empresa compradora precisa estar atenta às reações que sua estratégia irá desencadear em seus concorrentes. É ingenuidade pensar que eles ficarão de braços cruzados, aguardando enquanto seu competidor melhora sua posição por meio da captura de sinergias via aquisições. Segue-se, portanto, uma estratégia de imitação: sempre que a receita se mostrar bem sucedida com um, é bem provável que os demais participantes daquele mercado adotem o mesmo caminho (BRUNER, 2004; GAUGHAN, 2007).

Vale pontuar que a imitação, no campo de *M&A*, nunca é perfeita, posto que, conforme Capron e Pistre (2002), o resultado produzido pela combinação única de duas empresas não pode ser perfeitamente replicável por outras combinações, uma vez que cada empresa tem suas características peculiares.

Em que pese a ressalva de Capron e Pistre (2002), é possível observar que o dinamismo de *M&A* se desenha em “ondas”, que por sua vez são em boa parte explicadas por choques setoriais, aspecto a ser tratado em detalhe mais adiante.

2.2.1. *Sinergias e prêmio de controle*

Conforme Capron e Pistre (2002), criação de valor em uma transação de *M&A* não pressupõe captura de valor pela empresa adquirente, a menos que parte da sinergia gerada pela operação seja por ela absorvida – situação mais provável de acontecer no contexto em que haja menos compradores em potencial competindo pela mesma empresa alvo, conforme será visto em detalhe mais adiante.

Muito embora as sinergias passíveis de serem capturadas sejam possivelmente o argumento mais amplamente utilizado para justificar o racional de transações de *M&A* (DAMODARAN, 2002), muitos falham em dimensioná-las adequadamente – em termos

concretos, objetivos e mensuráveis – o que pode ser a causa de resultados frustrantes (BRUNER, 2004).

Explica Gaughan (2007) que uma parte das sinergias é antecipadamente paga aos acionistas da empresa alvo na forma de prêmio. O prêmio, continua o autor, é o valor que excede o valor de mercado de uma dada empresa alvo – e que é pago pela empresa adquirente com o propósito de conquistar o direito de controlar aquela e participar proporcionalmente dos seus resultados.

Complementam Lau e Proimos (2010), a empresa adquirente é pré-disposta a pagar um prêmio pela empresa alvo para facilitar, assim, a sua cooperação com o fechamento da transação, sendo que tal prêmio é calculado com base na estimativa dos benefícios econômicos e na configuração de controle produzida pela operação combinada das duas empresas.

Ambas as partes esperam receber sua correspondente porção justa do valor oriundo da transação. Sob o ponto de vista da empresa adquirente, por valor justo da empresa alvo entenda-se o seu valor *stand alone*: aquele que reflete o valor presente de seus fluxos de caixa futuros tais como previstos sem a consumação do negócio (ou seja, sem a combinação das operações). Todavia, com o propósito de tornar a negociação atrativa à contraparte, a empresa adquirente é impelida a também oferecer à empresa alvo uma parte dos benefícios potenciais da transação (LAU; PROIMOS, 2010).

A literatura sugere que os acionistas das empresas alvo são os que capturam a maior parte dos benefícios potenciais das transações de *M&A* (BRUNER, 2004) e a negociação de prêmios é mais comum em momentos de mercado de *M&A* altamente aquecido (CHIDAMBARAN et al., 2009).

Por ser comum o mercado investidor questionar altos prêmios desembolsados pelas empresas adquirentes, é salutar que os gestores destas empresas entendam e difundam muito bem o convencimento que os deu conforto quanto à capacidade de as sinergias mapeadas compensarem o custo arcado para obter o controle da empresa alvo (GAUGHAN, 2007; RHODES-□KROPF; VISWANATHAN, 2004).

Ao passo que, na maioria das vezes, parte do valor presente mensurado das sinergias é paga ao acionista da empresa alvo antecipadamente, na forma de prêmio, pondera Gaughan (2007) que as compensações desse custo para a empresa compradora vêm ao longo do tempo. E, continua o autor, quanto mais distantes no tempo vierem tais compensações, menor o valor presente por elas produzido.

Assim, qualquer solavanco no processo de integração pós-*M&A* pode postergar a captura das sinergias mapeadas. E quanto maior o prêmio pago, maior será a pressão incidente sobre a empresa combinada no sentido de esta atingir alto patamar de crescimento e capturar os ganhos de sinergia prometidos no anúncio da transação (GAUGHAN, 2007).

Conforme será visto mais adiante, assim como num processo de leilão, o pagamento de prêmio em transações de *M&A* muito tem a ver com o ambiente em que se dá a negociação, especialmente no que tange o grau de disputa pela mesma empresa alvo: quanto maior for tal competição, maior será o prêmio pago (e correspondente custo arcado) pela empresa adquirente e, conseqüentemente, maior será a proporção da sinergia potencial embolsada pelo acionista da empresa alvo (CAPRON; PISTRE, 2002).

2.3. O meio de pagamento em transações de *M&A*

Não obstante haver outras formas híbridas ou mais complexas, envolvendo inclusive assunção de dívida (WESTON et al., 1990), as ações vendidas pelos acionistas de uma dada empresa alvo participante de uma transação de *M&A* podem ser pagas pela empresa adquirente sob a utilização de duas “moedas” principais: dinheiro e ações (DEPAMPHILIS, 2012).

Pagamento em dinheiro é a forma mais simples. Todavia tem seus reflexos indesejáveis para os acionistas vendedores da empresa alvo na medida em que estes geralmente tenham de reconhecer ganho de capital na venda e conseqüentemente pagar o correspondente imposto. Por outro lado, não deixa dúvidas quanto ao valor da transação conquanto que nenhuma parte do pagamento seja diferida (DEPAMPHILIS, 2012; KWALL, 2006).

As fontes de recursos para suportar uma aquisição em dinheiro basicamente são: utilização dos excedentes de caixa (JENSEN, 1986b), alavancagem via instrumento de dívida (BRUNER, 1988), ou aumento de capital convertido em caixa (HOVAKIMIAN; HUTTON, 2010), sendo que nem todas as empresas interessadas em sair às compras têm amplo acesso a esses canais, podendo ser tal limitação uma barreira à opção de pagar suas negociações em dinheiro (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; SUNG, 1993).

Por sua vez, em que pese as combinações societárias possam ser variadas, de maneira geral o pagamento em ações ocorre quando o acionista da empresa alvo converte sua participação nesta empresa em uma parcela de participação no capital social da empresa

combinada resultante (RHODES-□KROPF; VISWANATHAN, 2004; SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Se a transação é paga em ações da própria empresa compradora (como ocorre, conforme mencionado anteriormente, no caso de uma *share-for-share tender offer*), materializa-se num aumento de capital nesta empresa, seguido de integralizado em ações da empresa alvo, a qual pode remanescer sobrevivente como subsidiária da compradora ou ser por ela incorporada, extinguindo-se. Os acionistas da empresa compradora, portanto, sofrem diluição para acomodar a entrada dos novos sócios, antigos acionistas da empresa alvo (DEPAMPHILIS, 2012; KWALL, 2006; TRAVLOS, 1987).

Assim, as transações pagas (parcial ou totalmente) em ações pressupõem a existência de duas operações: (i) a aquisição em si; e (ii) o aumento de capital oriundo da emissão de novas ações da empresa compradora (GE; LENNOX, 2010).

Segue-se a tal aumento de capital a subscrição e a integralização em ações da empresa alvo (detidas pelos acionistas originais desta), o que culmina com a diluição dos acionistas originais da empresa adquirente. Portanto, apesar de o pagamento em ações não implicar num desembolso de caixa pela empresa adquirente, envolve um custo de diluição para o seu acionista (MYERS; MAJLUF, 1984).

Sobretudo se tal diluição for ocasionada pela emissão de novas ações com direito a voto, em se tratando de empresas compradoras que tenham uma base acionária pouco pulverizada, esta situação pode ser pouco ou nada atrativa para o acionista que nela enxergar sob ameaça a sua permanência como sócio relevante ou controlador (DEPAMPHILIS, 2012).

Quanto aos diferentes pontos de vista concernentes ao meio de pagamento, Bruner (2004) afirma que, sob a perspectiva do acionista vendedor (que é acionista da empresa alvo), o meio de pagamento é uma questão de investimento. Já sob a ótica do acionista comprador (o acionista da empresa adquirente), o meio de pagamento é uma questão de financiamento.

Para o acionista vendedor o reflexo imediato da transação de *M&A* é a alteração do seu *portfolio* de investimento. Por esta razão, pondera Bruner (2004), emergem em sua prioridade quatro aspectos fundamentais quanto à decisão de alocação de *portfolio*: risco, retorno, liquidez e impostos. Além destes aspectos, também corrobora o autor com DePamphilis (2012) ao ponderar que o acionista vendedor também poderá pesar em sua decisão o grau de poder que remanescerá em suas mãos no que se refere ao controle da empresa combinada.

Na ponta inversa da negociação, a despeito de a questão da diluição interferir significativamente na decisão do acionista comprador, este também estará preocupado com a

estrutura de capital da empresa combinada e sua saúde financeira pós-*M&A*. Assim é razoável avaliar que, em geral, pagamento em ações oferece certa flexibilidade financeira, ao passo que pagamento em dinheiro invariavelmente consome caixa (BRUNER, 2004).

Neste sentido as empresas listadas em bolsa têm uma vantagem estratégica perante as empresas de capital fechado: quando, a depender da janela de mercado, aquelas podem potencialmente utilizar suas ações sobre-avaliadas como meio de pagamento, têm diante de si a possibilidade de reduzir de forma relevante os seus custos de aquisição – algo que não está ao alcance das empresas não listadas (HOVAKIMIAN; HUTTON, 2010).

Tal vantagem é especialmente importante quando a transação com a empresa alvo envolve alto preço e a negociação se dá em ambiente de forte assimetria de informação (DEPAMPHILIS, 2012; HANSEN, 1987).

Outro aspecto importante, e que, conforme acima mencionado, pode afetar o modo como evolui a aquisição, é a questão dos impostos sobre ganhos de capital: sendo relevante o montante de imposto a pagar, potencialmente capaz de tomar uma parcela significativa do resultado dos acionistas vendedores, estes se mostrarão receptivos à opção de recebimento em ações da empresa adquirente em vez de recebimento em dinheiro (MADURA; NGO, 2010).

Enquanto que no recebimento em dinheiro o ganho de capital deve ser reconhecido imediatamente, com correspondente pagamento do imposto sobre ele incidente, no recebimento em ações o ganho de capital deve ser reconhecido somente quando (e se) a ação recebida em pagamento for vendida (BRUNER, 2004).

Por outro lado, o acionista da empresa alvo pode rejeitar qualquer hipótese de pagamento em ações se concluir que remanescerá com uma participação irrelevante na empresa combinada, ou se de fato não sentir-se confortável quanto à perspectiva de valorização do preço da ação ofertada como moeda de troca (DEPAMPHILIS, 2012).

Portanto, em meio às muitas variáveis que influenciam a escolha do meio de pagamento em transações de *M&A* estão o perfil das empresas adquirente e alvo, assim como as características do ambiente em que se dá a transação (MARTIN, 1996).

Complementa Hansen (1987) que a razão entre o tamanho da empresa adquirente versus o tamanho da empresa alvo é fator preponderante na escolha pela utilização de ações como meio de pagamento, uma vez que, se a adquirente for desproporcionalmente superior à alvo, resultará em baixa diluição para os acionistas daquela e em irrisória participação para os acionistas desta. O contrário é verdadeiro, desestimulando os gestores das empresas adquirentes a optarem por troca de ações, especialmente quando estes também são acionistas (DEPAMPHILIS, 2012; MARTIN, 1996; YOOK et al., 1999).

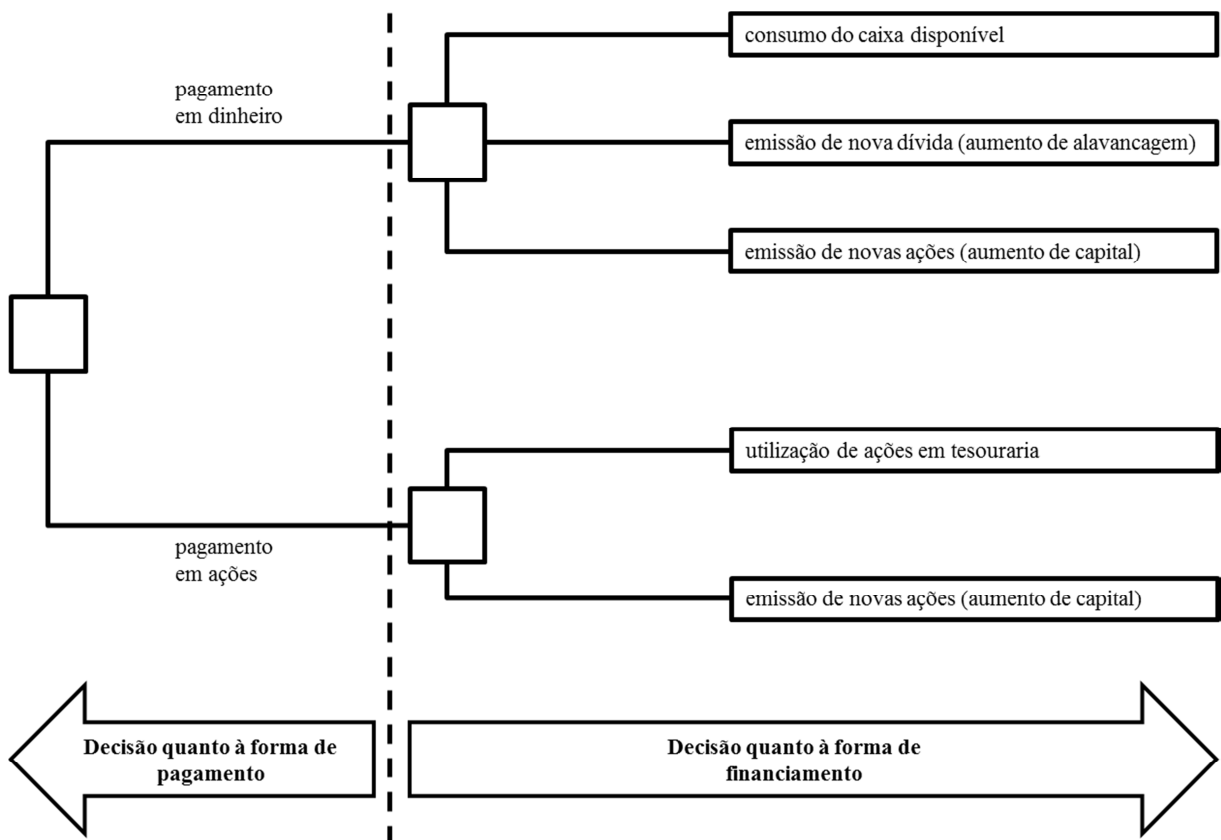
Servaes (1991) acrescenta ao acima exposto, destacando não somente o tamanho relativo, mas também o valor de mercado das empresas envolvidas na transação.

A despeito de todas essas ponderações, conforme será visto mais à frente, apesar das vantagens apontadas para a utilização de ações como meio de pagamento, muitos estudos empíricos apontam para a frustração de tal estratégia em produzir retornos anormais significativos para os acionistas da empresa compradora, havendo, conforme Bruner (2004), grande preferência pela utilização de excedentes de caixa ou outras fontes internas de financiamento (dívida e ações em tesouraria, por exemplo).

De tal sorte, o uso da emissão de novas ações é encarado como último recurso, tal como enunciado na Teoria do *Pecking Order*, de Myers (1984), a ser explorada em detalhes mais adiante.

A árvore de decisão ilustrada na Figura 1 abaixo resume a relação existente entre a escolha do meio de pagamento e as correspondentes implicações quanto às opções de financiamento de uma transação de *M&A*.

Figura 1 - Escolha do Meio de Pagamento e Decisões de Financiamento em *M&A*



Fonte: Adaptado de Bruner (2004, p. 575).

Já traçado todo o cenário de fundo até aqui (estruturas principais, sinergias, prêmio de controle e meio de pagamento), será de grande valor para as discussões que se seguem encerrar a primeira parte deste estudo com um breve panorama do mercado de *M&A* ao longo do último século e história recente.

2.4. Ondas de *M&A*

O dinamismo da atividade de *M&A* é caracterizado por períodos de alta intensidade de transações, intercalado por períodos de baixa intensidade, conforme destacam Chidambaran et al. (2009) e Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), de onde deriva a expressão “ondas”, aplicada sob o propósito de delimitar os intervalos históricos em que o número e o volume de transações ocorridas são diferenciados, merecendo serem destacados no decorrer dos anos (MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2008).

Enfatiza-se que, conforme Martynova e Renneboog (2008), até a década de 1960 pouca informação havia disponível sobre transações ocorridas fora das fronteiras dos Estados Unidos. Assim, embora tais ondas possam ser condensadas nos seis grandes momentos a seguir sintetizados, os dois primeiros tratam predominantemente do mercado norte-americano, culminando com a quinta e a sexta ondas, que materializaram-se em fenômenos de proporções inquestionavelmente globais (DEPAMPHILIS, 2012).

2.4.1. A Primeira Onda

A Primeira Onda, entre 1897 e 1904, foi marcada pelas consolidações horizontais, que miravam a obtenção de ganhos de eficiência sob os estímulos provocados pelas mudanças tecnológicas de então e pelas frouxas restrições praticadas pelos órgãos *antitruste* (BRUNER, 2004; DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

De acordo com Gaughan (2007), esse período resultou na formação de grandes monopólios, com especial destaque para os setores de mineração, produtos alimentícios, derivados de petróleo, químicos, máquinas e equipamentos e carvão betuminoso, que juntos representaram 2/3 do total de transações observadas.

Weston et al.. (1990) destacam esse primeiro movimento do *M&A* como tendo ocorrido num intervalo de rápida expansão econômica, iniciando em 1895, atingindo seu pico em 1899 e quase encerrando em 1903, com uma severa recessão.

Muito embora seja relevante a contribuição dada pela recessão de 1903, o ano de 1904 foi marcado como tendo selado o final da Primeira Onda pelo fato de nele começaram a ser aplicadas decisões mais restritivas por parte da Suprema Corte norte-americana, apoiadas na seção primeira do *Sherman Act*, que proibia todo tipo de combinação horizontal na forma de truste ou resultado similar que implicasse em limitações à concorrência (BRUNER, 2004; WESTON et al., 1990).

2.4.2. A Segunda Onda

Entre 1916 e 1929, especialmente motivada pelo aquecimento econômico observado no mercado norte-americano depois da Primeira Guerra Mundial, e interrompida pela quebra da bolsa americana, a Segunda Onda foi caracterizada pelo aumento da concentração e formação de grandes oligopólios, fenômeno que, por sua vez, despertou ações *antitruste* mais severas, alicerçadas no *Clayton Act*, de 1914, cujo propósito foi complementar, clarificar e fortalecer o até então solitário *Sherman Act* (DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007; WESTON et al., 1990).

Tais restrições motivaram uma migração de direcionamento estratégico: a preferência pelas transações verticais em detrimento das transações horizontais, com vários movimentos de aquisição ocorrendo ao longo da cadeia de produção – fenômeno que ainda não chamava a atenção dos reguladores *antitruste* (BRUNER, 2004; GAUGHAN, 2007).

Tiveram destaque nesse período os setores de metais primários, derivados de petróleo, produtos alimentícios, químicos e equipamentos de transporte (GAUGHAN, 2007). Também começaram a despontar os setores não industriais, especialmente os relacionados a utilidades públicas e ao ramo bancário (WESTON et al., 1990).

Gaughan (2007) pontua ainda que tanto na Primeira como na Segunda Ondas os bancos de investimento desempenharam um papel preponderante, uma vez que facilmente atingiam o status de controladores ou detentores de posição de influência na gestão das empresas envolvidas nas transações de *M&A*, dada a sua participação relevante no financiamento destas operações.

2.4.3. A Terceira Onda

A Terceira Onda, entre 1965 e 1969, presenciou o período destacado pelo mais longo e ininterrupto intervalo de crescimento norte-americano observado até então e caracterizado por um mercado de ações altamente promissor (BRUNER, 2004; DEPAMPHILIS, 2012).

A bolsa de valores aquecida reunia condições propícias para que empresas com elevado índice P/L (preço por ação versus lucro por ação) enxergassem na aquisição de empresas com baixo índice P/L uma oportunidade de aumento do seu lucro por ação, impulsionando, assim, vários movimentos de *M&A* motivados exclusivamente por possibilidades de valorizações imediatas (DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

Com o fortalecimento da regulação *antitruste* ocorrido na década anterior, conforme proposto pelo *Celler-Kefauver Act*, de 1950, com restrições mais rígidas tanto às transações horizontais como às verticais, começaram a ser impulsionados movimentos de aquisição envolvendo empresas compradora e alvo originalmente participantes de setores completamente distintos, dando assim origem à formação de grandes conglomerados (BRUNER, 2004; DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007; WESTON et al., 1990).

Weston et al. (1990) acrescentam que o *Celler-Kefauver Act* aditou a seção sétima do *Clayton Act*, incluindo as situações de aquisição de ativos entre as ocorrências que poderiam acionar a fiscalização do regulador *antitruste*. Até então o *Clayton Act* abrangia somente as hipóteses de aquisição de ações.

Segundo Gaughan (2007), nesse período a oferta de financiamento para aquisições (ao custo e nas condições desejados pelos tomadores) não caminhou na mesma velocidade da demanda. Alternativamente, o aquecido e valorizado mercado de ações de então foi visto pelas empresas adquirentes como uma oportunidade de sair às compras sem depender dos bancos, fazendo uso de suas próprias ações como meio de pagamento (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Todavia, neste contexto, sob as normas contábeis que vigoravam à época, começaram a surgir algumas medidas fraudulentas: adquirentes oportunistas manipulavam seus números de modo a inflá-los e obterem, assim, uma base de negociação mais vantajosa ou uma apreciação não fundamentada de seu valor de mercado – o que veio a ser, mais tarde, descoberto pelos seus investidores, semeando desconfiança no mercado e motivando o desenvolvimento de regras que coibissem tal prática (GAUGHAN, 2007).

Adiciona Gaughan (2007) que também o modelo de formação de conglomerados passou a ser amplamente criticado na medida em que grandes e tradicionais grupos

empresariais divulgaram resultados insignificantes ou insatisfatórios, por diversos fatores, sendo o principal atrelado à falta de especialização de seus respectivos gestores nos muitos e diferentes mercados em que concorriam.

Ainda de acordo com Gaughan (2007), contribuíram para a finalização da Terceira Onda: o *Williams Act*, de 1968, que estabeleceu importantes limites às tentativas arrojadas de aquisição, impondo restrições às práticas abusivas que emergiram de um mercado de capitais aquecido combinado com a pouca regulação vigente até então; e, um ano depois, a reforma na legislação tributária, que fechou algumas das brechas que permitiam manipulações e abusos contábeis, dentre as quais recebeu destaque o tratamento dado às dívidas conversíveis em ações.

Até então, valendo-se de dívida conversível para financiar suas compras, a empresa tomadora tinha a oportunidade de aumentar o lucro consolidado da operação combinada (adquirente mais adquirida) sem aumentar a sua base acionária. Isto resultava num aumento em seu lucro por ação e, conseqüentemente, em seu valor de mercado, agradando seus acionistas. Os credores, por sua vez, diante da apreciação do preço da ação, julgavam atrativa a opção de conversão. Assim, a surpresa para o acionista da empresa tomadora vinha com a diluição provocada pelo exercício da opção, com concomitante aumentando da base acionária e conseqüente redução do lucro por ação (GAUGHAN, 2007).

Sob este contexto, continua Gaughan (2007), a reforma tributária de 1969 veio, dentre outras medidas, estabelecer que tais dívidas conversíveis fossem consideradas como se já convertidas fossem para efeitos do cômputo do lucro por ação, desmotivando o uso desse mecanismo para o financiamento de transações de *M&A*.

Finalmente, a queda da bolsa de valores norte-americana, em 1969, selou o fim dessa era com o atrofiamento da justificativa de aquisição com base nas diferenças de índice P/L (DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

2.4.4. A Quarta Onda

A Quarta Onda, entre 1981 e 1989, foi marcada por um mercado de capitais em expansão, atrativo para empresas estrangeiras interessadas em se inserirem no cenário de *M&A* norte-americano. Destacaram-se nessa era os eventos de quebra (ou ao menos de reconfiguração) de importantes conglomerados e a proliferação das transações hostis e alavancadas (DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

Justamente no contexto da reconfiguração dos ineficientes conglomerados, afirmam Shleifer e Vishny (2003), essa foi uma era marcada por diversos *split-ups*. Outro marco desse período, continuam os autores, foi a predominância de transações pagas em dinheiro, dado o perfil hostil das negociações (empresas alvo subavaliadas) combinado à ampla oferta de crédito para financiar as aquisições.

O tamanho e a relevância de algumas das empresas alvo adquiridas distinguiram esse período daqueles que o antecederam: as *mega*-transações, com grandes volumes envolvidos, ofuscaram as transações de menor porte – que foram muito comuns na era dos conglomerados, da década de 1960 (GAUGHAN, 2007; WESTON et al., 1990).

Dentre os maiores destaques da Quarta Onda estão: na primeira metade da década de 1980, operações oriundas da indústria de petróleo e gás; e, na segunda metade, operações originadas nas indústrias de medicamentos e equipamentos hospitalares (GAUGHAN, 2007). Tiveram ainda relevância os setores bancário, de seguros e de comércio atacadista e varejista (WESTON et al., 1990).

De acordo com Gaughan (2007), dentre os setores alcançados por desregulamentações, além do setor financeiro, apresentaram destaque em termos de quantidade de transações, os setores de transporte aéreo, de entretenimento e de radiodifusão.

Weston et al. (1990) acrescentam que o setor de serviços financeiros, em particular, recebeu dupla provocação originada pela desregulamentação que o atingiu a partir de meados da década de 1970. Primeiramente foram permitidas consolidações dentro do seguimento, especialmente entre bancos, sob a possibilidade de aproveitarem as oportunidades (ou se defenderem das ameaças) trazidas pelo advento do banco interestadual – forma de atuação que até então não era plenamente aceita no mercado norte-americano.

A mesma desregulamentação permitiu, também, a extensão do *portfolio* de produtos e serviços oferecidos pelas instituições financeiras, a expansão de seus mercados e a realização de aquisições na forma de conglomerados, mirando a simples diversificação de sua atuação (WESTON et al., 1990).

Pela primeira vez, o volume de aquisições de empresas norte-americanas pelas empresas estrangeiras excedeu o volume de aquisições de empresas estrangeiras pelas empresas norte-americanas – isto em virtude da combinação da atratividade e da sofisticação do mercado de capitais norte-americano com a baixa interferência de regulações restritivas e a desvalorização do dólar frente a outras moedas (BRUNER, 2004; DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

Bruner (2004) destaca nesse período a complexidade que passou a ser observada na estrutura das transações realizadas – complexidade esta que cresceu no ritmo da inovação e da sofisticação ditadas pelo mercado.

Na mesma linha Gaughan (2007) acrescenta que técnicas refinadas e veículos de investimento foram concebidos para driblar obstáculos societários e viabilizar incursões cada vez mais criativas, muitas delas fomentadas pela atuação mais incisiva dos bancos de investimento – que enxergaram na prestação de serviços de assessoria em *M&A* uma oportunidade única de ganhar altíssimas somas de dinheiro sem incorrer em grandes riscos.

Kaplan e Strömberg (2009) destacam que assumiram papel de destaque nesse período as operações altamente alavancadas – os *Leveraged Buyouts* (LBO) – nas quais, conforme já definido anteriormente, as empresas adquirentes tomavam, junto a firmas especializadas, relevantes somas de dívida com o propósito de financiarem suas compras.

Nessa linha, bancos de investimento foram pioneiros em desenvolver e expandir um mercado conhecido como *junk bond* – assim nomeados os títulos de dívida com alto risco de *default* (abaixo do patamar considerado “grau de investimento”) e que, em contrapartida, exigiam do emissor o pagamento de juros elevados (WOOD, 2008).

Não muito reconhecido de início, o mercado de *junk bond* tornou-se uma importante fonte de recursos para os *LBOs*. Afetada pela ruptura da bolsa de valores em 1987 e pela desaceleração econômica que permeou o final da década de 1980 e início dos anos 1990, a Quarta Onda teve seu encerramento selado justamente pelo colapso do mercado de *junk bond*, que deixou de dar fôlego às aquisições altamente alavancadas (DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007; MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2008).

2.4.5. A Quinta Onda

Entre 1992 e 2000, a Quinta Onda materializou-se num período ininterrupto de forte expansão econômica e aquecimento do mercado de capitais norte-americano, como nunca antes visto pós-Segunda Guerra Mundial (DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

As empresas viram-se procuradas a atender ao vigoroso crescimento da demanda por seus produtos e serviços. E, justamente nesse contexto, a forma mais célere de reação foi creditada às oportunidades de *M&A* (GAUGHAN, 2007).

Mais uma vez as *mega*-transações tiveram destaque. DePamphilis (2012) e Martynova e Renneboog (2008) enfatizam que estas foram potencializadas pela revolução da tecnologia

da informação, continuação da desregulamentação, redução das barreiras comerciais e tendência global às privatizações.

Bruner (2004) e Gaughan (2007) convergem ao afirmarem que, nesse período, em lugar de movimentos motivados por ganhos meramente financeiros, aquisições de natureza mais estratégica passaram a ser priorizadas – assim entendidas, continuam os autores, aquelas em que a empresa alvo preserva, de forma relevante, um ou mais elo(s) de sinergia com a empresa adquirente.

No mesmo sentido, e contrariamente ao perfil predominante na década de 1980 (de transações hostis e altamente alavancadas), prevaleceram na Quinta Onda as transações amigáveis e suportadas sem alavancagem, com recursos próprios ou, em sua maioria, por meio de troca de ações (ANDRADE et al., 2001; BRUNER, 2004; GAUGHAN, 2007; SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Andrade et al. (2001) ponderam também que, mais ainda do que nas décadas que a antecederam, a década de 1990 foi marcada por uma maciça frente de desregulamentação, fomentando uma série de movimentos de *M&A* dentro dos diversos setores de atividade econômica.

Em tal contexto tiveram destaque as operações envolvendo bancos e instituições financeiras, indústria de defesa, operadoras de planos de saúde, e empresas de telecomunicações e de tecnologia da informação – estas últimas particularmente incentivadas pelas oportunidades e desafios trazidos pelas mudanças tecnológicas de então, especialmente oriundas da expansão da *internet* (BRUNER, 2004; DEPAMPHILIS, 2012; GAUGHAN, 2007).

De acordo com Gaughan (2007), uma estratégia diferente das anteriormente observadas, conhecida como *roll-up*, teve ocorrência marcante nesse período. Por meio do *roll-up* uma empresa (consolidadora) aglutina abaixo de si várias outras, representantes de frações de um dado mercado pulverizado. Continua o autor, tal estratégia baseia-se na busca por economias de escala e escopo, sendo normalmente suportada por bancos de investimento especializados em conduzir e financiar estas transações para depois levar a operação consolidada a mercado, por exemplo por meio de abertura de capital (*IPO*, na sigla em inglês, conforme já explanado anteriormente).

Importa ponderar que esse período foi marcado por forte crescimento e busca generalizada por capacidade de atender mercados numa escala mundial. Assim convergem DePamphilis (2012), Gaughan (2007) e Martynova e Renneboog (2008) em afirmarem que a Quinta Onda foi um fenômeno de proporções globais.

Analisando o quadro mundial, Gaughan (2007) acrescenta que o volume das transações ocorridas na Europa quase alcançou o valor total das transações ocorridas nos Estados Unidos, com destaque para Reino Unido, Alemanha e França. Também conquistaram relevância os países asiáticos (mantendo-se ainda o Japão como o mais representativo da região). Finalmente, embora contribuindo com volumes menores, os países latino-americanos começaram a despontar, muito ancorados em privatizações (GAUGHAN, 2007).

A desestatização de empresas, com o intuito de levantar recursos necessários para equilibrar as finanças de economias menos desenvolvidas, mobilizou, afirma Gaughan (2007), o mercado de *M&A* na Ásia (central, leste e pacífico), América Latina e Leste Europeu.

Novos atores surgiram no cenário mundial de *M&A*: empresas oriundas de países emergentes, muitas delas concebidas pós-privatizações ou consolidações em seus respectivos mercados, cresceram substancialmente a ponto de qualificarem-se como fortes candidatas à aquisição de tradicionais empresas ocidentais – o que mobilizou a criação de importantes barreiras protecionistas, principalmente nos países europeus (GAUGHAN, 2007; MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2008).

Era em que o fenômeno de *M&A* assumiu inquestionavelmente um papel de abrangência global, a Quinta Onda teve seu encerramento selado pela desaceleração do crescimento mundial e a explosão da “bolha da internet” – assim apelidada a recessão que atingiu os Estados Unidos em 2001 (BRUNER, 2004; DEPAMPHILIS, 2012).

2.4.6. A Sexta Onda

A Sexta Onda, entre 2003 e 2007, foi caracterizada pela forte retomada das transações altamente alavancadas (*LBO*) e presenciou a proliferação de complexas e sofisticadas estruturas de financiamento, motivadas pela acomodada política monetária e alta liquidez que imperavam à época (DEPAMPHILIS, 2012).

Afirma DePamphilis (2012) que a globalização estimulou a interdependência crescente entre os diversos mercados do mundo, despontando as negociações envolvendo processos de internacionalização e as *mega*-transações horizontais, no embalo do crescimento econômico mundial e dos altos preços das *commodities*.

As sofisticadas estruturas de financiamento que marcaram esse período envolviam geralmente operações sindicalizadas – assim entendidas aquelas subscritas pelos bancos e posteriormente revendidas ao mercado. Tal ciclo de compartilhamento do risco, associado às

altas tarifas atreladas à concessão dos empréstimos, incentivou os bancos a afrouxarem seus padrões de análise de crédito em prol do aumento de suas respectivas carteiras de ativos, conforme destaca DePamphilis (2012).

Tal prática, acrescenta o autor, atrelada às baixas taxas de juros e à alta liquidez disponíveis no período, contribuiu para uma excessiva exposição a risco por parte dos bancos e encorajou tomadores (empresas adquirentes) a pagarem um sobrepreço pelas empresas adquiridas.

A Sexta Onda teve seu encerramento no contexto do declínio dos preços dos imóveis e de alguns poucos, porém expressivos, calotes publicados ao longo de 2007, os quais desencadearam uma séria desconfiança quanto à saúde financeira dos bancos – principalmente quanto ao valor de mercado de seus ativos: se, na verdade, poderia estar abaixo de seu valor contábil (DEPAMPHILIS, 2012).

Subsequentes correções a menor no valor destes ativos reduziram o capital dos bancos, que tiveram de fazer o correspondente ajuste no seu volume de recursos disponíveis para empréstimos, em respeito ao capital mínimo requerido pelos órgãos reguladores. Apesar dos esforços do Banco Central norte-americano em manter a liquidez do mercado, pondera DePamphilis (2012), o volume de crédito disponível continuou a recuar, impactando diretamente as transações de *M&A* que dependiam de alavancagem.

As restrições de financiamento afetaram não somente as *LBOs*, como também as operações corriqueiras das empresas. Tais fatores, somados à escalada dos preços do petróleo em 2007 e ao desaquecimento do mercado durante a primeira metade de 2008, contribuíram para a crise financeira global em 2008 e 2009 – anos marcados por alta volatilidade e ampla escassez de crédito (DEPAMPHILIS, 2012).

Por fim, vale enfatizar que ganharam importância durante a Sexta Onda os veículos de investimento conhecidos como *Private Equity* (DEPAMPHILIS, 2012) – assim sucintamente definidos os fundos que congregam recursos levantados junto a grandes investidores institucionais (normalmente companhias seguradoras e fundos de pensão) sob o objetivo de obter retornos significativos por meio da aquisição de participações societárias relevantes em empresas (de capital fechado) subavaliadas ou com grande potencial de crescimento (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009).

A Tabela 2 a seguir resume as seis ondas anteriormente detalhadas e seus principais destaques.

Tabela 2 - Ondas de M&A: Resumo

Período	Características principais	Motivações	Fatores que marcaram seu encerramento
1897 a 1904	Consolidações horizontais e formação de monopólios	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rápida expansão econômica ▪ Mudanças tecnológicas (motivando busca por ganhos de eficiência) ▪ Precária regulação <i>antitruste</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Recessão econômica (1903) ▪ Primeiras decisões <i>antitruste</i> apoiadas no <i>Sherman Act</i>
1916 a 1929	Consolidações verticais e formação de oligopólios	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dinamismo econômico (principalmente após a I Guerra Mundial) ▪ Restrições mais severas às transações horizontais (<i>Clayton Act</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Quebra da bolsa norte-americana em 1929
1965 a 1969	Formação de grandes conglomerados	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Forte crescimento econômico ▪ Aquecido e valorizado mercado de ações ▪ <i>Celler-Kefauver Act</i>, com restrições <i>antitruste</i> adicionais (atingindo também as transações verticais) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Williams Act</i> (1968) ▪ Reforma Tributária (1969) ▪ Queda da bolsa norte-americana (1969)
1981 a 1989	<i>Mega</i> -transações, táticas hostis e alavancadas, reconfiguração de conglomerados e entrada de compradores estrangeiros	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mercado de capitais em expansão ▪ Desregulamentação ▪ Relativa desvalorização do dólar norte-americano ▪ Proliferação da atuação dos bancos de investimento ▪ Desenvolvimento do mercado de <i>junk bond</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desaceleração econômica ao final da década de 1980 ▪ Colapso do mercado de <i>junk bond</i>
1992 a 2000	<i>Mega</i> -transações estratégicas, <i>roll-up</i> e privatizações	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ininterrupta e forte expansão econômica ▪ Mercado de capitais aquecido ▪ Vigoroso crescimento de demanda ▪ Revolução da tecnologia da informação ▪ Globalização ▪ Desregulamentação ▪ Redução de barreiras comerciais 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desaceleração do crescimento mundial ▪ Colapso da bolsa provocado pela bolha da <i>internet</i>
2003 a 2007	Retomada das <i>mega</i> -transações horizontais altamente alavancadas e proliferação dos veículos <i>Private Equity</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Continuação da internacionalização ▪ Alta liquidez ▪ Alta oferta de crédito a juros baixos ▪ Crescimento econômico mundial ▪ Alta dos preços das <i>commodities</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desconfianças quanto à saúde do setor financeiro ▪ Desaceleração econômica global

Fonte: adaptado pela autora, com base em compilados de Bruner (2004), DePamphilis (2012), Gaughan (2007), Martynova e Renneboog (2008), Shleifer e Vishny (2003), Weston et al. (1990, 2004), dentre outros.

2.5. O fenômeno das Ondas de *M&A* sob a ótica da Teoria Neoclássica

Analisando as ondas de *M&A* ocorridas desde a virada do século XIX para XX até final da década de 1980, Weston et al. (1990) concluem que todas se deram sob um cenário de crescimento vigoroso da economia e coincidiram com evoluções pontuais no ambiente de negócios.

Expandindo a análise para a década de 1990 e início dos anos 2000, Martynova e Renneboog (2008) corroboram com tal entendimento e acrescentam que os fenômenos que desencadeiam uma onda de *M&A* são relativamente heterogêneos, dentre os quais destacam-se: (a) recuperação econômica; (b) rápida expansão da oferta de crédito; (c) mercado de capitais aquecido; (d) mudanças regulatórias significativas, inclusive de ordem *antitruste*; e (e) choques setoriais e tecnológicos.

É precisamente nessa combinação de fenômenos que a estratégia de *M&A* desponta, materializando-se num “processo de alocação e realocação de recursos na economia, com empresas reagindo a novas oportunidades (de investir e de lucrar) que emergem de mudanças nas condições econômicas e de inovações tecnológicas que impactam o seu ambiente de negócios” (WESTON et al., 1990, p. 8, tradução nossa).

Assim, ainda conforme Weston et al. (1990), em detrimento da alternativa de desenvolver internamente (organicamente) uma solução de crescimento e expansão, a estratégia de *M&A* pode algumas vezes catalisar o processo de ajustamento (ou reação) citado no parágrafo anterior e, em alguns casos, pode ser a escolha mais eficiente em termos de alocação de recursos. É também este o posicionamento defendido por Gaughan (2007).

Nesta linha, ao estudar especificamente a Quarta Onda, da década de 1980, Mitchell e Mulherin (1996) enfatizam que os setores que vivenciaram o maior número de transações de *M&A* no período foram exatamente aqueles expostos aos mais impactantes choques, esperados ou inesperados, que alteraram significativamente sua realidade – também evidenciando que a reconfiguração de cada setor, e não somente o ambiente macroeconômico em si, contribui para o dinamismo do mercado de *M&A*.

A configuração do setor (inclusive a quantidade e o tamanho das empresas que nele atuam) é tratada por Mitchell e Mulherin (1996) como sendo uma função de variáveis como tecnologia, regulação e condições de oferta e demanda.

Sob tal contexto, os choques podem ser exemplificados por: desregulamentações; mudanças significativas nos preços dos insumos, nas características demográficas ou nas preferências do consumidor; deficiência energética; inovações tecnológicas; ou alterações

representativas na oferta de financiamento. Todos estes são fatores que potencialmente provocam reconfigurações substanciais nos setores por eles afetados (MITCHELL; MULHERIN, 1996).

A esta visão dinâmica, focada na estrutura setorial, Mitchell e Mulherin (1996) chamam de Neoclássica, e sobre ela alicerçam a premissa de que a reação via *M&A* permite acomodar as reconfigurações particulares de cada setor, propondo a hipótese de que, dentre as alternativas passíveis de serem utilizadas em resposta a um choque de realidade, a estratégia de *M&A* é a menos onerosa e, portanto, mais indicada.

Os autores sustentam tal hipótese em sua pesquisa ao evidenciarem que o dinamismo de *M&A* observado na década de 1980 foi não somente fruto de um período de aquecimento econômico, mas também (e principalmente) de mudanças importantes ao nível particular de cada setor, as quais motivaram reconfigurações relevantes e desafiadoras que mobilizaram as empresas afetadas a reagirem em prol de sua sobrevivência (MITCHELL; MULHERIN, 1996).

Semelhante constatação é apontada por Andrade et al. (2001) ao expandir a análise para incluir os movimentos de *M&A* ocorridos ao longo dos anos 1990, fortemente marcados por desregulações em vários setores da economia.

Dado que o dinamismo de *M&A* é também uma função dos choques ocorridos dentro dos segmentos setoriais em que as empresas estão inseridas, é possível observar ainda, continuam Mitchell e Mulherin (1996) que, posteriormente ao anúncio de uma dada transação em um dado setor, existe uma reação positiva no preço das ações dos seus demais membros, como se estes fossem reavaliados já numa antecipação de outros movimentos de *M&A* que possivelmente viriam em sequência.

Tal constatação é ratificada por Andrade et al. (2001) ao identificarem que quando um choque atinge um determinado setor, e uma empresa é pioneira em reagir àquele choque por meio de uma transação de *M&A*, é comum observar os demais participantes daquele setor seguirem no embalo da mesma estratégia. Dessa forma, continuam os autores, cada onda de *M&A* é peculiar quanto ao conjunto de setores que nela se destacam em termos de volume e de quantidade de transações.

Mesma linha de raciocínio é seguida por McNamara et al. (2008), que ainda acrescentam que as empresas pioneiras em puxar um movimento de *M&A* – precisamente aquelas que pegam o início da onda – têm melhor performance que aquelas que empreendem tal estratégia no ápice do mercado, ou tardiamente em relação aos seus concorrentes.

Isso porque, considerando que a tática de *M&A* é uma ferramenta comumente acionada para acessar recursos e benefícios estratégicos, dentre outros fatores as pioneiras navegam com os ventos da assimetria da informação a seu favor, o que lhes confere três vantagens principais: (i) a oportunidade de fazerem boas aquisições a preços mais baixos, antes da valorização do segmento alvo; (ii) o privilégio de escolherem, dentre as muitas opções disponíveis, quais lhes trarão benefícios superiores no contexto da reconfiguração setorial em perspectiva; e (iii) a possibilidade de selecionarem, dentre as opções disponíveis, aquelas que atestam à operação combinada a melhor otimização ou complementariedade de ativos (MCNAMARA et al., 2008).

As empresas que acompanham o movimento tardiamente, por sua vez, além de estarem no risco de não se apropriarem dos mesmos benefícios capturados pelas pioneiras, têm maior probabilidade de incorrer em custos maiores de aquisição, associados ao fato de estarem simplesmente seguindo uma tendência já identificada, interpretada e precificada pelo mercado, conforme ponderam McNamara et al. (2008).

Embora em outras esferas os custos de imitação possam ser menores que os custos de inovação (HITT et al., 2005), para *M&A* tal constatação não se aplica, justamente pelo fato de que os preços das possíveis opções de compra (empresas alvo) disponíveis no mercado sofrem valorizações conforme se fortalece a tendência de consolidação ou de reformatação do setor em que estas estão inseridas (MCNAMARA et al., 2008).

Adicionalmente, continuam McNamara et al. (2008), em *M&A* não existem opções idênticas de empresas alvo que permitam às empresas compradoras procederem imitações tardias e perfeitas, copiando com precisão a tática iniciada por suas concorrentes.

Acrescentam ainda Weston et al. (1990) que uma razão para que os movimentos de *M&A* sejam concentrados em períodos de alta atividade econômica pode estar também relacionada ao fato de que as empresas não se sentem motivadas a empreender grandes investimentos quando as perspectivas de seus negócios são incertas ou desfavoráveis – pois neste caso não se esperaria que os benefícios futuros de um investimento, trazidos a valor presente, excederiam o seu custo de implementação.

Martynova e Renneboog (2008) corroboram com tal afirmação ao destacarem que as ondas de *M&A* em geral cessam diante de uma ruptura e queda no mercado de ações, seguida de uma impactante desaceleração econômica.

Finalmente, uma vez aceito que a estratégia de *M&A* vem em reação a alterações substanciais na configuração do setor em que uma dada empresa compete, não é de surpreender que o desempenho desta empresa em geral piore pós-*M&A*, especialmente se

comparado ao desempenho que ela experimentava no cenário pré-choque, pois seu contexto será outro – e muito diferente daquele vivenciado anteriormente – dificultando a base de comparação (MITCHELL; MULHERIN, 1996).

Em contraponto aos estudos que atribuem aos movimentos de *M&A* ocorridos durante a década de 1980 a responsabilidade pelas deficiências de *performance* percebidas ao longo da década de 1990, Mitchell e Mulherin (1996) propõem que o fraco desempenho pós-*M&A* é subjacente ao(s) choque(s) que atinge(m) o setor em que a empresa está inserida, não sendo consequência da transação de *M&A* em si – não obstante reconheçam a parcela de contribuição dada pelas decisões equivocadas dos gestores de algumas das empresas fracassadas.

Assim, sob tal contraponto os autores alegam que as atividades de *M&A* e reestruturação são sintomas da reação a mudanças mais fundamentais, e que mais e maiores falhas poderiam vir à tona se a estratégia de *M&A* fosse inibida (MITCHELL; MULHERIN, 1996).

2.6. A escolha do meio de pagamento à luz de algumas teorias e hipóteses

2.6.1. A Teoria da Janela de Mercado

Savor e Lu (2009) corroboram com o apontamento acima exposto após analisarem dados de transações de *M&A* realizadas nos Estados Unidos, entre 1978 e 2003. Tais autores demonstram que se a resposta ótima de uma empresa a um choque de realidade é uma aquisição, e tal reação for por alguma razão bloqueada, essa empresa ficará em atraso em relação aos seus rivais bem sucedidos na mesma estratégia.

O mesmo trabalho de Savor e Lu (2009) todavia pontua que a Teoria Neoclássica não faz diferenciação quanto à escolha do meio de pagamento (se em ações ou se em dinheiro), e que melhor entendimento poderia ser obtido sobre essa questão (a escolha do meio de pagamento) ao se avaliar o ambiente de *M&A* à luz também da Teoria da Janela de Mercado, conforme modelos desenvolvidos por Shleifer e Vishny (2003) e Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), a seguir detalhados.

Incomodados com o fato de que a Teoria Neoclássica não endereça a questão da escolha do meio de pagamento em transações de *M&A*, Shleifer e Vishny (2003) propõem

uma perspectiva complementar, sob a hipótese de que tais transações são também motivadas pela sobrevalorização dos mercados de ações em que as empresas envolvidas estão inseridas. A essa perspectiva Savor e Lu (2009) chamam de Teoria da Janela de Mercado (tradução livre do correspondente “*Market Timing*”, no original em inglês).

O modelo proposto por Shleifer e Vishny (2003) apoia-se em duas premissas básicas: (i) os mercados são ineficientes, o que faz com que algumas empresas sejam avaliadas de forma incorreta (para mais ou para menos); e (ii) em contraste, os gestores são racionais e, uma vez conscientes da avaliação equivocada do mercado, tiram vantagem da situação, inclusive por meio de decisões de *M&A*.

Assim, sob a ótica da Teoria da Janela de Mercado, as transações de *M&A* são “uma forma de arbitragem por parte de gestores racionais operando em mercados ineficientes” (SHLEIFER; VISHNY, 2003, p. 296, tradução nossa).

Em que pese não seja objetivo do presente estudo apoiar-se no modelo de Shleifer e Vishny (2003), vale explaná-lo em mais detalhe, pois a nomenclatura que os mesmos utilizam é válida de ser adotada como linguagem para facilitar o entendimento das demais teorias e metodologia a serem aqui expostas.

Posto isto, os autores propõem um modelo simplificado em que duas empresas 0 e 1 , com capital social K_0 e K_1 , têm suas ações comercializadas na bolsa de valores aos preços por ação Q_0 e Q_1 – sendo que tais preços, embora avaliados por mercados ineficientes, refletem o sentimento dos investidores sobre essas empresas (ou sobre o setor em que ambas estão inseridas). Genericamente assume-se também que $Q_1 > Q_0$.

Se ambas as empresas se juntam, a avaliação imediata da transação será dada por $V = S(K_0+K_1)$, onde V é o valor da operação combinada e S é o valor percebido de sinergia por unidade de capital. De fato, “ S é a história assimilada pelo mercado acerca dos benefícios produzidos pela transação” (SHLEIFER; VISHNY, 2003, p. 298, tradução nossa).

Ou seja, se $S = Q_0$, significa que o mercado atribuiu à transação o valor por ação da empresa de menor valor. Se $S = Q_1$, significa que o mercado atribuiu à transação o valor por ação da empresa de maior valor. Também podem existir as situações de $S > Q_1$ (mercado eufórico com a transação) e $S < Q_0$ (mercado cético com a transação). Considerando estas duas situações menos prováveis, Shleifer e Vishny (2003) assumem que $Q_0 < S < Q_1$.

Sob tais premissas, o resultado líquido imediato da operação combinada será dado pela equação $S(K_0+K_1) - K_0Q_0 - K_1Q_1$. Os autores chamam de S^* o nível de sinergia em que a referida equação é igual a zero. Assim, para qualquer $S > S^*$ existe uma sinergia positiva percebida pelo mercado, com seus correspondentes reflexos nos resultados imediatos da

transação. Dito de outra forma, no curto prazo os acionistas da empresa resultante são beneficiados pela percepção do mercado de que a combinação das duas empresas é sinérgica (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Uma simplificação adotada pelos autores é de que, no longo prazo, os preços das ações de ambas as empresas seria q . Assim, isoladamente, a empresa 0 valeria K_0q e a empresa 1 valeria K_1q . Sob a hipótese de ambas as empresas se juntarem, a operação combinada valeria $q(K_0+K_1)$ no futuro. Assim, no longo prazo, nenhum ganho é percebido pós-*merger*, seja em termos das sinergias observadas ou em termos das melhorias de gestão. Tal simplificação é necessária, justificam Shleifer e Vishny (2003), para isolar os efeitos da escolha do meio de pagamento.

Supondo que a empresa 1 compre a empresa 0 , P é o preço pago pela empresa 1 por cada ação da empresa 0 . Assim, sob a ótica do acionista da empresa 0 , os resultados imediatos da transação serão $(P - Q_0)K_0$. Já sob a ótica do acionista da empresa 1 , os resultados imediatos serão $(S - P)K_0 + (S - Q_1)K_1$.

A primeira equação do parágrafo anterior demonstra quanto dos resultados imediatos da transação é capturado pelos acionistas da empresa alvo: se $P = Q_0$, nenhum ganho é por eles observado; se $P = S$, eles capturam todo o ganho potencial da transação, na proporção de suas participações resultantes na empresa combinada. Por sua vez, a segunda equação demonstra que os acionistas da empresa compradora percebem retornos positivos na transação na medida em que $P < S$; porém perdem na proporção em que $Q_1 > S$ (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Apesar de tal constatação, Shleifer e Vishny (2003) matematicamente defendem que, ainda que o mercado não seja eufórico, mas atribua alguma sinergia à combinação das duas empresas (logo $S > S^*$), é possível que tanto os acionistas da empresa alvo como os acionistas da empresa compradora percebam ganhos imediatos em decorrência da transação.

Feitas tais considerações os autores passam a tratar em separado os resultados observados a depender do meio de pagamento escolhido.

Pontuam Shleifer e Vishny (2003) que, dado que o resultado líquido de longo prazo do valor combinado das duas empresas é zero (pela assunção do preço q , conforme acima exposto), numa transação paga em dinheiro o resultado do acionista da empresa alvo será $K_0(P-q)$, ao passo que o resultado do acionista da empresa compradora será $K_0(q-P)$. Resumindo: na operação combinada, o que o acionista da empresa alvo ganha, o acionista da empresa compradora perde. Portanto, a única motivação para a empresa compradora

promover uma aquisição paga em dinheiro é um P bastante baixo (correspondente a uma subavaliação do preço da ação da empresa alvo).

Vale notar que, sob tal construção, os gestores da empresa alvo melhor atendem aos interesses de seus acionistas quando estimulam a rejeição de *tender offers* se $Q_0 < P < q$: ainda que tal rejeição culmine na não celebração da transação, no decorrer do tempo, na medida em que Q_0 se aproxime de seus fundamentos (preço justo q), seus acionistas perceberão que P era um preço baixo demais, embora de imediato pudesse parecer que não (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Já na hipótese de a transação ser paga em ações de emissão da empresa I (compradora), x é a participação que remanesce nas mãos dos acionistas originais da empresa O (alvo) após esta ser incorporada pela empresa I . Dessa forma, $x = PK_0 / S(K_0 + K_I)$, sendo que, no longo prazo, esta participação valerá $xq(K_0 + K_I)$, ou, substituindo x pela equação anterior, $q(P/S)K_0$ (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Assim, no longo prazo, supondo uma transação paga em ações, o resultado líquido para o acionista da empresa alvo será $q(P/S)K_0 - qK_0 = qK_0(P/S - 1)$. Já o resultado incremental para o acionista da empresa compradora será o contrário: $qK_0(1 - P/S)$, sempre levando em consideração que, na operação combinada, o que um ganha, o outro perde. Disso se confirma que, no longo prazo, quando ações são utilizadas como meio de pagamento os acionistas da empresa compradora se beneficiam da transação se, e somente se, $P < S$ (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Importante notar que, na hipótese de não ocorrer o $M\&A$, com base no modelo proposto por Shleifer e Vishny (2003), o retorno para o acionista da empresa I seria simplesmente $K_I(q - Q_I)$, que tende a ser negativo se o preço Q_I estiver inicialmente superestimado. Mas, na hipótese de ocorrer o $M\&A$, supondo pagamento em ações, o resultado incremental é dado por $qK_0(1 - P/S)$, que é positivo conquanto $P < S$.

Portanto o ponto central do modelo de Shleifer e Vishny (2003) é que, ainda que seja negativo o resultado global observado pela equação $K_I(q - Q_I) + qK_0(1 - P/S)$, tal resultado tem o potencial de ser maior do que aquele que seria observado sem a transação de $M\&A$, desde que o preço P pago pela empresa alvo seja menor do que as sinergias S percebidas pelo mercado.

Ou seja, no longo prazo, “os acionistas da empresa compradora saem ganhando, mesmo quando os retornos observados são negativos, pois tais retornos tão somente não são tão negativos quanto o seriam se não houvesse ocorrido a transação” (SHLEIFER; VISHNY, 2003, p. 301, tradução nossa).

Portanto, na condição de $P < S$, ainda que os resultados imediatos da transação para os acionistas da empresa compradora sejam negativos, isto é, $(S - P)K_0 + (S - Q_1)K_1 < 0$, culminando com uma desvalorização no preço de sua ação por ocasião do anúncio da operação, tais efeitos tendem a se reverter em benefícios no longo prazo, porque sem a transação o seu patrimônio desvalorizaria ainda mais. Assim, fazer uso de ações como meio de pagamento amortece a corrosão do valor do acionista da empresa adquirente no longo prazo (SHLEIFER; VISHNY, 2003). Exatamente esta é a constatação confirmada no trabalho de Savor e Lu (2009) quanto ao resultado produzido por transações de *M&A* pagas em ações.

Um questão importante que emerge do modelo acima é: considerando que, no longo prazo, os resultados combinados são sempre zero em q , e que o que um ganha o outro perde, quem se interessaria em ser a empresa alvo numa transação paga em ações onde $Q_0 < P < S$?

Nesta situação (pagamento em ações com $Q_0 < P < S$) os acionistas da empresa alvo recebem um prêmio no curto prazo, mas perdem no longo prazo. Sob tal cenário a decisão mais racional de sua parte seria, tão logo quanto possível, vender as posições que receberam em troca de sua participação na empresa alvo, para materializar o maior montante possível desse resultado imediato. Ou seja, perderão somente aqueles que insistirem em manter posições compradas de uma ação superavaliada (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Outro ponto, que tem a ver com conflito de agência (JENSEN, 2004), é que os gestores da empresa alvo podem priorizar seus próprios interesses em detrimento do melhor interesse de seus acionistas, aceitando uma oferta que eventualmente não seja tão benéfica para estes, mas que traga para si algumas vantagens pessoais, tais como, por exemplo, a garantia de uma generosa indenização por eventual demissão ou de um cargo de destaque na empresa combinada (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Concluem Shleifer e Vishny (2003) que as aquisições pagas em ações dependerão de três fatores: primeiro, mercado de ações altamente aquecido, com presença de empresas fortemente superavaliadas (compradoras) e outras menos (alvos); segundo, sinergias passíveis de serem percebidas e precificadas pelo mercado, possibilitando à compradora oferecer um prêmio atrativo aos acionistas da empresa alvo (o que faz da oferta em ações uma compra mais amigável); e terceiro, gestores da empresa alvo com benefícios pessoais de curto-prazo claramente mapeados, para que estes consentam com a transação.

As aquisições pagas em dinheiro, por sua vez, tenderão a acontecer de forma hostil e envolver empresas alvo subavaliadas (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Rhodes-Khropf e Viswanathan (2004) alcançam conclusão semelhante em seu trabalho: transações de *M&A* são mais frequentes no contexto de mercados sobrevalorizados

e, nesse caso, a utilização de ações como meio de pagamento é a opção preferida das empresas compradoras; já nos mercados subvalorizados as transações de *M&A* são menos frequentes, e as poucas que ocorrem priorizam pagamento em dinheiro.

Dentre outros trabalhos, dão suporte à Teoria da Janela de Mercado as pesquisas de Chidambaran et al. (2009), Fung et al. (2009), Hovakimian e Hutton (2010), Martynova e Renneboog (2008) e Savor e Lu (2009).

2.6.2. *A Hipótese da Sinalização e a Teoria do Pecking Order*

Conforme visto anteriormente no modelo proposto por Shleifer e Vishny (2003), diante de uma oportunidade de *M&A* os gestores da empresa adquirente tenderão a adotar ações de sua emissão como meio de pagamento sempre que as mesmas estiverem superestimadas em mercados altamente aquecidos e com expectativa de desvalorização no futuro – buscando, assim, suavizar a queda.

Myers e Majluf (1984), no âmbito das finanças comportamentais, propõem um modelo de equilíbrio alicerçado na premissa de que os gestores, pelas informações privilegiadas que detêm, são capazes de precificar com maior exatidão do que o mercado o valor justo da(s) empresa(s) sob sua gestão – entendimento ratificado por Shleifer e Vishny (2003).

O ponto de divergência entre Shleifer e Vishny (2003) e Myers e Majluf (1984) é que estes, ao contrário daqueles, assumem que os mercados são absolutamente eficientes e racionais com respeito às informações a eles disponibilizadas publicamente e, assim sendo, reagem imediata e racionalmente com certo nível de aprendizagem em relação a quaisquer sinalizações transmitidas pelos gestores das empresas que compõem seus *portfolios* de investimento.

Uma das premissas básicas de mercados de capitais eficientes é que os valores mobiliários (ações especialmente) são comercializados a seu preço justo: a acirrada competição entre investidores elimina qualquer chance de obter ganhos privilegiados de quaisquer oportunidades que surjam (BREALEY et al., 2006).

Dito de outra forma, conforme Brealey et al. (2006), em mercados eficientes qualquer possibilidade de ganho vantajoso tem duração limitada, uma vez que os preços são ajustados instantaneamente assim que alguma informação nova seja trazida ao conhecimento dos investidores. Portanto, em mercados eficientes uma nova informação disponível sobre uma dada empresa, quer sobre fatos já ocorridos ou vindouros, traz efeitos sobre seu preço no

momento presente, e não a posteriori. Assim, diante de uma informação inédita, o preço da ação no momento atual passará a refletir automaticamente o valor presente do preço da ação no futuro.

Entretanto pode haver assimetria de informação entre o gestor e o mercado: enquanto este baseia-se apenas em informações públicas disponíveis sobre a empresa investida, aquele pode ser detentor de informação privilegiada que lhe permita calcular com maior precisão e segurança se o preço de mercado por ação da empresa sob sua gestão está sub- ou sobre-avaliado (MYERS; MAJLUF, 1984).

Ciente de sua parcial ignorância, assumindo a existência de informações assimétricas, o mercado raciocinará sobre cada nova informação a ele divulgada, realocando suas posições se for o caso de estar comprado em alguma ação cujo preço justo, após novo julgamento, for constatado desajustado em relação ao seu preço de mercado (MYERS; MAJLUF, 1984)

Informações são disponibilizadas ao mercado especialmente por ocasião dos episódios de divulgação de resultados e anúncio de novos investimentos, incluindo *M&A* (BREALEY et al., 2006). Tais investimentos podem ser financiados internamente, por meio da utilização de excedentes de caixa, ou externamente, via emissão de nova dívida ou aumento de capital – este fruto da emissão de novas ações (MYERS; MAJLUF, 1984).

Quando um gestor opta por financiar seus investimentos via a emissão de novas ações o mercado tende a interpretar tal escolha como um sinal de que, na visão privilegiada do gestor, a ação da empresa esteja sobre-avaliada, sendo oportuno aproveitar-se de tal superestimação para promover um aumento de capital antes que a ação se desvalorize, pois, assim fazendo, consegue levantar os recursos de que necessita à custa de uma menor diluição de seu atual acionista. Pontuam Myers e Majluf (1984) que a esta sinalização o mercado interpreta como “má notícia” e, vendendo suas posições, antecipa a desvalorização da ação.

O contrário é verdadeiro: quando um gestor recusa-se a emitir novas ações para financiar um investimento e prefere utilizar dívida ou excedentes de caixa (ou simplesmente abortar o investimento), significa, na interpretação do mercado, que ele acredita, com base em sua visão privilegiada, que a ação dessa empresa esteja subavaliada e, portanto, pode valorizar-se, sendo inviável, no momento, a emissão de novas ações. A este sinal o mercado tende a interpretar como “boa notícia”, e sai às compras, promovendo a valorização da ação (MYERS; MAJLUF, 1984).

Tal constatação é batizada por alguns autores de Hipótese da Sinalização (AGRAWAL et al., 1992; TRAVLOS, 1987).

Posto isto, dado o revés associado à emissão de novas ações, Myers e Majluf (1984) propõem que os gestores eficientes sempre se valham de retenções de lucros, na medida do possível, para acumular somas de caixa suficientes para financiar seus investimentos sem a necessidade de recorrer a recursos adicionais oriundos de aumentos de capital.

Assim, a Hipótese da Sinalização corrobora com a Teoria do *Pecking Order*, de Myers (1984), a qual estabelece que os investimentos são financiados sob uma hierarquia de prioridades em que se dá preferência por recursos internos (aqueles oriundos de lucros reinvestidos), seguido de assunção de novas dívidas e, em último caso, emissão de novas ações (BREALEY et al., 2006; MARTIN, 1996).

Portanto se, para suportar os investimentos que se aventam, a disponibilidade de caixa for insuficiente e recursos externos forem necessários, os gestores preferirão, tanto quanto possível, emitir títulos de dívida a emitir novas ações (MYERS, 1984).

Dentre outros, a Hipótese da Sinalização e a Teoria do *Pecking Order* são ratificadas pelos estudos de Bino e Pana (2010), Dube e Glascock (2006), Sung (1993) e Travlos (1987). Alguns destes estudos serão objeto de detalhamento mais adiante.

Cabe destacar que Bino e Pana (2010) acrescentam que o problema da assimetria da informação é exacerbado no contexto de transações para formação de conglomerados – precisamente as operações em que adquirente e alvo não preservam entre si nenhum grau de relacionamento horizontal (mesmo setor) ou vertical (mesma cadeia de produção).

Em linha como Myers e Majluf (1984), o modelo proposto por Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) se diferencia do de Shleifer e Vishny (2003) ao reconhecer que por ocasião do anúncio de uma dada transação nova informação disponibilizada ao mercado reduz a assimetria de informação até então existente entre os investidores e as empresas participantes do *M&A*, havendo uma revisão imediata de preços (de modo a corrigir qualquer avaliação equivocada).

O ponto central defendido por Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), entretanto, é que *M&A* em si não destrói valor para o acionista da empresa adquirente, mas sim o fato de que, ao anunciar a transação, uma série de informações antes não reveladas são então descortinadas para o mercado – que, reativamente desfazendo posições, trará a avaliação da empresa, antes superestimada, para patamares mais próximos de seus fundamentos (valor justo).

Porém, assim como Shleifer e Vishny (2003), Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) concordam que o valor da sinergia na operação combinada, na prática, é atribuído pelo mercado, conforme a sua percepção da capacidade dos gestores da empresa resultante de

desenvolverem o plano de negócios prometido. Ou seja, tudo depende da “estória que é comprada pelo mercado quanto aos benefícios da transação” (SHLEIFER; VISHNY, 2003, p. 298, tradução nossa) e, nesse contexto, conforme Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), quanto maior for a sinergia comprada pelo mercado, menos traumática será a correção de um preço eventualmente sobre-avaliado.

Portanto, na linha de Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), uma empresa compradora que tem suas ações sobre-avaliadas até o anúncio do *M&A* não necessariamente sofrerá um revés por ocasião da divulgação do negócio, dependendo de como o mercado precificará os benefícios materializados pela transação, ou seja, dependendo do valor que o mercado atribuirá às sinergias.

2.6.3. A Hipótese do Compartilhamento de Risco

Assumindo que os mercados são ineficientes e os gestores, por sua vez, são perfeitamente eficientes e informados, Shleifer e Vishny (2003) argumentam que estes são plenamente capazes de quantificar o preço justo não somente da empresa sob seu comando, mas também da empresa potencialmente alvo – desde que ambas sejam participantes do mesmo setor.

Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), por sua vez, apesar de desenvolverem um modelo similar ao de Shleifer e Vishny (2003), assumem que os gestores da empresa compradora não conseguem avaliar com plena segurança o valor justo da empresa alvo; e tampouco os gestores da empresa alvo têm suficiente condição de avaliar plenamente o preço justo da empresa compradora.

Isso faz com que, de um lado, os gestores da empresa compradora corram o risco de superestimar as sinergias potenciais (levando a $P > S$); e, de outro, os gestores da empresa alvo possam se sentir inseguros em aceitar (ou recomendar que seus acionistas aceitem) uma oferta paga em ações, a não ser que tal se dê em um ambiente de preços superestimados (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004) – contexto em que, conforme anteriormente exposto, há uma perspectiva material de ganho com a subsequente venda da ação no curto prazo (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Dado que a dinâmica de *M&A* é semelhante a um leilão, em que vários compradores em potencial concorrem entre si pelo mesmo alvo (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004), na hipótese de uma *tender offer*, por exemplo, outros interessados em potencial podem

esforçar-se por apresentar uma oferta mais atrativa para o acionista da empresa alvo – ou os próprios gestores da empresa alvo, diante de uma oferta hostil, podem buscar uma alternativa mais atrativa no mercado, com quem simpatizem mais (o chamado *White Knight*). Cria-se assim um ambiente de competição em torno de um mesmo ativo, vencendo aquele que oferecer a melhor condição de compra (BREALEY et al., 2006).

Aproveitando a nomenclatura de Shleifer e Vishny (2003), sabendo que Q_0 é o preço de mercado da ação da empresa alvo e P o preço de compra ofertado pela empresa interessada, mesmo que $P > Q_0$ (situação em que se evidencia um prêmio remunerando o acionista da empresa alvo), eventualmente pode ocorrer que $P < X_T$, sendo X_T o preço justo da empresa alvo na concepção do seu gestor – pessoa que detém informações privilegiadas em relação ao mercado (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004).

Ponderam Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) que o preço X_T é um preço *stand-alone*, ou seja, o valor justo por ação da empresa alvo sozinha, sem o *M&A*, de tal sorte que dificilmente o gestor da empresa alvo aceitará (ou recomendará a seus acionistas aceitarem) qualquer oferta de compra abaixo de X_T .

Assim, tendo em mente que o valor justo da empresa alvo é encoberto por uma nuvem de assimetria de informação, se num ambiente de competição como o acima uma dada oferta for aceita pelo acionista da empresa alvo, isto pode ser um indicativo de que $Q_0 < S < P$, o que corresponde a dizer que $P > S$: justamente o cenário a ser evitado pelo gestor da empresa compradora, caso este queira resguardar algum ganho para o seu acionista (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004).

Hansen (1987) define o processo de *M&A* como sendo uma arena de negociação entre dois agentes sujeitos a um compartilhamento imperfeito de informações. Neste contexto o autor chama a atenção para os custos transacionais que emergem da incerteza.

Em negociações em que a primeira oferta apresentada pela empresa adquirente envolve pagamento integral em dinheiro, a empresa alvo só aceitará tal oferta se acreditar que, com base em sua informação proprietária, a mesma é superior ao valor presente líquido de seus fluxos de caixa futuros (ou seja, $P > X_T$), conforme Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004).

Dessa forma, em contextos de negociação onde impere alta assimetria de informação é de se esperar que a empresa adquirente, prevenindo um risco indesejado de sobre-avaliação de P , ainda que apresente uma oferta para pagamento integral em dinheiro o fará sob alto grau de conservadorismo – algo que tem impacto direto no valor da oferta e, conseqüentemente, reduz significativamente a atratividade do negócio para o acionista da empresa alvo, colocando em risco o fechamento da transação (HANSEN, 1987).

Visando não comprometer a atratividade de sua oferta e, ao mesmo tempo, não incorrer em riscos significativos de sobre-precificação, a empresa compradora pode então fazer uso de suas próprias ações como meio de pagamento, propondo a sociedade aos acionistas da empresa alvo, que de tal forma entram no risco de *performance* juntamente com os acionistas da empresa adquirente (HANSEN, 1987).

Esta solução é bastante apropriada para destravar o impasse na negociação na medida em que as ações da empresa adquirente, uma vez utilizadas como meio de pagamento, funcionam como um “mecanismo de contingência onde o preço é definido a posteriori” (HANSEN, 1987, p. 79 tradução nossa).

A este mecanismo Martin (1996) chama de Hipótese do Compartilhamento de Risco. Madura e Ngo (2010) corroboram com a mesma, concluindo que há preferência por pagamento em ações quando existe considerável assimetria de informação entre as partes adquirente e alvo – sendo a opção por pagamento em dinheiro a mais desejada no contexto de negociações pouco assimétricas.

Ressalta-se, todavia, que uma oferta de pagamento em ações, para se concretizar, precisa ser aceita pela parte vendedora – e isto só acontece quando não há incerteza quanto ao valor justo da empresa compradora e à relação de troca (HANSEN, 1987). De tal ponderação emerge a importante distinção existente entre o meio de pagamento preferido (ótica do comprador) e o meio de recebimento preferido (ótica do vendedor).

Neste sentido, acrescentam Alexandridis et al. (2010), em transações *cross-border* (aquelas celebradas entre empresas estabelecidas em países distintos) observa-se a preferência por recebimento em dinheiro em detrimento do recebimento em ações, justamente pela componente adicional de incerteza trazida pela assimetria de informação peculiar a tais transações.

Complementam Ross e Volpin (2004) que a aceitação de uma oferta de pagamento em ações tem também a ver com o ambiente regulatório em que se dá a transação: se as leis e as instituições de proteção ao investidor se fazem presentes e se estão em linha com as melhores práticas de governança corporativa.

Assim, se os mecanismos de proteção ao investidor forem falhos, mesmo em reduzida assimetria de informação seria pouco atrativa uma oferta apoiada em ações como moeda de troca (ROSSI; VOLPIN, 2004).

Por fim, acrescentam Bino e Pana (2010) e Chidambaran (2009), o problema da assimetria de informação é potencialmente exacerbado no caso de operações envolvendo a junção de empresas originalmente atuantes em setores distintos. Em contrapartida, concluem

os autores, o acionista da empresa alvo é mais propenso a aceitar receber ações da empresa compradora em forma de pagamento quando esta atua no mesmo segmento que ela.

2.6.4. *A Teoria do Fluxo de Caixa Livre*

As transações pagas sob o uso de excedentes de caixa têm o potencial de produzir, de acordo com o modelo de Myers e Majluf (1984), uma reação imediatamente positiva junto ao mercado investidor. Porém podem também ser resultado de conflitos de agência entre gestores e acionistas (JENSEN, 1986a, 1986b), condição sob a qual podem gerar resultados insatisfatórios a médio e longo prazos.

Uma empresa é uma entidade materializada por um emaranhado complexo de relações contratuais sob as quais os objetivos conflitantes de indivíduos (inclusive representantes de outras empresas) são trazidos ao equilíbrio (JENSEN; MECKLING, 1976).

Com foco especial nas implicações comportamentais das relações contratuais (implícitas e explícitas) entre proprietários e gestores de uma empresa, Jensen e Meckling (1976) definem relacionamento de agência como sendo um tipo de contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principais) atribuem a outra pessoa (agente) a responsabilidade de desempenhar algum serviço em seu benefício, delegando a este algum poder de decisão.

Se ambas as partes da relação principal-agente são maximizadores de utilidade, é de se esperar que o agente nem sempre irá agir em linha com o melhor interesse do principal. Tal interesse discrepante resultante da separação entre propriedade e gestão está diretamente ligado ao problema (ou conflito) de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Abordando a questão do conflito de agência no contexto específico das transações de *M&A*, Jensen (1986a, 1986b) explora a realidade de empresas com amplo excedente de caixa disponível, pontuando que conflitos de agência no âmbito das políticas de distribuição de dividendos são especialmente severos quando a empresa gera substanciais montantes de fluxo de caixa livre – assim entendido o saldo de caixa que sobeja daquele requerido para viabilizar todos os projetos da empresa tenham valor presente líquido (VPL) positivo, já considerado o correspondente custo de capital.

Dito de outra forma: é o dinheiro que sobra e que poderia ser integralmente distribuído aos acionistas na forma de dividendos sem qualquer prejuízo aos investimentos com VPL positivo. Ou seja, se não distribuído, tal excedente cria para o gestor a oportunidade (e a

tentação) de promover uma gestão ineficiente, inclusive investindo em projetos com VPL negativo. Esta é a Teoria do Fluxo de Caixa Livre (JENSEN, 1986b).

A distribuição de dividendos é um redutor significativo dos recursos sob controle dos gestores, diminuindo, portanto, o poder e a autonomia destes. Por outro lado, os gestores são amplamente cobrados por (e incentivados a) fomentar o crescimento da empresa até o seu tamanho ótimo, levando em conta fatores ligados a eficiência, rentabilidade e sobrevivência (JENSEN, 1986b).

A expansão da empresa por si só amplia o poder dos gestores pelo simples fato de aumentar os recursos sob seu controle – e é bem natural que os gestores queiram grandes montantes de recursos sob seu controle com o objetivo de isolar-se das incertezas de mercado (JENSEN, 1986a).

Por conta do interesse particular de cada um, existem importantes divergências entre gestores e acionistas quanto à escolha da melhor estratégia corporativa a ser seguida pela empresa. O problema de agência reside em como motivar os gestores a distribuir o fluxo de caixa livre entre os acionistas em lugar de gastá-lo em investimentos pouco ou nada rentáveis, uma vez que as aquisições são uma alternativa para a qual os gestores normalmente preferem se dirigir (JENSEN, 1986a, 1986b).

Também nesta linha, Berkovitch e Narayanan (1993) apontam para a “motivação agência” em *M&A*, sugerindo que transações de *M&A* sob tal motivação ocorrem em benefício do bem estar dos gestores das empresas adquirentes, em detrimento do valor para os acionistas de tais empresas.

Tais autores concluem que transações permeadas pela motivação agência tendem a produzir resultados negativos para os acionistas das empresas adquirentes – e quanto maior o conflito de agência no âmbito da empresa adquirente, maior o resultado deixado na mesa a favor do acionista da empresa alvo (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993).

A conclusão de Berkovitch e Narayana (1993) corrobora com a Teoria do Fluxo de Caixa Livre, que prevê que a utilização de *M&A* como alternativa para dar vazão às disponibilidades excedentes mostra-se uma estratégia mais propensa a destruir valor (JENSEN, 1986b).

Finalmente, Jensen (1986a) afirma que fazer uso de amplas sobras de caixa para crescimento na direção da formação de conglomerados tende a produzir baixos (ou até negativos) retornos para os acionistas das empresas adquirentes – constatação ratificada por Breal et al. (2006).

2.6.5. A Hipótese da Oportunidade de Investimento

Conforme já visto, a combinação de mercados aquecidos com preços superestimados a favor da empresa compradora tende a reduzir sensivelmente os custos de transações financiadas por meio de troca de ações, posto que, quanto maior o preço da ação da empresa adquirente, menor o custo representado no número de ações cedidas como meio de pagamento pela empresa alvo (ALSHARAIRI; SALAMA, 2011; CHIDAMBARAN et al., 2009; MYERS; MAJLUF, 1984; RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Dito de outra forma, quanto maior for a sobre-avaliação do preço por ação da empresa adquirente, os gestores de tal empresa terão à sua disposição uma “moeda barata a utilizar na aquisição de empresas não tão valorizadas quanto a sua” (JENSEN, 2004, p. 553 tradução nossa).

Esse tipo de estratégia, todavia, requer avaliação cuidadosa, posto que empresas adquirentes que usam suas próprias ações como meio de pagamento têm nesta possibilidade um incentivo especial para provocar aumentos no preço destas ações previamente ao anúncio da transação de *M&A*, e podem induzir os investidores a erros de avaliação, seja fornecendo a estes projeções muito otimistas acerca do futuro dos seus negócios ou omitindo informações ruins – o que normalmente é o caso (GE; LENNOX, 2010).

Neste sentido, não raro empresas são “acusadas de manipularem seus dados contábeis no entorno das transações para dar a si mesmas uma falsa aparência de crescimento e rentabilidade” (JENSEN, 2004, p. 558 tradução nossa).

Alsharairi e Salama (2011) acrescentam que a última linha da demonstração de resultados de uma empresa é comumente usada para subsidiar a avaliação da sua *performance*, sendo crucial reconhecer que uma parte razoável de sua composição poderia estar sujeita ao poder discricionário dos gestores, com suas habilidades em promoverem ganhos entre um relatório e outro e, assim, influenciarem as percepções dos investidores.

No contexto do risco de manipulação apontado por Ge e Lennox (2010) e Jensen (2004), observando o comportamento das ações de empresas adquirentes previamente ao anúncio de transações de *M&A* pagas em ações, Alsharairi e Salama (2011) identificam que os requintes de monitoramento e controle exercidos pelos credores desempenham um papel fundamental de governança corporativa, endossando a credibilidade dos números e relatórios corporativos das empresas e restringindo a arbitrariedade dos gestores em manipular resultados.

Nessa linha, os autores evidenciam uma relação fortemente inversa entre o nível de alavancagem da empresa adquirente e o nível de gerenciamento arbitrário de resultados pré-M&A (ALSHARAIRI; SALAMA, 2011).

Isto acontece por conta da carga de governança embutida pelos credores em seus contratos de financiamento – ao que Jensen (1986b) chama de Hipótese do Controle Atrelado ao Endividamento (derivado de “*Hypothesis Control*” no original em inglês, aqui acrescenta-se a expressão “atrelado ao endividamento” para melhor situar o leitor quanto ao contexto tratado por Jensen).

Com o poder intervencionista que lhes é conferido por meio dos contratos de financiamento, os credores controlam as atividades das empresas para as quais emprestam seu dinheiro. Provisões e restrições impõem limites à tomada de decisão dos gestores em assuntos que vão desde a esfera operacional até a distribuição de dividendos, níveis de capital de giro e futuras emissões de dívida. Também é comum a adoção de métodos de monitoramento, tais como auditoria, sistemas formais de controle e restrições orçamentárias (ALSHARAIRI; SALAMA, 2011; JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 1986b).

É por essa razão que Jung et al. (1994), em contraponto com a Teoria do *Pecking Order*, de Myers (1984), defendem que os gestores, quando não têm excedentes de caixa à sua disposição, ao buscarem fontes alternativas de financiamento externo para os investimentos pretendidos preferem a emissão de novas ações em lugar do aumento do seu nível de endividamento e consequente submissão a uma série de restrições que limitam seu poder de gestão.

Outra importante contraponto trazido por Jung et al. (1994), vis-à-vis a Hipótese do Controle Atrelado ao Endividamento, é que embora o financiamento via dívida restrinja a discricionariedade dos gestores em alcançar objetivos de crescimento, falha em diferenciar perfeitamente os bons gestores (focados em explorar boas oportunidades de investimento, com VPL positivo) dos maus gestores (aqueles que simplesmente buscam crescimento a qualquer custo, em detrimento do valor da empresa e, conseqüentemente, do acionista).

Não diminuindo a importância do impacto do monitoramento do credor, Stulz (1990) acrescenta que também os desembolsos para pagamento de juros e principal reduzem o montante de fluxo de caixa livre que os gestores teriam sob sua discricionariedade, o que lhes limita a capacidade de investir. Tal limitação, corrobora o autor com Jung et al. (1994), tem seus reflexos: pelo lado positivo, pode restringir os gestores de aplicarem excedentes de caixa em projetos com VPL negativo; em contrapartida, também pode restringi-los de investirem em projetos com VPL positivo.

Isto significa que o financiamento via dívida é uma ferramenta vantajosa tão somente nos casos em que a empresa tomadora tenha oportunidades pouco rentáveis ou pouco atrativas de investimento: assim, uma vez impondo compromissos adicionais e restrições severas aos gestores desta empresa, evita os mesmos de desperdiçarem excedentes de fluxo de caixa em investimentos infrutíferos (JENSEN, 1986b; JUNG et al., 1994; STULZ, 1990).

Por outro lado, nos casos em que a fartura de boas oportunidades de investimento é uma realidade inerente ao setor de atuação, localidade ou momento em que a empresa está inserida, o financiamento via dívida gera ineficiências e destrói valor – pois, uma vez limitando a liberdade e a capacidade de decisão dos gestores, inibe a própria empresa de completamente beneficiar-se de tais oportunidades (JUNG et al., 1994; STULZ, 1990).

Concluindo sua análise, Jung et al. (1994) verificam que empresas com boas perspectivas de investimento em vista preferirão financiar-se por meio da emissão de novas ações em detrimento da assunção de novas dívidas. Tais empresas experimentam, em tal iniciativa, pequenos, porém significativos, retornos (em termos absolutos) no momento em que o aumento de capital é anunciado, e vivenciam um crescimento substancial de seus ativos subsequentemente à emissão. A esta constatação de Jung et al. (1994), Martin (1996) deu o nome de Hipótese da Oportunidade de Investimento.

Finalmente, contrariamente à Teoria do *Pecking Order*, Jung et al. (1994) evidenciam que, em geral, por ocasião do anúncio da emissão, empresas com boas oportunidades de investimento e que se financiam por meio de aumento de capital usufruem de um retorno anormal superior (em termos absolutos) quando comparadas aos seus pares que utilizam dívida como fonte de financiamento. E, continuam os autores, também investem mais, nos períodos subsequentes à emissão, do que os seus pares alavancados.

2.6.6. A Hipótese de Húbris

Conforme Shleifer e Vishny (2003) enfatizam, sua teoria concorre com a Hipótese de Hubris, de Roll (1986), a qual toma por premissa a racionalidade dos mercados e a irracionalidade dos gestores.

Roll (1986) tece como pano de fundo o seguinte passo-a-passo de uma transação de *M&A*: primeiramente a empresa compradora identifica no mercado uma empresa alvo em potencial; na sequência mensura (geralmente com base em informações públicas) qual seria o valor justo por ação da parcela de capital que pretende adquirir da referida empresa alvo; por

fim, se o calculado preço justo estiver abaixo do preço de mercado daquela mesma ação, a empresa compradora desiste de investir numa oferta de aquisição; por outro lado, se estiver acima, uma oferta de aquisição vem à tona.

O ponto focal dessa série de eventos, pontua Roll (1986), é justamente o fato de haver já uma avaliação de mercado ancorando o preço da ação da empresa alvo. Sob a hipótese de mercados eficientes, argumenta o autor, qualquer prêmio pago pela empresa alvo, ou seja, qualquer preço ofertado acima de seu preço de mercado, seria um erro.

Todavia, complementa o autor, isto seria uma verdade somente se os preços de mercado de fato refletissem sempre comportamentos racionais da parte de todos os investidores que o compõem. Sabe-se, entretanto, que os preços de mercado são na verdade médias resultantes de posições assumidas por indivíduos seres humanos que, conforme afirma a psicologia comportamental, eventualmente podem tomar decisões irracionais, especialmente diante de incertezas (ROLL, 1986).

Considerando que a arena de *M&A* é, por essência, uma arena que congrega uma série de decisões individuais, Roll (1986) pondera que, a despeito de as empresas em si poderem engajar-se em vários movimentos de *M&A* ao longo de sua existência, é de se esperar que o gestor potencialmente à frente de uma transação tenha tido (ou terá) poucas oportunidades de deparar-se com negociações da espécie no decorrer de toda a sua carreira – e dificilmente levará em consideração os erros passados cometidos por ele mesmo (ou por terceiros) em situações semelhantes.

Neste contexto, o gestor buscará convencer-se de que o seu julgamento pessoal acerca do valor justo da empresa alvo e da operação combinada é o correto, e que a avaliação do mercado está equivocada. Tal é a circunstância que embasa a Hipótese de Húbris: a presunção do gestor em acreditar que seu julgamento é exato e está acima do consenso do mercado (ROLL, 1986).

Complementarmente, e não obstante a componente de ego que pode estar presente nas negociações de *M&A*, uma vez que tais transações são basicamente negociadas entre representantes da empresa adquirente e representantes da empresa alvo, as pessoas envolvidas nas discussões podem estar motivadas por outros interesses (controle, poder, ganhos pessoais, etc.) que não o simples valor financeiro adicionado para as empresas envolvidas (e seus respectivos acionistas), levando-as a concretizar transações sob motivações equivocadas (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993; BREALEY et al., 2006; LAU; PROIMOS, 2010).

2.6.7. Sumário do referencial teórico

Recapitulando todo o referencial teórico visto até aqui, observa-se que endereçam mais nitidamente a questão da utilização de ações como do meio de pagamento a Teoria da Janela de Mercado, a Hipótese da Sinalização, a Hipótese do Compartilhamento de Risco e a Hipótese da Oportunidade de Investimento, conforme sintetizadas na Tabela 3 a seguir.

Tabela 3 – Referencial teórico sobre o retorno para o acionista da empresa compradora

Teoria ou Hipótese	Síntese da afirmação principal	Argumentos quanto ao financiamento em ações
Teoria da Janela de Mercado	As transações de <i>M&A</i> são uma “forma de arbitragem por parte de gestores racionais operando em mercados ineficientes” (SHLEIFER; VISHNY, 2003, p. 296, tradução nossa).	Fazer uso de ações como meio de pagamento amortece a corrosão do valor do acionista da empresa adquirente no longo prazo (SHLEIFER; VISHNY, 2003). Transações de <i>M&A</i> são mais frequentes no contexto de mercados sobrevalorizados e, nesse caso, a utilização de ações como meio de pagamento é a opção preferida das empresas compradoras (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004).
Hipótese da Sinalização e Teoria do <i>Pecking Order</i>	Os mercados são absolutamente eficientes e racionais com respeito às informações a eles disponibilizadas publicamente e, assim sendo, reagem imediata e racionalmente com certo nível de aprendizagem em relação a quaisquer sinalizações transmitidas pelos gestores das empresas que compõem seus portfolios de investimento (MYERS; MAJLUF, 1984).	Quando um gestor opta por financiar seus investimentos via a emissão de novas ações o mercado tende a interpretar tal escolha como um sinal de que, na visão privilegiada do gestor, a ação da empresa esteja sobreavaliada (“má-notícia”), ajustando imediatamente a sua posição (MYERS; MAJLUF, 1984). Os investimentos são financiados sob uma hierarquia de prioridades em que se dá preferência por recursos internos, seguido de assunção de novas dívidas e, em último caso, emissão de novas ações (MYERS, 1984).
Hipótese do Compartilhamento de Risco	Em contextos de negociação onde impere alta assimetria de informação é natural que a empresa adquirente seja conservadora – algo que tem impacto direto no valor da oferta e pode reduzir a atratividade do negócio para o acionista da empresa alvo (HANSEN, 1987).	A utilização de ações como meio de pagamento (propondo a sociedade ao acionista da empresa alvo) pode materializar-se numa forma de reduzir os riscos inerentes à assimetria de informação sem necessariamente comprometer a atratividade do negócio (HANSEN, 1987).
Teoria do Fluxo de Caixa Livre	A utilização de <i>M&A</i> como alternativa para dar vazão aos excedentes de caixa mostra-se uma estratégia mais propensa a destruir valor (JENSEN, 1986b).	Não aborda diretamente a questão do meio de pagamento. Porém sinaliza que mesmo as transações pagas em dinheiro, quando no contexto de empresas com forte geração de caixa e pobres oportunidades de investimento, tendem a destruir valor para o acionista da empresa compradora – implicações do conflito de agência (JENSEN, 1986a, 1986b).

Teoria ou Hipótese	Síntese da afirmação principal	Argumentos quanto ao financiamento em ações
Hipótese da Oportunidade de Investimento	Nos casos em que a fartura de boas oportunidades de investimento é uma realidade inerente ao setor de atuação, localidade ou momento em que a empresa está inserida, o financiamento via dívida gera ineficiências e destrói valor (JUNG et al., 1994; STULZ, 1990).	Empresas com boas perspectivas de investimento em vista preferirão financiar-se por meio da emissão de novas ações em detrimento da assunção de novas dívidas (JUNG et al., 1994).
Hipótese do Húbris	Os gestores (irracionais) têm a presunção de acreditar que seu julgamento é exato e está acima do consenso do mercado (racional), levando adiante estratégia de aquisição a prêmios elevados, potencialmente destruidoras de valor (ROLL, 1986).	Não entra no detalhe do meio de pagamento.

Fonte: compilado de Jensen (1986a, 1986b), Jung et al. (1994), Hansen (1987), Myers (1984), Myers e Majluf (1984), Mitchell e Mulherin (1996), Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), Roll (1986), Shleifer e Vishny (2003), Stulz (1990), dentre outros.

Pondera-se que a Hipótese do Compartilhamento de Risco e a Hipótese da Oportunidade de Investimento, a despeito de abordarem a questão da escolha de ações como meio de pagamento, tecem suas respectivas considerações mais em função das motivações de tal escolha, tratando suas implicações imediatas de forma mais abrangente.

Tal não é o caso da Teoria da Janela de Mercado e da Hipótese da Sinalização, as quais, por esta razão, serão objeto de averiguação pormenorizada nas seções que se seguem do presente estudo.

2.7. O retorno de uma transação de M&A em função do meio de pagamento

2.7.1. Liquidez, competição e prêmio em transações de M&A

Conforme Schlingemann et al. (2002), o mercado de ativos corporativos é como qualquer outro mercado: para que uma transação aconteça é necessário que existam um comprador e um vendedor alinhados. Dada a circunstância de não haver um mercado organizado em que os ativos corporativos são comercializados, uma empresa que esteja interessada em promover um desinvestimento tem de encontrar um comprador e, de igual modo, um comprador que esteja interessado em fazer um investimento via M&A tem de encontrar um vendedor interessado.

Diz-se que o mercado é líquido quando compradores são encontrados facilmente, situação em que uma empresa interessada em desinvestir consegue atingir tal objetivo a um preço bastante próximo do valor justo atribuído ao seu ativo (assim compreendido o valor presente de seus fluxos de caixa futuros). Por outro lado, o mercado é dito ilíquido quando compradores potenciais são escassos, o que lhes confere alto poder de barganha, fazendo com que a empresa vendedora tenha de oferecer um substancial desconto se insistir na intenção de vender seu ativo. Pretendentes a venda em mercados ilíquidos podem chegar ao ponto de que o referido desconto esteja abaixo do seu valor justo na base *stand alone*, o que faz com que simplesmente adie ou desista da sua decisão de vender (SCHLINGEMANN et al., 2002).

Shleifer e Vishny (1992) fazem distinção entre a liquidez de um ativo (quando este tem aplicações muito específicas, peculiares à indústria ou ao setor em que está inserido) e a liquidez do mercado como um todo: neste caso não somente quanto à disponibilidade de compradores em potencial, tal como apontado por Schlingemann et al. (2002), mas levando em consideração inclusive a sua capacidade de alavancagem, sendo certo que qualquer estratégia de investimento alavancado em dívida ou mesmo em aumento de capital fica mais difícil no contexto de mercados desaquecidos ou em recessão – também conforme Hovakimian e Hutton (2010).

Posto isto, quanto menos dinâmico e aquecido for um mercado, maior desconto os vendedores terão de oferecer para atrair compradores em potencial. O contrário também é verdadeiro. Assim, o volume de transações de *M&A* que ocorrem em um determinado mercado se configura numa boa medida de sua liquidez (SCHLINGEMANN et al., 2002; SHLEIFER; VISHNY, 1992).

Conforme citado na primeira parte deste estudo, Capron e Pistre (2002) ponderam que criação de valor em uma transação de *M&A* não pressupõe captura de valor pela empresa adquirente, a menos que parte da sinergia gerada pela operação seja por ela absorvida, ou seja, utilizando a mesma nomenclatura de Shleifer e Vishny (2003), a menos que o preço P da transação (que, a grosso modo, significa o custo de aquisição para a empresa compradora) seja menor que o valor presente líquido dos benefícios (sinergias) esperados(as): $P < S$.

Como resultado, empresas adquirentes podem observar retornos anormais apenas quando o mercado de controle corporativo em que estão inseridas é imperfeitamente competitivo. Isto se dá na circunstância em que a sinergia estimada entre uma dada empresa compradora e uma dada empresa alvo não pode ser facilmente imitada por outra compradora em potencial – ou seja, a empresa alvo é valiosa (capaz de produzir sinergias) para uma

compradora em particular, e não para várias, o que desmotiva a concorrência de outras possíveis interessadas pelo mesmo ativo (CAPRON; PISTRE, 2002).

De igual forma, se a empresa alvo é igualmente valiosa para ao menos dois interessados em potencial, um processo competitivo se estabelece, o que tende a aumentar o preço P e fazer com que boa parte do valor S (valor presente estimado das sinergias) seja capturado pelo acionista da empresa alvo, que num cenário de competitividade terá maior poder de barganha (CAPRON; PISTRE, 2002).

Complementam Capron e Pistre (2002) que tudo depende de quem é que detém os recursos que justificam as sinergias: se for a empresa alvo, tais recursos serão igualmente valiosos para múltiplas empresas compradoras em potencial; se for uma empresa compradora, a empresa alvo será excepcionalmente valiosa para esta em particular, e talvez, em menor medida, para outras eventuais interessadas (embora nenhuma seja capaz de replicar perfeitamente os recursos da compradora principal).

Assim Capron e Pistre (2002) estabelecem e confirmam empiricamente três cenários: (i) quando as oportunidades de exploração de sinergias são oriundas dos recursos controlados pela empresa alvo, não dependendo esta de nenhuma empresa compradora em particular, tal condição lhe confere amplo poder de barganha para negociar com um leque diversificado de potenciais interessados que competem entre si, possibilitando-a conseguir capturar um preço P muito próximo do valor S ; (ii) no outro extremo, quando as oportunidades de exploração de sinergias são oriundas dos recursos controlados por uma empresa compradora em particular, o poder de barganha migra para as suas mãos, pois deixa de ter concorrentes à sua altura no processo e usa isso a seu favor para aumentar ao máximo a distância entre $P < S$; e (iii) no meio termo, quando empresas compradora e alvo dividem entre si os recursos necessários à exploração das sinergias em potencial, espera-se que haja uma divisão, não necessariamente igualitária, de tais benefícios entre ambas (neste caso levará vantagem aquela que tiver alternativas concretas de replicar seus recursos em outra oportunidade, em substituição à transação pretendida, aumentando assim seu poder de barganha).

Assim, voltando à questão da liquidez e do nível de atividade do mercado em que se dá a transação, observa-se que enquanto alguns mercados mostram-se mais concorridos (demandando dos compradores o pagamento de maiores prêmios para atingirem seus objetivos de aquisição), outros têm níveis de liquidez e atividade mais modestos – sendo tal uma verdade comprovada especialmente nos mercados fora do eixo Estados Unidos, Reino Unido e Canadá (ALEXANDRIDIS et al., 2010; ROSSI; VOLPIN, 2004).

Concluindo este tópico, pondera-se que, em ambientes de menor concorrência, a oferta de prêmios inferiores é inclusive capaz de compensar (ou ao menos anular) os efeitos negativos resultantes do anúncio de uma transação paga em ações de emissão da empresa compradora. Tal constatação é demonstrada no trabalho de Alexandridis et al. (2010), que será tratado em detalhe mais adiante.

2.7.2. *Revisão da literatura quanto ao pagamento em ações e suas implicações*

Em que pese, conforme já visto, a estratégia de *M&A* seja um aspecto importante da gestão corporativa, não raro as empresas adquirentes não atingem os esperados benefícios econômicos e seus acionistas são penalizados por resultados significativamente negativos na sequência do anúncio da transação (LAU; PROIMOS, 2010).

Em seus respectivos levantamentos teóricos quanto à questão do retorno produzido por transações de *M&A*, Alexandridis et al. (2010), Bruner (2004) e Martynova e Renneboog (2008) observam que o resultado que emerge da maioria dos estudos empíricos relacionados ao tema (quase todos concentrados nos mercados norte-americano ou britânico) aponta para perdas significativas ou, quando muito, retornos próximos de zero para os acionistas das empresas adquirentes, principalmente quando a transação envolve pagamento em ações.

O estudo do meio de pagamento em *M&A* é razoavelmente explorado na literatura, que, conforme já mencionado, em geral conclui que transações pagas em ações destroem valor ou, no melhor cenário, geram retornos próximos de zero para os acionistas das empresas compradoras (BINO; PANA, 2010; SUNG, 1993; TRAVLOS, 1987; WANSLEY et al., 1987).

Travlos (1987), analisando uma amostra de 167 transações realizadas no mercado norte-americano entre 1972 e 1981, confirma a Hipótese da Sinalização (MYERS; MAJLUF, 1984), demonstrando que transações pagas em ações produzem retornos anormais negativos para os acionistas da empresa adquirente no entorno do anúncio da transação, ao passo que transações pagas em dinheiro produzem retornos dentro do esperado (normais).

Wansley (1987), sob uma amostra de 199 transações ocorridas no mercado norte-americano entre 1970 e 1978, chega a conclusão semelhante, também corroborando com a Hipótese da Sinalização, ao identificar retornos negativos (ou, no melhor cenário, próximos de zero) para transações pagas em ações.

Sung (1993) examina os efeitos da sobre-precificação combinada à forma de financiamento (dinheiro ou ações) em 222 transações de *M&A* ocorridas no mercado norte-americano entre 1974 e 1987. O autor confirma a existência de uma relação significativamente negativa entre a sobre-avaliação da empresa alvo e o retorno para o acionista da empresa adquirente. Embora em ambos os casos, qualquer que seja o meio de pagamento ofertado, o resultado medido para o acionista da empresa compradora seja negativo, Sung (1993) identifica que no caso do pagamento em ações o efeito destrutivo é maior.

Ademais identifica que, *ceteris paribus*, o pagamento em dinheiro é mais comum de ser ofertado por empresas com uma geração de caixa acima da média do seu setor, ao passo que o pagamento em ações é mais frequentemente ofertado por empresas que têm uma geração de caixa comum à média das demais empresas do setor em que atuam (SUNG, 1993)

Bino e Pana (2010), analisando uma amostra de 142 transações integralmente pagas em ações, completadas no mercado norte-americano entre 1998 e 2001, observam que os acionistas das empresas adquirentes que fazem uso de ações como meio de pagamento perdem, em média, 4% de valor no entorno do anúncio da transação, ao passo que os acionistas das empresas alvo vêm suas ações se valorizarem em média 19% no mesmo período.

Algumas pesquisas, todavia, identificam situações que se contrapõem ao senso comum, a depender, por exemplo, do parâmetro de comparação (DUBE; GLASCOCK, 2006; SAVOR; LU, 2009) ou do ambiente em que se dá a transação (ALEXANDRIDIS et al., 2010; SEHGAL et al., 2012).

Analisando 255 aquisições domésticas anunciadas entre 1975 e 1996 nos Estados Unidos, capitaneadas por empresas listadas na bolsa norte-americana e que culminem com o fechamento de capital da correspondente empresa alvo, Dube e Glascock (2006) investigam diferenças em *performance* pós-*M&A* no âmbito do risco, do retorno operacional e do comportamento das ações das empresas adquirentes que fizeram uso de dinheiro como meio de pagamento versus aquelas que fizeram uso de ações.

Independentemente de as transações serem hostis ou amigáveis, pagas em dinheiro ou em ações, os autores não encontram evidências de retornos anormais (ajustados pelo risco) para os acionistas das empresas adquirentes. Porém concluem que as transações amigáveis, embora envolvam prêmios menores que as transações hostis, aumentam o risco da empresa adquirente, principalmente quando conjugados com pagamentos em dinheiro.

O quadro geral da empresa adquirente para transações concluídas sob esse tipo de abordagem (amigável), independentemente do meio de pagamento, é: aumento significativo do risco intrínseco, aumento da alavancagem operacional e deterioração da *performance* operacional – sendo o diagnóstico da *performance* operacional um pouco pior nos casos de transações amigáveis pagas em ações (DUBE; GLASCOCK, 2006).

As *tender offers*, por sua vez, conforme as observações dos autores, não produzem alterações significativas no longo prazo, seja nas métricas de risco ou nas métricas de *performance* operacional.

Vale observar que na amostra levantada por Dube e Glascock (2006), 87% das *tender offers* utilizam dinheiro como meio de pagamento integral e 96% utilizam dinheiro como meio de pagamento predominante, ao passo entre as transações amigáveis, 49% utilizam ações como meio de pagamento integral e 62% como meio de pagamento predominante. A predominância do pagamento em dinheiro em *tender offers* é também uma característica identificada por Sung (1993).

Diferentemente de Dube e Glascock (2006) e Sung (1993), que, embora implementem ajustes no sentido de comparar semelhantes, limitam-se a analisar a performance de empresas que optaram por *M&A* versus a performance daquelas que não optaram, Savor e Lu (2009) apresentam uma componente inovadora em sua análise: comparam somente a performance de empresas com a mesma motivação estratégica – ou seja, empresas que em um dado momento anunciaram a intenção firme de celebrar uma transação de *M&A* com um alvo específico, fazendo separação entre aquelas que foram bem sucedidas em concluir o negócio versus aquelas que não foram.

Assim, a amostra de Savor e Lu (2009) consiste em 1.773 transações concluídas e 355 transações não concluídas, todas anunciadas nos Estados Unidos por empresas norte-americanas de capital aberto, entre 1978 e 2003. Destaca-se que, entre as causas de insucesso, os autores incluem somente fatores exógenos que impeçam a conclusão exitosa da transação, quais sejam: restrições de ordem regulatória ou *antitruste*, ofertas concorrentes que não puderam ser suplantadas, ou, ainda, mudanças significativas inesperadas no ambiente em que se dá a transação, fortes a ponto de justificarem a retirada da oferta.

Sob tal panorama, Savor e Lu (2009) identificam que transações viabilizadas por meio da troca de ações destroem valor para o acionista da empresa adquirente, seja no curto ou no longo prazos.

Porém (e eis aí a grande novidade em relação às conclusões tradicionais), ao comparar o desempenho das empresas bem sucedidas em completar suas transações via troca de ações

com o desempenho daquelas que não tiveram o mesmo êxito, os autores descobrem que a *performance* das últimas é muito pior que a das primeiras. Ou seja, a despeito dos resultados negativos, adquirentes bem sucedidos em transações pagas por meio de troca de ações superam, com considerável margem, seus pares que foram frustrados na mesma estratégia (SAVOR; LU, 2009).

Tal constatação corrobora fortemente com a Teoria Neoclássica (MITCHELL; MULHERIN, 1996) e a Teoria da Janela de Mercado (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Complementam os autores que uma empresa com oportunidades modestas de crescimento deve sentir-se particularmente pressionada a impulsionar sua *performance* futura e, conseqüentemente, envolver-se em transações que tenham uma menor probabilidade de sucesso do que aquelas aventadas por empresas com melhores perspectivas. Não obstante, o fracasso de uma empresa em concluir uma pretendida transação pode representar um sinal adverso sobre a competência do seu time gestor ou sobre as perspectivas do seguimento em que está inserida (SAVOR; LU, 2009).

Importante notar que os autores não refutam a Hipótese da Sinalização (MYERS; MAJLUF, 1984). Pelo contrário: corroboram com ela ao identificarem que, no entorno do seu anúncio, transações que envolvem troca de ações produzem retornos imediatos significativamente negativos.

Todavia, no longo prazo os autores observam um descolamento entre o desempenho das adquirentes que conseguiram concluir suas pretendidas transações via troca de ações versus aquelas que não foram bem sucedidas na mesma estratégia, demonstrando ser o seu resultado de longo prazo significativamente superior ao que teriam alcançado sem tais transações, concluindo que transações pagas em ações geram valor para os acionistas das empresas adquirentes, a longo prazo, mesmo depois de levar em conta a reação inicial do mercado (SAVOR; LU, 2009).

Em linha com a literatura tradicional sobre o assunto, os autores também evidenciam que empresas adquirentes que valem-se de dinheiro como meio de pagamento tendem a produzir retornos positivos para os seus acionistas. Porém, de forma contrária à conclusão a que chegam no caso das transações pagas em ações, as transações pagas em dinheiro não demonstram discrepâncias significativas entre o desempenho das adquirentes bem sucedidas versus o desempenho daquelas que tiveram insucesso na estratégia de *M&A*. Tal verificação não valida a Teoria Neoclássica, mas legitima a Teoria da Janela de Mercado (SAVOR; LU, 2009).

Assim, a frustração de uma pretensa empresa adquirente em concretizar uma transação anunciada provoca reflexos distintos para o seu acionista, a depender do meio de pagamento escolhido: (i) se em ações, desempenho muito abaixo de seus pares de sucesso; e (ii) se em dinheiro, indiferente (SAVOR; LU, 2009).

Savor e Lu (2009) afirmam, ainda, que enquanto adquirentes que usam dinheiro como meio de pagamento apoiam-se somente na captura de sinergias ou na subavaliação da empresa alvo como alicerces de geração de valor para seus acionistas, adquirentes que fazem uso de ações como meio de pagamento usufruem de um benefício adicional – que é a sobre-avaliação de sua ação como moeda de troca.

Inclusive, a possibilidade de utilizar-se de suas próprias ações como moeda de troca em transações de *M&A* é sugerida por Hovakimian e Hutton (2010) como uma das vantagens de tornar-se uma empresa de capital aberto – justamente pela possibilidade de fazer uso de ações de sua emissão como meio de pagamento no momento em que estas estejam sobre-avaliadas (o que corresponde a uma importante redução nos custos de transação).

Ainda outros autores acrescentam visões complementares acerca do meio de pagamento em operações de *M&A*:

- a) Sehgal et al. (2012), analisando os emergentes Brasil, Rússia, Índia, China, Coréia do Sul e África do Sul, identificam retornos anormais para transações pagas em ações, ao passo que transações pagas em dinheiro, nestes mercados, tendem a destruir valor (em tal conclusão os autores se apoiam na Hipótese do Compartilhamento de Risco, conforme vista acima, posto que estes são mercados cujo ambiente regulatório é ainda incipiente e, portanto, há presença significativa de assimetria de informação);
- b) Bino e Pana (2010), sob a ótica da operação combinada (empresa adquirente + empresa alvo) evidenciam que transações pagas por meio de troca de ações não são nem geradoras e nem tampouco destruidoras de valor, mas neutras;
- c) Lau e Proimos (2010), ao analisarem (por meio de estudo de evento) transações de *M&A* ocorridas no mercado australiano entre 1999 e 2004, concluem que pagamento 100% em dinheiro é o meio preferido, tanto de empresas adquirentes como de empresas alvo, e que transações pagas integralmente em ações predominantemente destroem valor;
- d) Chidambaran et al. (2009), analisando transações domésticas norte-americanas entre 1988 e 2005, evidenciam que transações pagas em ações são mais comuns de acontecer após a valorização do preço da ação da empresa adquirente, em

momentos de mercado aquecido em *M&A* – porém, em linha com a Hipótese da Sinalização, transações pagas em ações não produzem resultados satisfatórios para os acionistas da empresa adquirente, especialmente quando a negociação se dá num momento aquecido de mercado (situação que pressupõe o pagamento de maiores prêmios a favor da empresa alvo).

Estes e outros resultados empíricos estão sintetizados na Tabela 4 adiante.

Por fim, Alexandridis et al. (2010), fazendo uso de uma abordagem mais abrangente que a literatura tradicional (que normalmente se restringe a analisar os mercados norte-americano e britânico), apresentam evidência inovadora relacionada aos ganhos oriundos de transações de *M&A*.

Tomando por base uma amostra global de 4.577 transações anunciadas entre 1990 e 2007, originadas em 39 países, de todos os continentes, eles identificaram que adquirentes fora do eixo dos mercados mais competitivos pagam prêmios mais baixos e, portanto, realizam ganhos relevantes, inclusive em transações pagas por meio de troca de ações – as quais, no pior cenário, produzem ao menos resultados significativamente não negativos para os seus acionistas (ALEXANDRIDIS et al., 2010).

Apoiados na premissa de que em ambientes de alta competitividade e ampla proteção regulatória o pagamento de maiores prêmios se dá com mais intensidade – condição em que a empresa alvo se apropria de parte significativa do valor da transação, em detrimento do resultado apurado pela empresa adquirente –, Alexandridis et al. (2010) buscam explorar diferenças entre os mercados mais competitivos (assim classificados Estados Unidos, Reino Unido e Canadá – ERC) e os mercados menos competitivos, quais sejam: Resto do Mundo (RdM), Resto da Europa (RdE), Japão, Resto da Ásia (RdA), Oceania, África do Sul e América Latina (LatAm).

Nesta linha os autores identificam, por exemplo, que a média (mediana) do prêmio pago no grupo ERC é tipicamente 41% (47%) superior ao observado no RdM, e que, por consequência, os resultados para os acionistas das empresas alvo do RdM é, em média, a metade do resultado auferido pelos acionistas das empresas alvo nos ERC (ALEXANDRIDIS et al., 2010).

Concluem os autores que em geral, e contrariamente aos estudos previamente realizados nos mercados maduros, as transações realizadas fora do eixo ERC são geradoras de valor ou, ao menos, conservadoras de valor.

Assim, Alexandridis et al. (2010) evidenciam que, em mercados tidos como menos competitivos (constructo a ser melhor explorado mais adiante), mesmo transações pagas em ações são ao menos conservadoras de valor, sugerindo que os efeitos negativos da sinalização por ocasião do anúncio da transação podem ser compensados pelo pagamento de menores prêmios (dada a menor competitividade).

É sobre tal contraponto que o presente trabalho se alicerça. Superado o contexto teórico até aqui abordado, a seção a seguir propõe-se a detalhar a metodologia que embasará as análises e conclusões adiante apresentadas.

3. METODOLOGIA E SELEÇÃO DA AMOSTRA

O estudo de Alexandridis et al. (2010) balizará boa parte da metodologia aplicada ao presente trabalho.

Antes, todavia, de seguir para o seu detalhamento, cabe tecer importantes comentários sobre alguns pressupostos e ferramentas que alicerçam boa parte dos estudos empíricos acerca do retorno produzido por transações de *M&A* em função do meio de pagamento, quais sejam: a Hipótese dos Mercados Eficientes; o estudo de evento; e a definição do *benchmark* para cálculo do retorno anormal acumulado.

3.1. A Hipótese dos Mercados Eficientes

Conforme ilustração proposta por Bodie et al. (2005), supondo uma previsão de que o preço por ação de uma empresa XYZ, que hoje vale \$100, tenha a expectativa de aumentar consideravelmente em 3 dias para \$110, os investidores que tiverem acesso a tal previsão empenhar-se-ão fortemente para comprar ações da empresa ao preço de hoje, capturando o ganho da valorização prevista. Ocorre que, por outro lado, aqueles investidores que já detinham a ação a \$100 não terão interesse de vendê-la a esse preço, posto o cenário de valorização no curtíssimo prazo. Tal embate entre oferta e demanda refletir-se-á em aumento imediato do preço da ação da empresa XYZ, e a apreciação anteriormente prevista em 3 dias será capturada instantaneamente. Em outras palavras, o preço da ação será imediatamente ajustado à boa nova contida na previsão.

Assim, qualquer previsão favorável de *performance* futura será automaticamente refletida no presente, uma vez que todos os participantes do mercado tentarão tomar suas posições antecipadamente, buscando participarem de tal apreciação. Dito de outra forma, qualquer informação que possa ser usada para prever *performance* futura produzirá seus efeitos imediatamente (BODIE et al., 2005).

Na medida em que exista qualquer indicativo de que uma dada empresa esteja subavaliada, e, portanto, ofereça uma oportunidade de ganho com a valorização do preço de sua ação, os investidores agirão em manada, determinados em comprar tal ação, o que imediatamente antecipará a sua apreciação, trazendo-a ao patamar justo – nível em que o

preço reflete apenas os ganhos ordinários esperados, ou seja, os ganhos na proporção dos riscos inerentes àquele papel (BODIE et al., 2005).

Uma vez sob consenso os fundamentos de sua sustentação, os preços reagem positiva ou negativamente, até alcançarem seu patamar justo, na medida em que novas informações sejam trazidas ao conhecimento do mercado. Dito de outra forma, conforme Bodie et al. (2005), posto que os preços são determinados de forma racional, somente novas informações produzirão neles alterações.

O entendimento de que o preço por ação de uma dada empresa já incorpora toda a informação sobre ela disponível é chamado de Hipótese dos Mercados Eficientes - HME (BODIE et al., 2005; BREALEY et al., 2006).

Alguns conceitos-chave estão implícitos na HME. Primeiramente, eficiência de mercado não pressupõe que o preço de mercado da ação de uma dada empresa j seja idêntico ao seu preço verdadeiro em todos os momentos t ; pressupõe, isto sim, que todos os erros da precificação de mercado sejam sem viés. Ou seja, a HME está sustentada sobre a premissa de que o preço de mercado pode ser maior ou menor que o preço verdadeiro, desde que tais desvios sejam aleatórios, implicando que a soma de tais erros seja igual a zero: $\sum \epsilon_{jt} = 0$ (DAMODARAN, 2002; WESTON et al., 1990).

Em segundo lugar, o fato de os desvios ao redor do preço verdadeiro serem aleatórios implica em que exista igual chance de o preço de mercado estar sub- ou sobre-avaliado em qualquer momento t , e que tais desvios não têm qualquer correlação com qualquer variável passível de observação (DAMODARAN, 2002).

Finalmente, a aleatoriedade dos desvios implica em que nenhum investidor possa consistentemente identificar ativos sub- ou sobreavaliados, qualquer que seja a estratégia empregada (DAMODARAN, 2002), a não ser quando tome conhecimento de novas informações (BODIE et al., 2005; MYERS; MAJLUF, 1984).

Apoiada em tais premissas (aleatoriedade e independência dos desvios), a Hipótese dos Mercados Eficientes dá sustentação a uma importante ferramenta de pesquisa: o estudo de evento (BODIE et al., 2005).

3.2. Calculando retornos anormais por meio do estudo de evento

Dado que o preço da ação sofre ajustes somente mediante o advento de novas informações, é possível inferir o impacto de um dado evento (nova informação) examinando o

comportamento do preço da ação durante o período em que tal evento ocorre (BODIE et al., 2005).

O resultado não esperado (anormal) que emerge de um evento consiste na diferença entre o resultado de fato observado pelo comportamento do preço da ação e aquele que se esperaria frente à *performance* do mercado (BODIE et al., 2005; BREALEY et al., 2006).

O resultado inesperado (ou ganho anormal) é justamente aquele que descola, para mais ou para menos, do resultado esperado (ou ganho ordinário). A estratégia geral do estudo de evento, portanto, é estimar o retorno anormal no entorno da data em que uma nova informação seja disponibilizada ao mercado (BODIE et al., 2005).

Conforme Weston et al. (1990), no caso específico da aplicação da metodologia do estudo de evento para auxiliar na análise de retornos anormais em transações de *M&A*, o primeiro passo consiste em definir o período a ser observado. Usualmente tal período é centralizado na data de anúncio da transação (o dia 0 na janela do evento).

O importante ao se escolher a extensão da janela é garantir que sua abrangência será suficiente para capturar todos os efeitos do evento no preço da ação. Janelas muito curtas podem não atingir tal êxito. Janelas muito extensas, por sua vez, em que pese assegurarem que boa parte dos efeitos seja capturada, acabam sendo contaminadas por outras informações que colocam em risco a qualidade da análise (WESTON et al., 1990).

De acordo com Damodaran (2002), diante de um evento (nova informação) o mercado pode reagir de três formas distintas: (i) instantaneamente, já atingindo o consenso de novo preço justo; (ii) gradativamente, até alcançar o consenso de novo preço justo; e (iii) exageradamente, no início, ajustando-se depois até alinhar-se quanto ao novo preço justo. Somente a primeira forma de reação, afirma o autor, é consistente com a Hipótese de Mercados Eficientes. Já as outras duas, por sua vez, denotam que enquanto o mercado como um todo está digerindo o evento, investidores melhor aparelhados têm a chance de realizar ganhos extraordinários.

Compilação feita por Bruner (2004), com um total de 54 pesquisas empíricas que se propuseram a mensurar o retorno anormal produzido por transações de *M&A* com base na metodologia do estudo de evento, demonstra que a preferência mais comum é por janelas de 2 ou 11 dias. Ou seja, sendo t' a data do evento (anúncio da transação), as janelas mais comuns de serem analisadas são $t' - 1$ a $t' + 0$, bem como $t' - 5$ a $t' + 5$.

Definido o tamanho da janela do evento, o passo seguinte é calcular o que seria o retorno esperado (ordinário) para aquele período. Existem três métodos mais comumente usados para isso (BROWN; WARNER, 1985): (i) Método do Retorno Médio Ajustado; (ii)

Método do Modelo de Mercado e (iii) Método do Retorno de Mercado Ajustado, sendo que ambos, conforme Weston et al. (1990), na maioria dos casos produzem resultados semelhantes.

Considerando uma empresa j , seu retorno esperado é \hat{R}_{jt} e seu retorno observado é R_{jt} .

Para calcular \hat{R}_{jt} pelo Método do Retorno Médio Ajustado, um período não enviesado deve ser selecionado para dele se extrair o comportamento ordinário médio do preço da ação. Tal período deve ser imediatamente anterior à janela escolhida para o estudo do evento e deve assegurar que nenhuma informação relacionada ao evento esteja a afetá-lo (WESTON et al., 1990).

Assim, conforme Weston et al. (1990), se a janela escolhida for $t' - 40$ a $t' + 10$, por exemplo, o retorno médio ajustado dos 200 dias anteriores à janela será dado por:

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_{jt} = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{jt}}{200}$$

Já pelo Método do Modelo de Mercado são estimados os parâmetros da seguinte regressão:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$$

onde R_{mt} é o retorno proporcionado pelo índice de mercado (*benchmark*) ao longo da janela do evento sob análise, $\hat{\beta}_j$ é a medida de sensibilidade de j em relação ao retorno de mercado, e $\hat{\alpha}_j$ é a medida de resultado médio independente do mercado – portanto aquele que a ação entregaria na hipótese de o retorno de mercado ser igual a zero (BODIE et al., 2005; WESTON et al., 1990).

Os parâmetros $\hat{\alpha}_j$ e $\hat{\beta}_j$ da regressão são obtidos com base na observação do comportamento da ação em períodos anteriores ao evento, em extensão suficiente para garantir a sua independência em relação aos efeitos por ele produzidos (DRAPER; PAUDYAL, 2006). O importante, reforçam Bodie et al. (2005), é assegurar que o período utilizado para a estimação dos parâmetros não esteja contaminado pelo evento em si ou quaisquer outros que possam prejudicar a imparcialidade da análise, tal como aconselham Weston et al. (1990) no caso da estimação de \bar{R}_{jt} .

O Método do Retorno de Mercado Ajustado é o método mais simples: o resultado previsto para a ação da empresa j em um dia dentro da janela do evento é tão somente o resultado observado do índice de mercado naquele mesmo dia (WESTON et al., 1990). Assim:

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Ponderam Weston et al. (1990) que, embora simples, o Método do Retorno de Mercado Ajustado é factível, uma vez que pode ser uma aproximação do Método do Modelo de Mercado ao assumir $\hat{\alpha}_j = 0$ e $\hat{\beta}_j = 1$. Considerando que o valor de $\hat{\alpha}_j$ é costumeiramente baixo e o $\hat{\beta}_j$ médio da maioria das empresas fica ao redor de 1, “tal aproximação usualmente produz resultados satisfatórios” (WESTON et al., 1990, p. 219, tradução nossa).

Draper e Paudyal (1999) confirmam este entendimento quando, após calcularem \bar{R}_{jt} e os parâmetros $\hat{\alpha}_j$ e $\hat{\beta}_j$ com base em período de estimação de 500 dias, identificam que os três métodos produzem conclusões semelhantes, apresentando, então, somente os resultados do Método do Retorno de Mercado Ajustado em seu relatório.

Complementam os mesmos autores que a independência dos parâmetros $\hat{\alpha}_j$ e $\hat{\beta}_j$, premissa básica dos Modelos de Mercado e de Retorno Médio Ajustado, fica comprometida nos casos em que a empresa j esteja envolvida em outras transações de *M&A* ao longo do período de estimação. Assim, o Método do Retorno de Mercado Ajustado, que não necessita de estimadores, é o mais indicado para tais situações (DRAPER; PAUDYAL, 2008). Tal é também a metodologia empregada por Alexandridis et al. (2010), Faccio et al. (2009) e Tsai (2008) em seus respectivos trabalhos.

Finalmente, o resultado residual (ou retorno anormal) de cada dia da janela do evento é calculado por:

$$r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Para completar o estudo de evento é necessário então somar o r_{jt} de cada dia da janela, obtendo assim o retorno anormal acumulado – ou *CAR*, de *Cumulative Abnormal Return* – medida necessária para melhor compreender o comportamento da ação ao longo de todo o período sob interesse, dentro do qual se entende que o mercado estará reagindo à nova informação divulgada (BODIE et al., 2005; WESTON et al., 1990).

Assim, o *CAR* será:

$$CAR_{j,k,l} = \sum_{t=k}^l r_{jt}$$

Onde $CAR_{j,k,l}$ corresponde ao retorno anormal (r_{jt}) acumulado entre $t = k$ e $t = l$ (CAPRON; PISTRE, 2002).

Existem ainda outros modelos comumente utilizados para o cálculo do retorno anormal em estudos de evento, quais sejam: o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e o Modelo Três Fatores de Fama e French (1992).

Assim como o Modelo do Retorno de Mercado Ajustado, o CAPM é recomendável nos casos de ocorrência de um ou mais eventos ao longo do período de estimação dos parâmetros $\hat{\alpha}_j$ e $\hat{\beta}_j$, situação que poderia comprometer a independência destes e, portanto, prejudicar a análise, conforme ponderam Draper e Paudyal (2006, 2008).

O Modelo de Três Fatores de Fama e French (FF) é tido como mais avançado (DUBE; GLASCOCK, 2006), posto que, além do índice de mercado já contemplado pelo CAPM, agrega à análise outros dois componentes: um *portfolio SMB* (de *small minus big*), que reflete os retornos relativos de empresas pequenas versus grandes; e um *portfolio HML* (de *high minus low*), que, considerando o índice *book-to-market* (B/M, preço por ação a valor de livro pelo preço por ação a valor de mercado), reflete os retornos relativos de empresas com altos índices B/M versus empresas com baixos índices B/M (BODIE et al., 2005).

Assim, o modelo FF é dado por:

$$R_j - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2SMB + \beta_3HML + \varepsilon_j$$

onde R_f é o retorno livre de risco, $R_j - R_f$ é o prêmio de risco da ação e $R_m - R_f$ é o prêmio de risco do mercado (DRAPER; PAUDYAL, 2006).

O intercepto α da regressão, seja no caso do CAPM ou do FF, corresponde ao retorno anormal (extraordinário) da ação j (DRAPER; PAUDYAL, 2006). Os coeficientes β_1 , β_2 e β_3 são medidas de sensibilidade dos correspondentes fatores de risco que os seguem (BODIE et al., 2005).

Em se tratando da abrangência da amostra a ser analisada no presente estudo, sob a necessidade de levantar dados de diferentes países dos 5 continentes do mundo, e considerando em especial a complexidade de aplicar, sob tal contexto, as metodologias do

Modelo de Mercado, Retorno Médio Ajustado, FF ou CAPM, a presente pesquisa desenvolverá estudo de evento apoiada no Modelo do Retorno de Mercado Ajustado, tal como em Alexandridis et al. (2010), Draper e Paudyal (1999, 2008), Faccio et al. (2009) e Tsai (2008).

3.2.1. *Benchmarks em mercados fora dos EUA*

Em se tratando de uma pesquisa que se propõe a analisar e comparar resultados de diferentes grupos de países, a preocupação que emerge da adoção do Modelo do Retorno de Mercado Ajustado é justamente quanto à escolha do índice de mercado (R_{mt}) que servirá de parâmetro (ou *benchmark*) para o cálculo dos retornos anormais ao longo da janela de evento.

Em avaliações de empresas, o modelo mais comum de ser adotado é o CAPM, sendo o índice de mercado norte-americano S&P 500 o *benchmark* mais amplamente aceito (DAMODARAN, 2002).

Todavia, replicar tal *benchmark* para a avaliação de empresas originárias de países que não os Estados Unidos requer uma série de ajustes que agregaram uma complexidade de variáveis adicionais, tais como o tratamento de diferenças de inflação e taxas de câmbio e o acréscimo do risco país correspondente (BRUNER, 2004; DAMODARAN, 2002).

A adoção de tais ajustes inviabilizaria a pretendida análise, dado o tamanho da amostra em perspectiva. Por outro lado, a utilização do mesmo *benchmark* (sem os correspondentes ajustes) para todas as empresas da amostra poderia enviesar os resultados – dada a possibilidade de o S&P 500 não refletir, por exemplo, o retorno normal esperado da ação de uma empresa chinesa ou francesa.

Esse impasse é solucionado pela observação dos parâmetros empregados pelas pesquisas mapeadas sobre estudo de evento: todas as que se dedicam a analisar mercados fora dos Estados Unidos utilizam como *benchmark* (R_{mt}) o próprio índice de mercado de referência da ação sob análise – ver Alexandridis et al. (2010), Draper e Paudyal (1999, 2006, 2008), Faccio et al. (2009), Lau e Proimos (2010), Sehgal et al. (2012).

Dado o histórico progresso que valida a escolha, o mesmo procedimento será seguido pelo presente trabalho.

A Tabela 4 a seguir sintetiza as conclusões de 16 pesquisas empíricas baseadas em estudos de evento, bem como as principais características da metodologia aplicada por cada uma delas.

Tabela 4 - Retorno Médio para o Acionista da Empresa Compradora

	Artigo	Período Observado	Abrangência	Modelo	Amostra Final	Janela	Meio de Pagamento	Retorno Médio (%)
1	Travlos (1987)	1972 - 1981	EUA	MM (121 dias)	167	21 dias (-10, +10)	Dinheiro Ações	-0,13 -1,60
2	Draper e Paudyal (1999)	1988 - 1996	Reino Unido	RMA	349	3 dias (-1, +1)	/	-0,64
3	Capron e Pistre (2002)	somente M&As horizontais	EUA e Europa	MM (131 dias)	101	22 dias (-20, +1)	/	-0,34
4	Grahan et al. (2002)	1980 - 1995	EUA	MM (150 dias)	356	3 dias (-1, +1)	/	-0,78
5	Moeller et al. (2005)	1980 - 2001	EUA	MM (200 dias)	12.023	3 dias (-1, +1)	/	0,01
6	Draper e Paudyal (2006)	1981 - 2001	Reino Unido	CAPM / FF	5.389	3 dias (-1, +1)	Dinheiro Ações	0,55 / 0,56 0,05 / 0,17
7	Faccio et al. (2009)	1996 - 2001	Europa	RMA	735	5 dias (-2, +2)	Dinheiro Ações Mix	0,03 -1,81 -0,66
8	Moeller et al. (2007)	1980 - 2002	EUA	MM (200 dias)	4.322	3 dias (-1, +1)	Dinheiro Ações	0,67 -2,28
9	Masulis et al. (2007)	1990 - 2003	EUA	MM (200 dias)	3.333	5 dias (-2, +2)	Dinheiro Mix	0,80 -0,29
10	Tsai (2008)	1993 - 1999	EUA	RMA	91	3 dias (-1, +1)	Dinheiro	-0,03
11	Draper e Paudyal (2008)	1985 - 2003	Reino Unido	RMA	9.620	5 dias (-2, +2)	/	0,72
12	Chidambaran et al. (2009)	1988 - 2005	EUA	MM (210 dias)	2.510	5 dias (-2, +2)	Dinheiro Ações Mix	0,00 -0,03 -0,02
13	Bino e Pana (2010)	1998 - 2001	EUA	MM (200 dias)	142	3 dias (-1, +1)	Ações	-4,06

Artigo	Período Observado	Abrangência	Modelo	Amostra Final	Janela	Meio de Pagamento	Retorno Médio (%)
14 Alexandridis et al. (2010)	1990 - 2007	39 países ERC / RdM	RMA	4.577	5 dias (-2, +2)	Dinheiro Ações Mix	0,44 / 1,72 -2,29 / 1,63 -1,25 / 1,01
15 Lau e Proimos (2010)	1999 - 2004	Austrália	MM (261 dias)	191	11 dias (-5, +5)	Dinheiro Ações Mix	-1,02 1,42 -3,01
16 Sehgal et al. (2012)	2005 - 2009	BRA, RUS, IND, CHI, COS e AFS	MM (100 dias)	116	3 dias (-1, +1)	Dinheiro Ações Mix	0,03 0,02 0,09

MM = Método do Retorno Médio Ajustado; RMA = Método do Retorno de Mercado Ajustado; FF = Modelo de Fama e French; ERC = Estados Unidos; Reino Unido e Canadá; RdM = Restante do Mundo; BRA = Brasil; RUS = Rússia; IND = Índia; CHI = China; COS = Coreia do Sul; AFS = África do Sul.

As seções a seguir serão dedicadas à delimitação das hipóteses de pesquisa, à seleção e tratamento da amostra e à análise estatística dos resultados, finalizando com a conclusão do presente estudo.

3.3. Delimitação das hipóteses de pesquisa

O presente estudo se propõe a analisar o retorno para o acionista da empresa adquirente em função da escolha do meio de pagamento.

Conforme já explanado anteriormente, ampla gama de pesquisa ao redor do tema conclui que transações de *M&A* pagas em ações são potencialmente destruidoras de valor para o acionista da empresa adquirente. Todavia, conforme exposto por Alexandridis et al. (2010) e também explicitado na Tabela 4 anteriormente vista, boa parte da pesquisa empírica desenvolvida até aqui restringe-se aos mercados norte-americano e britânico, onde se observa historicamente o pagamento de maiores prêmios (ROSSI; VOLPIN, 2004).

Prêmios, consoante o anteriormente exposto, têm relação direta com o montante do valor da sinergia potencial da transação que é absorvido pelo acionista da empresa alvo. E, quanto maior o prêmio, maior o custo de transação para a empresa adquirente – maior também o risco de esta incorrer numa sobre-precificação e seus malefícios – quando $P > S$ (CAPRON; PISTRE, 2002; SHLEIFER; VISHNY, 2003).

Arenas de negociação em que mais de um comprador em potencial disputa o mesmo alvo tendem a ser mais competitivas e, em tais ambientes (que se assemelham a verdadeiros leilões), a empresa adquirente tem de ofertar maiores prêmios para tornar sua oferta atrativa

perante as demais opções à disposição da empresa alvo (CAPRON; PISTRE, 2002; SCHLINGEMANN et al., 2002; SHLEIFER; VISHNY, 1992).

Quaisquer pagamentos acima do valor de mercado da empresa alvo, todavia, podem levantar questionamentos dos investidores quanto à real capacidade de a empresa combinada materializar as sinergias anunciadas na celebração da transação (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; ROLL, 1986). Em especial a utilização de ações de sua emissão como moeda de troca pode passar para o mercado a “má-notícia” de que o preço de mercado da empresa compradora está superestimado, levando os investidores (racionalis) a reagirem instantaneamente no sentido de desfazerem-se de suas posições antes que a desvalorização sinalizada aconteça (MYERS; MAJLUF, 1984).

Ao analisar transações de *M&A* ocorridas ao redor do mundo entre 1990 e 2007, Alexandridis et al. (2010) ratificam os estudos anteriores com respeito a Estados Unidos, Reino Unido e Canadá – mercados estes que os autores classificam como sendo mais competitivos.

Em contrapartida, trazem luz à realidade dos demais países que, conforme DePamphilis (2012) e Gaughan (2007), começaram a despontar no cenário mundial de *M&A* notadamente a partir de meados da década de 1990.

Alexandridis et al. (2010) observam que as transações originadas em tais países (aqui classificados como “restante do mundo” e referidos pela sigla RdM) demonstraram ser potencialmente geradoras de retornos anormais positivos, mesmo se pagas em ações – uma vez que o reflexo negativo provocado pelo anúncio de uma transação paga em ações (conforme a Hipótese da Sinalização) é amenizado pelo menor prêmio pago em razão da menor competitividade que dita o ritmo desses mercados fora do eixo ERC (Estados Unidos, Reino Unido e Canadá).

Tendo em vista tal constatação, e dada a estatística corrente de que transações de *M&A* em geral destroem valor para o acionista da empresa compradora, principalmente quanto envolvem pagamento em ações, o presente estudo se propõe a testar a seguinte hipótese principal:

H₁ – Transações de M&A pagas em ações são geradoras (ou ao menos conservadoras) de valor para o acionista da empresa adquirente quando se dão em ambientes de menor competitividade.

3.4. Seleção e tratamento da amostra

Conforme já citado anteriormente, para alcançar os objetivos ora propostos, o presente estudo vale-se de metodologia similar à empregada por Alexandridis et al. (2010) em sua análise.

A fonte utilizada para a presente pesquisa é a base de dados de transações de *M&A* ocorridas mundialmente entre 1990 e 2012, provida pela *Thomson Financial* (versão *One Banker*).

São consideradas somente transações plenamente concluídas, em que a parcela adquirida seja representativa de ao menos 40% do capital social total da empresa alvo, remanescendo a empresa compradora com ao menos 50% de participação pós-transação. São excluídas da amostra as aquisições de parcelas remanescentes ou de parcelas minoritárias. A aplicação de tais critérios assegura a inexistência de viés atrelado à condição de o comprador já ser um acionista relevante da empresa alvo.

Finalmente, também são excluídas da amostra as situações de *spin-off*, recapitalizações, ofertas para fechamento de capital (*self-tenders*), *exchange offers* e recompra de ações.

A Tabela 5 a seguir apresenta o conjunto de 413.087 transações mapeadas sob tais filtros, considerando empresas alvo e compradora de qualquer espécie (listadas e não listadas em bolsa). Os Gráficos na sequência ilustram os dados da Tabela 5.

Tabela 5 - Transações de *M&A* Ocorridas Mundialmente entre 1990 e 2012

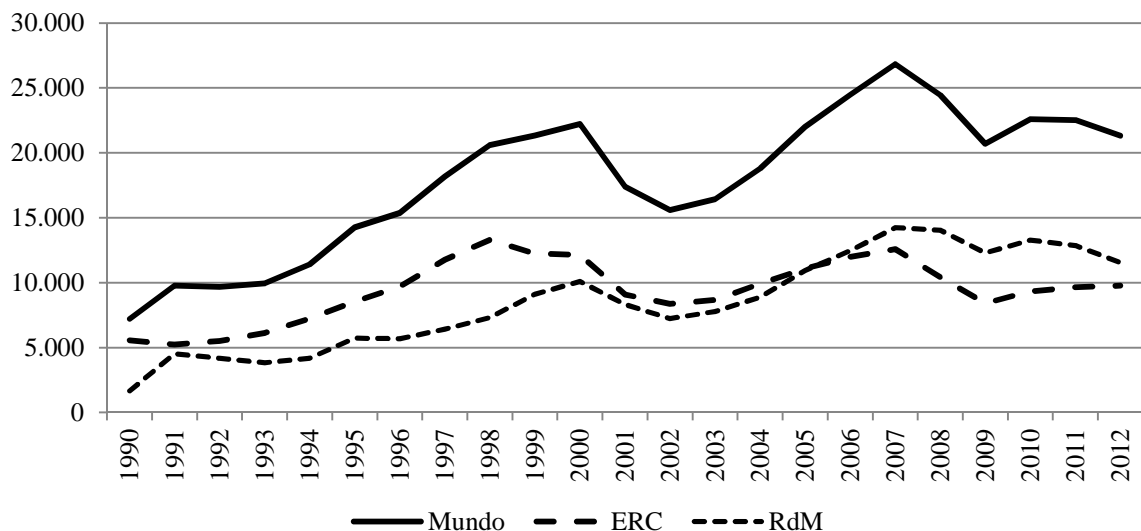
	Quantidade			Volume (em US\$ milhões)		
	Mundo	ERC	RdM	Mundo	ERC	RdM
1990	7.208	5.550	1.658	310.019	199.266	110.753
1991	9.773	5.246	4.527	233.260	138.506	94.753
1992	9.673	5.500	4.173	247.628	141.789	105.839
1993	9.953	6.117	3.836	337.444	228.195	109.249
1994	11.408	7.231	4.177	424.386	326.697	97.690
1995	14.270	8.531	5.739	660.414	482.367	178.048
1996	15.376	9.689	5.687	830.425	622.259	208.166
1997	18.176	11.760	6.416	1.215.488	875.958	339.529
1998	20.604	13.294	7.310	2.025.398	1.606.622	418.776
1999	21.327	12.233	9.094	2.681.937	1.656.402	1.025.535
2000	22.220	12.138	10.082	2.563.301	1.894.856	668.445
2001	17.384	9.074	8.310	1.257.143	848.439	408.704
2002	15.602	8.362	7.240	886.201	534.608	351.594

	Quantidade			Volume (em US\$ milhões)		
	Mundo	ERC	RdM	Mundo	ERC	RdM
2003	16.431	8.668	7.763	967.683	615.913	351.770
2004	18.806	9.915	8.891	1.421.089	929.372	491.717
2005	22.009	11.084	10.925	1.987.678	1.280.902	706.776
2006	24.461	11.995	12.466	2.690.596	1.603.903	1.086.693
2007	26.830	12.592	14.238	2.830.643	1.656.480	1.174.163
2008	24.454	10.417	14.037	1.606.743	843.702	763.041
2009	20.701	8.420	12.281	1.219.896	737.751	482.145
2010	22.596	9.319	13.277	1.605.995	845.567	760.428
2011	22.511	9.654	12.857	1.552.347	867.174	685.173
2012	21.314	9.768	11.546	1.428.506	804.265	624.240
Total	413.087	216.557	196.530	30.984.220	19.740.994	11.243.226

Fonte: Thomson Financial

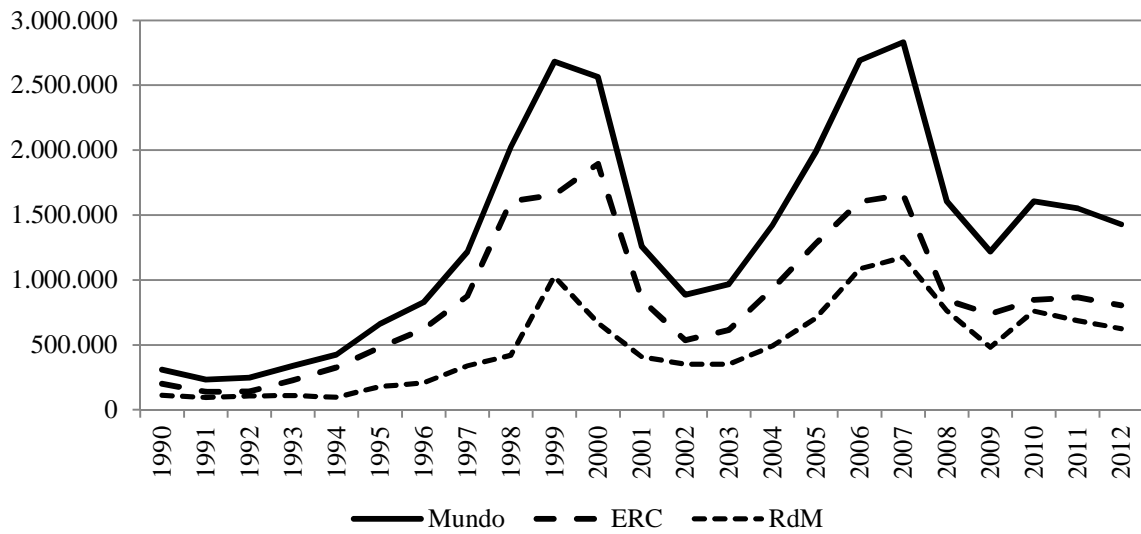
A tabela apresenta a quantidade e o volume de transações de M&A anunciadas entre o início de 1990 e o final de 2012, nas quais a empresa compradora adquire ao menos 40% de participação na empresa alvo, remanescendo com ao menos 50% pós-transação. Estão excluídas da relação as hipóteses de aquisição de participação minoritária, aquisição de participação remanescente, *spin-offs*, recapitalizações, *self-tenders*, *exchange-offers* e recompra de ações. De acordo com a base Thomson Financial, todas as transações consideradas foram plenamente concluídas. A tabela inclui tanto empresas alvo listadas como as não listadas em bolsa. Também inclui tanto as transações domésticas como as *cross-border*. Os números estão classificados de acordo com o país de origem de cada empresa alvo. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá.

Gráfico 1 - Transações de M&A no Mundo - 1990 a 2012 (Quantidade)



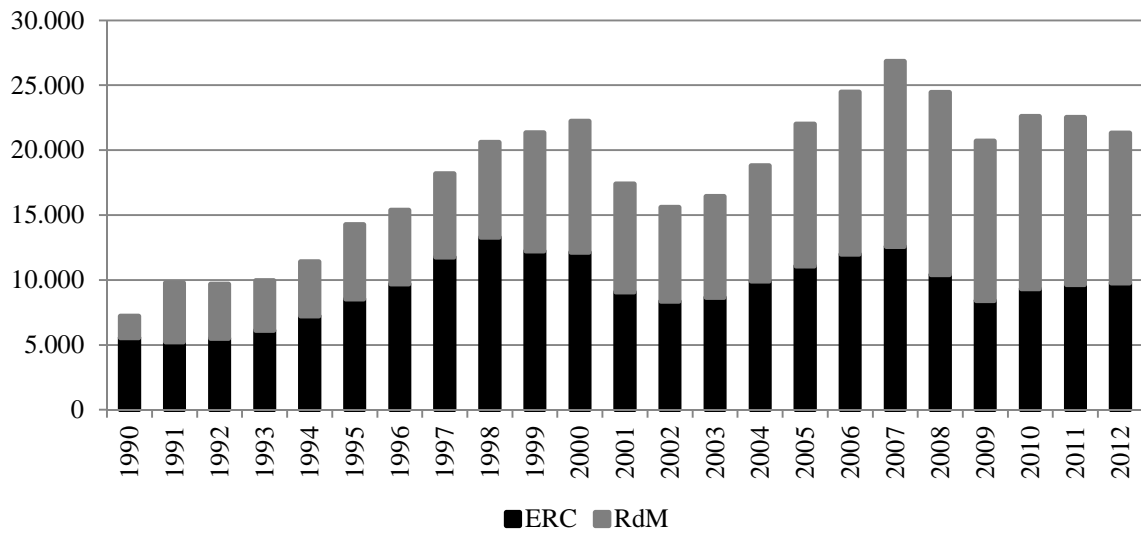
Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 5.

Gráfico 2 - Transações de M&A no Mundo - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões)



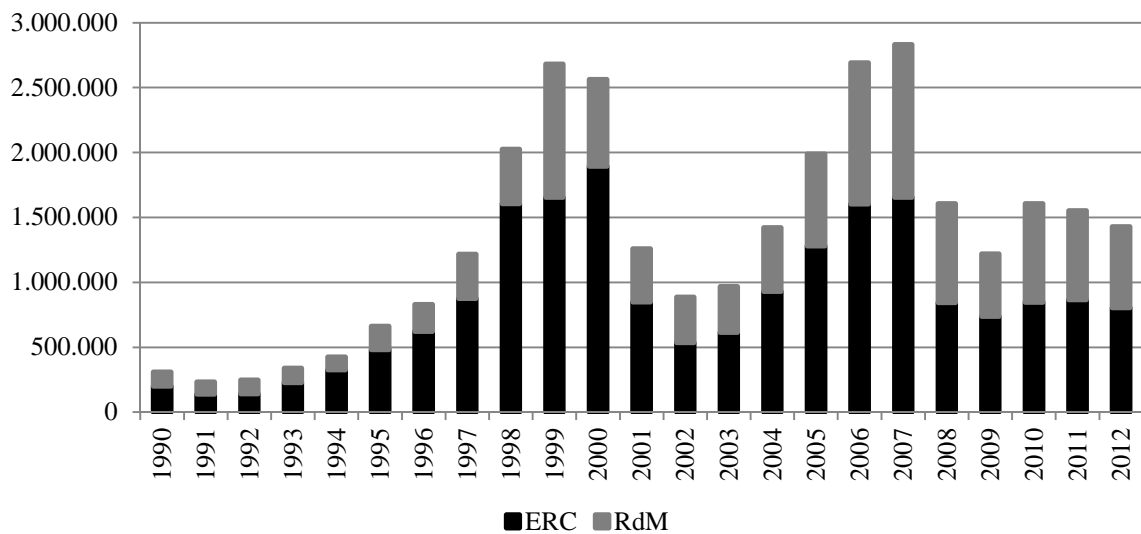
Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 5.

Gráfico 3 - Transações de M&A no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países - 1990 a 2012 (Quantidade)



Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 5.

Gráfico 4 - Transações de *M&A* no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões)



Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 5.

Pode-se observar nitidamente nos gráficos acima os desenhos da Quinta e da Sexta Ondas de *M&A*, conforme explanadas na primeira parte deste trabalho. Conforme destacam DePamphilis (2012), Gaughan (2007) e Martynova e Renneboog (2008), a Quinta Onda, da década de 1990, foi marcada pela escalada global das transações, com vários países europeus e asiáticos (e alguns latino americanos) emergindo no cenário mundial de *M&A*, muito em função da globalização das economias e das privatizações.

Pode-se justamente observar na Tabela 5 acima este fenômeno, em que a quantidade de transações envolvendo empresas alvo do RdM rompe a barreira dos 5.000 em 1995, crescendo com mais vigor ao final dos anos 1990 e ultrapassando ERC em 2006 – conforme ilustrado também no Gráfico 1 - Transações de *M&A* no Mundo - 1990 a 2012 (Quantidade) acima. Todavia, em termos de volume tal feito não chegou a ser atingido, tendo havido uma aproximação (mas sem superar o grupo ERC) nos anos de 2008 e 2010.

Vale frisar que a Tabela e Gráficos acima ilustram transações de *M&A* que envolveram compras de volumes relevantes (acima de 40%), desprezando as aquisições de participações minoritária ou remanescentes (justamente para eliminar as situações em que a empresa compradora já detém uma participação de destaque na empresa alvo), assegurando que as transações justamente ilustrem o chamado Mercado de Controle Corporativo, conforme já citado anteriormente.

Em todas as transações computadas a empresa adquirente remanesce ao menos com o controle da empresa alvo. Esta é uma premissa importante do modelo de Alexandridis et al. (2010), conforme será detalhado mais adiante.

A Tabela 6, a seguir, apresenta os dados das transações de *M&A* em que as empresas alvo são listadas em bolsa e que tenham dados disponíveis sobre o prêmio pago pela empresa compradora em relação ao preço da ação da empresa alvo quatro semanas antes do anúncio da transação. Remanescem 17.976 transações que somam US\$ 14,857 trilhões, cerca de 4,35% e 47,95% da quantidade e do volume mundiais, respectivamente, constantes na Tabela 5 acima.

Tabela 6 - Transações de *M&A* Ocorridas Mundialmente entre 1990 e 2012 (Empresas Alvo Listadas em Bolsa)

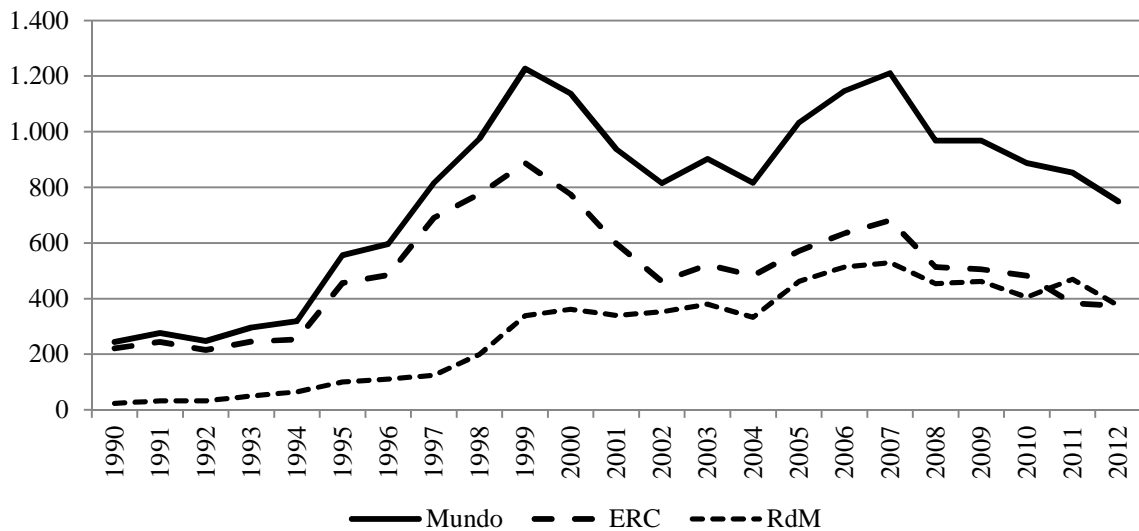
	Quantidade			Volume (em US\$ milhões)		
	Mundo	ERC	RdM	Mundo	ERC	RdM
1990	244	221	23	81.201	62.656	18.545
1991	276	244	32	57.950	49.508	8.441
1992	248	216	32	51.360	39.676	11.685
1993	296	246	50	113.730	92.155	21.575
1994	319	254	65	108.623	98.159	10.464
1995	556	456	100	340.470	270.869	69.601
1996	596	485	111	387.730	316.072	71.658
1997	816	691	125	549.050	445.938	103.112
1998	975	776	199	1.303.544	1.160.288	143.256
1999	1.227	888	339	1.715.127	1.060.086	655.041
2000	1.137	775	362	1.473.021	1.244.179	228.842
2001	937	597	340	595.493	436.082	159.411
2002	815	462	353	320.314	203.802	116.513
2003	902	522	380	413.551	294.488	119.062
2004	816	483	333	713.721	520.795	192.926
2005	1.033	571	462	995.353	723.427	271.927
2006	1.147	634	513	1.480.262	975.598	504.664
2007	1.211	681	530	1.353.575	894.141	459.434
2008	968	514	454	686.536	478.168	208.368
2009	968	506	462	500.694	380.334	120.360
2010	887	482	405	573.628	402.955	170.673
2011	853	383	470	607.463	405.850	201.613
2012	749	374	375	434.696	268.695	166.001
Total	17.976	11.461	6.515	14.857.092	10.823.920	4.033.172

Fonte: Thomson Financial

A tabela apresenta a quantidade e o volume de transações de *M&A* anunciadas entre o início de 1990 e o final de 2012, nas quais a empresa compradora adquire ao menos 40% de participação na empresa alvo, remanescendo com ao menos 50% pós-transação. Estão excluídas da relação as hipóteses de aquisição de participação minoritária, aquisição de participação remanescente, *spin-offs*, recapitalizações, *self-tenders*, *exchange-offers* e

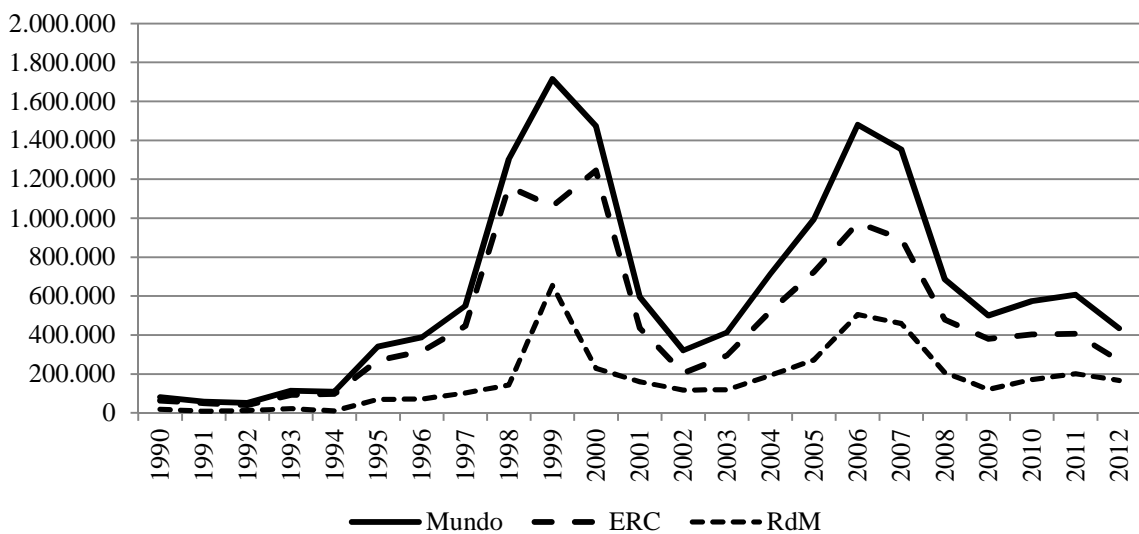
recompra de ações. De acordo com a base Thomson Financial, todas as transações consideradas foram plenamente concluídas. A tabela inclui somente empresas alvo listadas em bolsa. Também inclui tanto as transações domésticas como as *cross-border*. Os números estão classificados de acordo com o país de origem de cada empresa alvo. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá.

Gráfico 5 - Transações de M&A no Mundo: Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Quantidade)



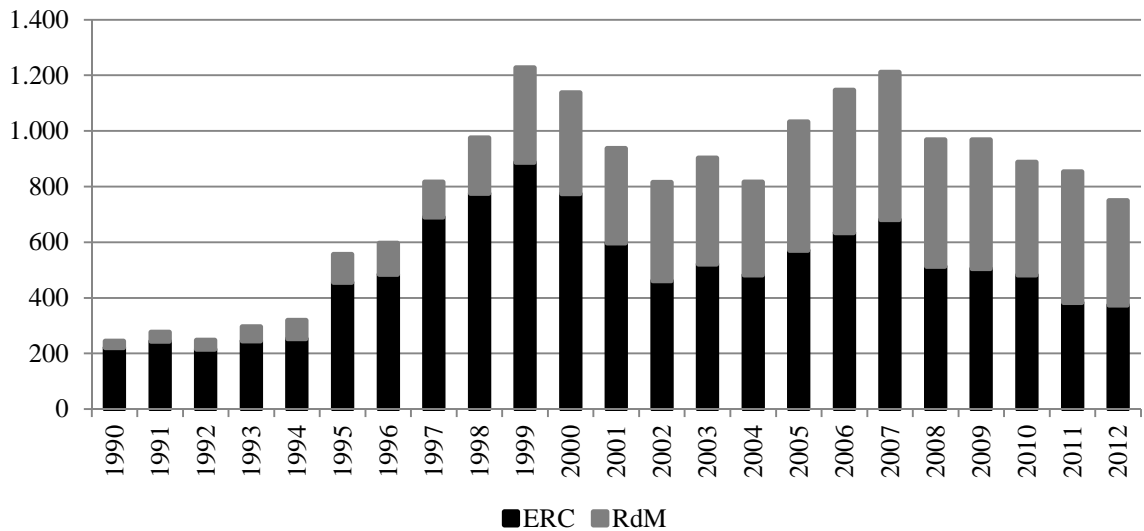
Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 6.

Gráfico 6 - Transações de M&A no Mundo: Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões)



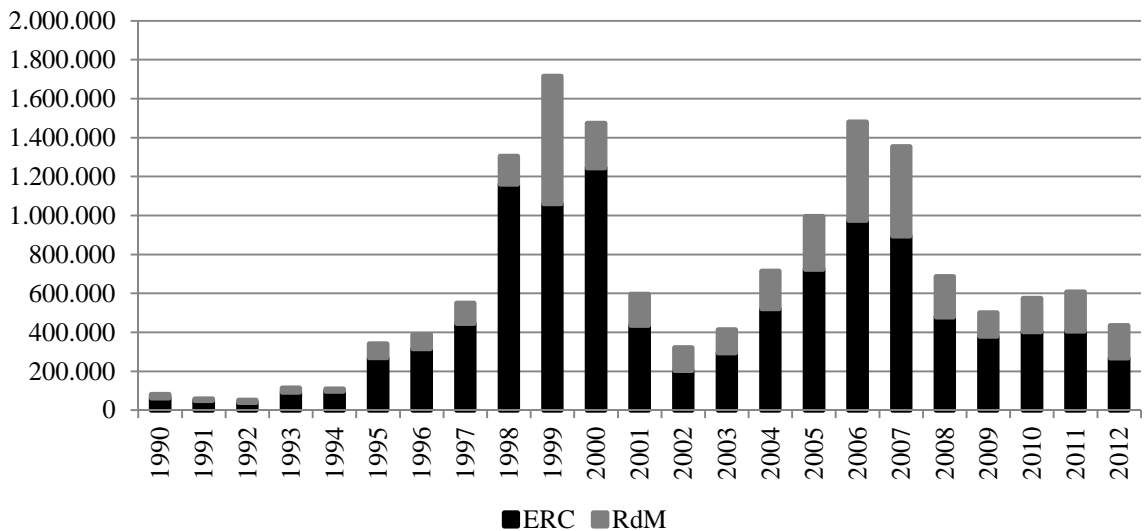
Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 6.

Gráfico 7 - Transações de *M&A* no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países Considerando Somente Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Quantidade)



Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 6.

Gráfico 8 - Transações de *M&A* no Mundo: Contribuição de Cada Grupo de Países Considerando Somente Empresas Alvo Listadas em Bolsa - 1990 a 2012 (Volume em US\$ milhões)



Fonte: Elaborado pela autora com base na Tabela 6.

Ao serem excluídas as transações envolvendo empresas alvo não listadas em bolsa, observa-se mais nítido o distanciamento entre o bloco formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá (ERC) e o grupo formado pelo restante dos países do Mundo (RdM).

Efetivamente observa-se que, considerando apenas empresas alvo listadas em bolsa, o RdM passou a sobressair-se no cenário mundial de *M&A* somente a partir do final da década de 1990, com um pico de volume destacando a era das grandes privatizações, conforme pontuado por DePamphilis (2012) e Gaughan (2007).

Outro ponto interessante de enfatizar da Tabela 6 é que o RdM, sob tal restrição (somente empresas alvo de capital aberto), ultrapassa ERC em quantidade de transações apenas em 2011 (feito alcançado em 2006, quando consideradas também as transações envolvendo empresas alvo de capital fechado, conforme a Tabela 5).

Isto pode ser um indicativo de que o mercado de capitais do RdM tem ainda um caminho a percorrer para igualar-se ao robusto e desenvolvido mercado de capitais do bloco ERC (mas tal tópico não será endereçado no presente estudo, sendo uma sugestão para pesquisa futura).

3.4.1. *Mensurando o nível de atividade de M&A do mercado alvo*

Antes de prosseguir na seleção e tratamento da amostra, é necessário, seguindo a metodologia aplicada por Alexandridis et al. (2010), medir o que por eles é nomeado “grau de competição”.

Tal medida, que diferencia-se de país para país e de ano para ano, é resultado do “percentual correspondente ao número de empresas alvo listadas em cada país, adquiridas num determinado ano, dividido pelo número total de empresas listadas no respectivo país, no mesmo ano” (ALEXANDRIDIS et al., 2010, p. 1674, tradução nossa).

Os autores identificam que essa medida, em geral, está positivamente associada com o prêmio pago pela empresa alvo, e negativamente associada com o retorno capturado pelo acionista da empresa compradora. Daí a relação proposta (e demonstrada) pelos autores, qual seja: mesmo transações pagas em ações são ao menos conservadoras de valor em mercados em que haja menos competição, posto que o efeito negativo da sinalização (ação sobreavaliada) é compensado pelo efeito positivo do pagamento de menores prêmios (ALEXANDRIDIS et al., 2010).

Para o cálculo acima proposto Alexandridis et al. (2010) baseiam-se no trabalho de Rossi e Volpin (2004), com duas diferenças principais: estes autores chamam a mesma medida de “grau de atividade de *M&A*” do mercado em que se dá a transação (ROSSI; VOLPIN, 2004, p. 275, tradução nossa); e estes adotam em seu cálculo somente transações concluídas, ao passo que aqueles consideram também as transações anunciadas e não concluídas (ALEXANDRIDIS et al., 2010, p. 1674, nota).

A nomenclatura de Rossi e Volpin (2004) – “grau de atividade” – não concorre com a nomenclatura de Alexandridis et al. (2010) – “grau de competição” –, posto que, conforme aqueles concluem em seu trabalho, o nível de atividade de *M&A* de um dado país está positivamente associado ao nível de prêmio pago nas transações celebradas naquele país, sendo também um forte indicativo da robustez do arcabouço regulatório daquele mesmo país no que tange as leis e instituições de proteção ao investidor.

Complementam os autores: o prêmio negociado é maior na medida em que a proteção garantida ao investidor é maior – assim, um mercado com um bom ambiente regulatório, que resguarde segurança ao investidor, é capaz de atrair compradores o suficiente para gerar competitividade (e o pagamento de maiores prêmios) pelos ativos nele ofertados (ROSSI; VOLPIN, 2004).

Portanto o nível de atividade é um forte sinalizador da existência de um ambiente de negociação desenvolvido e propício à atração de investidores – característica que, por sua vez, favorece a existência de maior competição em torno das oportunidades de compra e, por conseguinte, a oferta de maiores prêmios (ROSSI; VOLPIN, 2004).

Dada a confusão que os termos “competição” e “competitividade” podem gerar (pelas associações inevitáveis com as definições econômicas a eles correspondentes), doravante o presente estudo adotará a expressão utilizada por Rossi e Volpin (2004), “nível de atividade do mercado de *M&A*” (ou simplesmente “nível de atividade”), para reportar-se à mesma medida proposta por Alexandridis et al. (2010).

Uma variável que poderia ser agregada ao presente estudo seria a existência de oferta concorrente de compra direcionada à mesma empresa alvo: ou seja, em havendo uma *tender offer* anunciada, outro comprador em potencial – podendo ser mais de um – se manifesta publicamente interessado pelo mesmo alvo e apresenta uma oferta para cobrir a primeira proposta colocada diante dos acionistas, e assim sucessivamente, como num leilão.

Ocorre que tal medida (existência de oferta concorrente) não é absolutamente fiel à realidade, posto que não captura a existência de abordagens privadas, muito comuns de acontecer nesse tipo de negociação, conforme apontado por Alexandridis et al. (2010).

Feito tal comentário, mantém-se no presente estudo somente a avaliação do nível de atividade do mercado de *M&A* em que se dá a transação (ALEXANDRIDIS et al., 2010; ROSSI; VOLPIN, 2004).

Os dados quanto à quantidade de empresas listadas ano a ano, por país, são levantados junto ao Banco Mundial (<http://data.worldbank.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO>). Da aplicação da metodologia proposta por Alexandridis et al. (2010), considerando somente transações concluídas, conforme Rossi e Volpin (2004), chega-se à Tabela 7 a seguir.

Tal Tabela considera somente países que tenham reportado ao menos 20 transações ao longo dos 23 anos da amostra, e que tenham dados disponíveis no Banco Mundial ao longo do mesmo período (ou ao menos para os anos em que tenha havido naquele país alguma empresa alvo listada sendo adquirida).

Tabela 7 - Nível de Atividade por País e Prêmio Médio - 1990 a 2012

	Volume	(%)	Qtde.	(%)	Nível de Atividade	Prêmio Médio
África do Sul	39.573	(0,29%)	118	(0,75%)	1,075%	34,55%
Alemanha	363.187	(2,66%)	268	(1,71%)	1,734%	36,41%
Argentina	11.220	(0,08%)	23	(0,15%)	0,927%	-
Austrália	282.184	(2,07%)	589	(3,75%)	1,691%	40,70%
Áustria	13.321	(0,10%)	29	(0,18%)	1,346%	-
Bélgica	55.820	(0,41%)	46	(0,29%)	1,191%	48,22%
Bermudas	16.605	(0,12%)	29	(0,18%)	7,253%	34,10%
Brasil	29.999	(0,22%)	66	(0,42%)	0,708%	35,97%
Canadá	619.009	(4,53%)	1.511	(9,62%)	2,369%	44,32%
Chile	13.501	(0,10%)	31	(0,20%)	0,550%	40,04%
China	26.448	(0,19%)	98	(0,62%)	0,276%	32,94%
Colômbia	10.338	(0,08%)	21	(0,13%)	0,945%	-
Coréia do Sul	61.601	(0,45%)	178	(1,13%)	0,480%	43,49%
Dinamarca	60.955	(0,45%)	72	(0,46%)	1,551%	39,72%
Egito	15.302	(0,11%)	21	(0,13%)	0,182%	-
Espanha	93.567	(0,68%)	65	(0,41%)	0,272%	32,65%
Estados Unidos	8.539.153	(62,50%)	7.848	(49,97%)	5,549%	46,28%
Filipinas	8.201	(0,06%)	51	(0,32%)	0,942%	56,28%
Finlândia	27.183	(0,20%)	33	(0,21%)	1,154%	36,77%
França	413.965	(3,03%)	420	(2,67%)	2,343%	36,21%
Grécia	15.920	(0,12%)	46	(0,29%)	0,655%	32,75%
Holanda	256.656	(1,88%)	109	(0,69%)	2,734%	40,17%
Hong Kong	61.448	(0,45%)	305	(1,94%)	1,413%	43,94%
Índia	19.779	(0,14%)	192	(1,22%)	0,164%	44,83%
Indonésia	9.353	(0,07%)	72	(0,46%)	0,871%	27,77%
Irlanda	44.695	(0,33%)	55	(0,35%)	3,990%	47,55%

	Volume	(%)	Qtde.	(%)	Nível de Atividade	Prêmio Médio
Israel	17.016	(0,12%)	66	(0,42%)	0,488%	42,88%
Itália	204.636	(1,50%)	112	(0,71%)	1,779%	32,15%
Japão	473.403	(3,47%)	687	(4,37%)	0,948%	37,83%
Malásia	33.018	(0,24%)	101	(0,64%)	0,523%	40,36%
México	63.584	(0,47%)	26	(0,17%)	0,742%	-
Noruega	81.676	(0,60%)	112	(0,71%)	2,601%	45,47%
Nova Zelândia	13.417	(0,10%)	58	(0,37%)	1,786%	32,11%
Perú	3.239	(0,02%)	26	(0,17%)	0,554%	-
Polônia	12.365	(0,09%)	58	(0,37%)	0,776%	23,23%
Reino Unido	1.308.306	(9,58%)	1.506	(9,59%)	3,051%	46,51%
Rússia	49.470	(0,36%)	132	(0,84%)	1,895%	-
Singapura	38.778	(0,28%)	151	(0,96%)	1,599%	38,59%
Suécia	116.680	(0,85%)	174	(1,11%)	2,685%	40,21%
Suíça	100.786	(0,74%)	65	(0,41%)	1,127%	29,05%
Tailândia	14.985	(0,11%)	80	(0,51%)	0,764%	26,45%
Turquia	21.238	(0,16%)	56	(0,36%)	0,758%	-
	13.661.584		15.706			
			Mundo		3,734%	42,93%
			ERC		4,76%	46,04%
			RdM		1,43%	35,94%

Fonte: Thomson Financial e compilações da autora

A tabela apresenta a quantidade e o volume de transações de *M&A* anunciadas entre o início de 1990 e o final de 2012, nas quais a empresa compradora detinha menos de 10% de participação na empresa alvo pré-transação e remanesce com ao menos 50% pós-transação. Estão excluídas da relação abaixo as hipóteses de aquisição de participação minoritária, aquisição de participação remanescente, *spin-offs*, recapitalizações, *self-tenders*, *exchange-offers* e recompra de ações. De acordo com a base Thomson Financial, todas as transações consideradas foram plenamente concluídas. A tabela inclui somente empresas alvo listadas em bolsa. Também inclui tanto as transações domésticas como as *cross-border*. Os números estão classificados de acordo com o país de origem de cada empresa alvo. O nível de atividade reportado na tabela corresponde à média anual do percentual de empresas alvo listadas em bolsa adquiridas ao longo do período sob análise. A base de empresas listadas, por país, é obtida do banco de dados do Banco Mundial. O prêmio médio é calculado com base nas observações disponíveis, por país, em que o prêmio da transação seja superior a zero e inferior a 200%. Nenhum resultado é reportado para países que apresentem menos de 10 dados disponíveis quanto ao prêmio (sob as mesmas restrições) ao longo de toda a observação. Os totais de nível de atividade e prêmio médio correspondem à respectiva média ponderada pela quantidade de transações correspondentes a cada país. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá.

São mantidas na amostra apenas transações em que a empresa adquirente detenha nenhuma ou menos de 10% de participação no capital social da empresa alvo pré-anúncio. Tal restrição é importante para garantir que nenhum comprador avaliado na amostra pudesse estar, por ocasião da transação, em condições de vantagem em relação a qualquer eventual concorrente interessado na mesma empresa alvo (ALEXANDRIDIS et al., 2010).

Sob tais critérios remanesçam na base 15.706 transações, celebradas em 42 países alvo e correspondentes a US\$ 13,662 trilhões em volume.

O prêmio corresponde à diferença entre o preço ofertado pelo comprador e o preço da ação da empresa alvo quatro semanas antes do anúncio da transação. O prêmio médio reportado na Tabela 7 é calculado com base nas observações disponíveis, por país, em que o prêmio da transação seja superior a zero e inferior a 200%. Nenhum resultado é reportado para países que apresentem menos de 10 dados disponíveis quanto ao prêmio ao longo de toda a observação – abordagem similar à seguida por Alexandridis et al. (2010).

Da Tabela 7 acima pode-se verificar que os Estados Unidos são o país com maior nível de atividade de *M&A* (observa-se que antes vem Bermudas, porém não se dá destaque para este país em virtude de ser um paraíso fiscal e ter apenas 29 transações ao longo de toda a amostra).

Na sequência vêm Irlanda e Reino Unido. O Canadá apresenta-se em 8º lugar (ou 7º, se desconsiderar as Bermudas), com em média 2,4% de suas empresas listadas sendo alvo de aquisição ano a ano, atrás de Holanda, Suécia e Noruega.

Em termos de prêmio, em que pese alguns países desponham com maiores médias, vale filtrar a análise pela representatividade de tais países na amostra.

Pesando os resultados por grupos, observa-se que o prêmio médio ponderado pago por empresas alvo listadas no bloco ERC é de 46%, ao passo que no bloco RdM é de 36% – indicando que as empresas alvo originárias do RdM são adquiridas a um desconto de cerca de 28% em relação às empresas alvo originárias do ERC.

Também existe uma correlação positiva de 0,20 entre o nível de atividade e o prêmio médio, indicando que quanto maior o dinamismo do mercado de *M&A* de um dado país, maior o prêmio pago naquele país pelas respectivas empresas alvo nele listadas.

Ambos os resultados estão em linha com os apontamentos de Alexandridis et al. (2010) – ponderando-se, contudo, que o nível de correlação apontado entre atividade e prêmio na presente amostra cai pela metade se comparado à amostra daqueles autores.

Não é de surpreender que o nível de atividade mostra-se maior nos países integrantes do ERC (média ponderada de 4,76% contra 1,43% no RdM) – dado este que corrobora com o pagamento de maiores prêmios, conforme conclusões de Rossi e Volpin (2004).

Prosseguindo na seleção da amostra, e mantendo a linha mestra de triagem de dados aplicada por Alexandridis et al. (2010), são agregados aos filtros acima os seguintes critérios: (i) empresa adquirente listada em bolsa; (ii) transação com valor mínimo de US\$ 1 milhão; (iii) exclusão de transações sem informação disponível quanto ao meio de pagamento; (iv)

exclusão de transações com mais de um tipo de meio de pagamento especificado; e (v) consideração somente de transações com 100% pagamento em dinheiro ou 100% pagamento em ações.

O valor mínimo de US\$ 1 milhão é praticado por vários autores sob o pretexto de garantir relevância da transação dentro da amostra – ver, por exemplo, Alsharairi e Salama (2011).

Muito embora Alexandridis et al. (2010) trabalhem com meios de pagamento híbridos, por simplificação o presente estudo considerará apenas duas situações: pagamento 100% em dinheiro e pagamento 100% em ações. Tal prática encontra apoio no estudo de Draper e Paudyal (2006).

Alexandridis et al. (2010) também excluem de sua base as transações *cross-border*. Por enquanto estas serão mantidas na presente amostra, de modo a serem utilizadas como uma forma de agregar elementos à análise – conforme Faccio et al. (2009).

Dos filtros acima remanesçam 4.118 transações. Porém apenas para 2.353 destas a base *Thomson Financial One Banker* traz consigo o código ISIN da respectiva empresa compradora – o código ISIN (de *International Securities Identification Number*) é fundamental para o levantamento, para cada empresa compradora, dos dados correspondentes a preço da ação e índice de mercado (*benchmark*) dentro da janela de evento, seja na base *Bloomberg* ou no *Thomson Datastream*. A Tabela 8 a seguir apresenta os novos dados classificados por país alvo.

Tabela 8 - Transações de M&A Ocorridas Mundialmente entre 1990 e 2012 (Empresas Compradora e Alvo Listadas em Bolsa)

Países	Volume (US\$ milhões)	Qtde.
África do Sul	10.068,60	35
Alemanha	26.641,80	37
Argentina	2.978,37	3
Austrália	94.798,66	164
Áustria	361,95	2
Bélgica	1.159,82	7
Bermudas	1.316,37	5
Brasil	1.489,37	10
Canadá	82.429,87	349
Chile	2.427,98	3
China	4.657,43	3
Colômbia	430,90	2
Coréia do Sul	17.611,45	30
Dinamarca	6.864,50	18
Egito	4.550,33	6

Países	Volume (US\$ milhões)	Qtde.
Espanha	5.717,34	10
Estados Unidos	320.481,64	841
Filipinas	2.255,52	10
Finlândia	4.381,69	8
França	101.659,07	75
Grécia	4.763,85	10
Hong Kong	7.263,70	18
Índia	12.561,11	42
Indonésia	1.840,41	10
Irlanda	11.008,21	11
Israel	2.652,07	16
Itália	14.887,25	12
Japão	22.411,99	148
Malásia	2.160,08	12
México	54.563,51	10
Noruega	5.087,85	23
Nova Zelândia	1.012,51	6
Países Baixos	22.430,54	21
Perú	855,50	5
Polônia	7.943,38	13
Reino Unido	185.262,22	264
Rússia	23.342,19	6
Singapura	14.200,06	24
Suécia	20.045,75	35
Suíça	25.776,21	19
Tailândia	3.231,07	14
Turquia	7.063,61	16
Total	1.142.646	2.353
Transações de 1990 a 1999		
Participação ERC	219.773	540
	(60%)	(80%)
Participação RdM	147.745	136
	(40%)	(20%)
Transações de 2000 a 2012		
Participação ERC	368.401	914
	(48%)	(55%)
Participação RdM	406.727	763
	(52%)	(45%)

Fonte: Thomson Financial

A tabela apresenta a quantidade e o volume de transações de *M&A* com valor mínimo de US\$ 1 milhão anunciadas entre o início de 1990 e o final de 2012, nas quais a empresa compradora detinha menos de 10% de participação na empresa alvo pré-transação e remanesce com ao menos 50% pós-transação. Estão excluídas da relação as hipóteses de aquisição de participação minoritária, aquisição de participação remanescente, *spin-offs*, recapitalizações, *self-tenders*, *exchange-offers* e recompra de ações. De acordo com a base Thomson Financial, todas as transações consideradas foram plenamente concluídas. A tabela inclui somente empresas alvo e compradoras listadas em bolsa. Também inclui tanto as transações domésticas como as *cross-border*. A tabela exclui as transações sem informação disponível quanto ao meio de pagamento, bem como as transações com mais de um tipo de meio de pagamento especificado. Também exclui países sem dados disponíveis no Banco Mundial desde 1990 (ou ao menos para os anos em que tenha havido naquele país alguma empresa alvo listada sendo adquirida). São consideradas somente as transações com 100% pagamento em dinheiro ou 100% pagamento em ações. A tabela reporta somente as transações em que haja código ISIN da empresa compradora

disponível. Os números estão classificados de acordo com o país de origem de cada empresa alvo. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá.

Sob tais condições observa-se que uma análise não enviesada fica prejudicada pela forte representatividade de ERC nos anos de 1990 a 1999 (80% de todas as 676 transações celebradas neste subperíodo).

Daí emerge a decisão pela exclusão do período de 1990 a 1999 da presente amostra, e também pela manutenção, na base, de apenas países compradores com pelo menos 5 transações reportadas ao longo do período de 2000 a 2012 (com o propósito de restringir a abrangência geográfica a somente países compradores relevantes e assim facilitar a captura dos dados de preço de ação e índice de mercado para cada empresa adquirente). Disso sobram 1639 transações, celebradas em 40 países alvo.

O período de 2000 a 2012 não é arbitrário e tem fundamento: além de conter um rateio mais equilibrado entre as participações de ERC e RdM (seja em volume ou em quantidade, como se pode observar na Tabela 8), permite visualizar o declínio da Quinta Onda de M&A e também todo o início, evolução e colapso da Sexta Onda, além de possibilitar a avaliação dos resultados do pós-quebra estrutural ocorrida em 2008, a partir de quando deflagrou-se uma crise financeira que afetou as economias globalizadas (DEPAMPHILIS, 2012).

Finalmente, são excluídas transações em que a empresa adquirente tenha também figurado ao menos uma vez no decorrer de 50 observações imediatamente anteriores à data do anúncio da transação. Dessa forma a amostra final remanesce com 1604 transações, conforme classificadas por ano e grupo de países na Tabela 9 a seguir.

Tabela 9 - Detalhamento da Amostra

Ano	ERC	RdM	RdE	RdA	Japão	Oceania	África	AmLat	Total (n)
2000	88	57	30	10	6	5	5	1	145
2001	61	46	17	14	6	6	3		107
2002	57	38	18	5	10	3		2	95
2003	57	48	23	11	4	5	2	3	105
2004	57	44	16	10	8	7	2	1	101
2005	64	57	22	14	11	7	1	2	121
2006	104	81	19	20	13	21	5	3	185
2007	96	70	21	12	13	21	1	2	166
2008	76	58	16	19	8	12	1	2	134
2009	69	61	13	12	22	12	2		130
2010	62	49	7	15	13	9	4	1	111
2011	37	56	17	13	10	13	1	2	93

Ano	ERC	RdM	RdE	RdA	Japão	Oceania	África	AmLat	Total (n)
2012	59	52	11	16	11	13		1	111
Total (n)	887	717	230	171	135	134	27	20	1604
Pagamento									
Dinheiro	360	429	146	116	76	58	20	13	789
Ações	527	288	84	55	59	76	7	7	815

A tabela apresenta as transações que obedecem aos critérios descritos na Tabela 8 - Transações de M&A Ocorridas Mundialmente entre 1990 e 2012 (Empresas Compradora e Alvo Listadas em Bolsa), excluído o período entre 1990 e 1999. São mantidas somente as transações procedentes de países com mais de 5 observações ao longo dos 13 anos da amostra remanescente. Finalmente, são excluídas transações em que a empresa adquirente tenha também figurado ao menos uma vez no decorrer de 50 observações imediatamente anteriores à data do anúncio da transação. Os números estão classificados de acordo com o país de origem de cada empresa alvo. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdE significa Restante da Europa. RdA compreende os países asiáticos, exceto Japão. Oceania compreende Austrália. AmLat corresponde a América Latina.

Observa-se da Tabela 9 que, apesar de a amostra apresentar um equilíbrio entre o número de transações reportadas para o bloco ERC em comparação com o bloco RdM, ao classificar tais números por subgrupo de países nota-se que América Latina e África têm participações bastante modestas – o que não é novidade em comparação aos números reportados na amostra de Alexandridis et al. (2010).

Ademais, ao segregar tais dados de acordo com o meio de pagamento, a análise dos resultados para pagamento em ações por subgrupo de países fica prejudicada pelo número reduzido especialmente correspondente aos países asiáticos, africanos e latino americanos.

Assim, por simplificação e conservadorismo, os cálculos e resultados do presente estudo serão agrupados somente pelos blocos ERC e RdM.

3.5. CAR médio por janela de evento

A presente pesquisa segue a metodologia de estudo de evento, medindo o retorno do acionista da empresa adquirente a partir do CAR, apoiado no ferramental descrito no tópico 3.2 visto anteriormente e tomando por base o Modelo do Retorno de Mercado Ajustado, sob as justificativas também anteriormente expostas.

Os dados do retorno da ação são coletados do *Bloomberg*, a partir do código ISIN extraído do *Thomson One Banker*. Também do *Bloomberg* são coletados os dados

correspondentes ao principal índice de mercado (*benchmark*) de referência da empresa adquirente.

É comum observar uma mesma empresa adquirente (portanto um mesmo código ISIN) atrelado a mais de uma bolsa de valores. Por tal razão, a partir dos filtros disponíveis no *Bloomberg*, o índice adotado como referência para cada empresa compradora da amostra é justamente o índice por ela própria apresentado aos seus investidores como seu *benchmark*.

O retorno anormal é resultante da diferença entre a variação do preço da ação no entorno do anúncio da transação e a variação do índice de mercado no mesmo período. O *CAR* corresponde ao somatório dos retornos anormais calculados para cada dia da janela observada.

Considerando t a data de anúncio da transação, o presente estudo propõe-se a analisar o *CAR* obtido das seguintes janelas: 61 dias ($t-30$ a $t+30$), 21 dias ($t-10$ a $t+10$), 11 dias ($t-5$ a $t+5$), 5 dias ($t-2$ a $t+2$), 3 dias ($t-1$ a $t+1$) e 1 dia ($t+0$). Também avalia o *CAR* pós-anúncio de 2 dias ($t+0$ a $t+1$), 6 dias ($t+0$ a $t+5$), 11 dias ($t+0$ a $t+10$) e 31 dias ($t+0$ a $t+30$).

A Tabela 10 a seguir agrupa os resultados obtidos da amostra com base em cada janela de evento, bloco de países e meio de pagamento, sempre sob a ótica do acionista da empresa compradora.

De fato observa-se que, comparativamente, transações de *M&A* pagas em ações traduzem-se num resultado inferior àquele observado por transações de *M&A* pagas em dinheiro, constatação que corrobora com a Hipótese da Sinalização e a Teoria do *Pecking Order*.

Porém, um indicativo inicial da Tabela 10 é que, e em linha com os resultados apresentados por Alexandridis et al. (2010), no RdM as transações pagas em ações, considerando todas as janelas de evento centralizadas na data de anúncio do negócio, são em média geradoras de valor, ou ao menos conservadoras de valor.

Todavia nota-se no RdM uma inversão de sinal logo a seguir do *CAR* médio pós-anúncio – ou seja, do *CAR* ($t+0$ a $t+5$) ao *CAR* ($t+0$ a $t+10$) e *CAR* ($t+0$ a $t+30$). Isto pode ser um indicativo de que, nos países que compõem o RdM, o mercado leva um tempo pra digerir a transação: eufórico de imediato, depois cético, havendo novo ajuste na sequência – comportamento este, conforme Damodaram (2002), associado a mercados ineficientes.

Tabela 10 - CAR Médio para o Acionista da Empresa Compradora

	Janelas de Estudo de Evento									
	(-30, 30)	(-10, 10)	(-5, 5)	(-2, 2)	(-1, 1)	(0, 0)	(0, 1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 30)
ERC										
Dinheiro	.0215	.0148	.0153	.0070	.0062	.0061	.0072	.0182	.0138	.0146
<i>n</i>	275	275	275	275	275	275	275	275	275	275
Ações	.0206	.0059	-.0016	-.0092	-.0109	-.0073	-.0139	-.0129	-.0118	-.0166
<i>n</i>	403	403	403	403	404	404	404	404	404	404
RdM										
Dinheiro	.0308	.0302	.0230	.0158	.0161	.0063	.0157	.0208	.0279	.0270
<i>n</i>	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Ações	.0260	.0110	.0083	.0072	.0055	.0033	.0030	-.0040	-.0090	-.0045
<i>n</i>	234	234	234	234	234	234	234	234	234	234
Mundo										
Dinheiro	.0268	.0236	.0197	.0120	.0118	.0062	.0121	.0197	.0218	.0217
<i>n</i>	640	640	640	640	640	640	640	640	640	640
Ações	.0226	.0078	.0020	-.0032	-.0048	-.0034	-.0077	-.0096	-.0108	-.0122
<i>n</i>	637	637	637	637	638	638	638	638	638	638
Total	.0247	.0157	.0109	.0044	.0035	.0014	.0022	.0050	.0055	.0047
<i>n</i>	1277	1277	1277	1277	1278	1278	1278	1278	1278	1278

A Tabela apresenta compilação dos dados amostrais descritos na Tabela 9, excluídas 327 transações que não dispõem de informações completas no *Bloomberg*. O número 0 (zero) dentro da janela de evento corresponde à data de anúncio da transação. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá.

Não obstante as muitas janelas observadas, o foco do presente estudo será nas janelas mais curtas (11 e 3 dias), posto que janelas muito abertas podem conter a contaminação de outros eventos que fogem ao controle e que podem afetar o resultado observado (TUCH; O'SULLIVAN, 2007; WESTON et al., 1990).

É importante pontuar que o número de observações incluídas no cálculo ($n = 1277$ ou 1278) é inferior ao número total da amostra ($n = 1604$). Isto ocorre porque 327 transações da amostra não dispõem de dados completos, no *Bloomberg*, quanto ao comportamento da ação da empresa compradora, ou quanto ao seu *benchmark*. No cálculo do *CAR* tais transações não são computadas.

Por fim, no presente estudo a variável dependente é o *CAR* em cada janela observada. A variável explanatória principal é uma variável *dummy* “D_Acoes” que assume valor 1 para pagamento em ações e 0 para pagamento em dinheiro (CHIDAMBARAN et al., 2009). Agrega-se a variável de controle “Atividade”, correspondente ao nível de atividade do

mercado de *M&A* do país da respectiva empresa alvo, calculado para o ano correspondente ao ano de anúncio da transação, conforme o percentual de empresas alvo listadas adquiridas naquele ano em relação ao total de empresas listadas em bolsa naquele mesmo país, no mesmo ano (ALEXANDRIDIS et al., 2010; ROSSI; VOLPIN, 2004).

Disso resulta o seguinte modelo principal:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 D_Acoes + \beta_2 Atividade$$

Ao modelo acima num dado momento são agregadas outras variáveis de controle, explanatórias, a saber:

- (i) “D_Internacionalizacao”: que corresponde à direção da transação, se é doméstica (ou seja, envolve empresas compradora e alvo do mesmo país de origem, quando assume valor 0) ou se é *cross-border* (compradora e alvo de países diferentes, situação em que assume valor 1). O principal objetivo dessa variável é avaliar o nível de impacto de transações que possam ter certa propriedade de assimetria de informação, uma vez que transações *cross-border* por essência carregam consigo esta característica, conforme comentado por Alexandridis et al. (2010).
- (ii) “D_Diversificacao”: que corresponde à motivação da transação, assumindo valor 0 para aquisições relacionadas, assim entendidas quando os dois primeiros dígitos do código SIC (de *Standard Industrial Classification*) de compradora e alvo são iguais, e 1 para aquisições na linha da diversificação, quando os dois primeiros dígitos do código SIC de compradora e alvo são diferentes. O objetivo dessa variável também é avaliar o nível de impacto de transações que possam carregar em sua característica uma componente de assimetria de informação (BINO; PANA, 2010).
- (iii) “Trans_Premio”: que corresponde ao preço pago ofertado pela compra da ação da empresa alvo versus o preço da mesma ação quatro semanas antes do anúncio da transação (ALEXANDRIDIS et al., 2010; CHIDAMBARAN et al., 2009).
- (iv) “Ret_Acum_Acao_150d”: que corresponde ao retorno acumulado da ação da empresa compradora nos 150 dias que antecedem a janela observada, ou seja, $t-180$ a $t-31$, inclusive. Tal medida permite notar se houve alguma escalada no preço da ação da empresa compradora ao longo de um período maior que

antecede o anúncio da transação, sendo, conseqüentemente, um indicativo do favorecimento da utilização de ações como meio de pagamento (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; SHLEIFER; VISHNY, 2003). Lembre-se, entretanto, que esse número pode carregar consigo outros eventos que contribuem para a oscilação do preço da ação, tais como divulgações de resultados e fatos relevantes, recompra de ações, aumentos de capital, etc (TRAVLOS, 1987), os quais, exceto por outras transações de *M&A*, não estão filtrados na presente amostra.

- (v) “*CAR_150_PreJanela*”: que corresponde ao ganho líquido acumulado pelo acionista da empresa compradora de $t-180$ a $t-31$, para indicar a existência de algum retorno anormal acumulado em comparação ao *benchmark*. Tal variável também pode ter a função de sinalizar o favorecimento da utilização de ações como meio de pagamento (CHIDAMBARAN et al., 2009).
- (vi) “*D_Choque*”: que corresponde a uma *dummy* de medida de quebra estrutural no mercado, sendo 0 o valor atribuído a todas as transações anunciadas pré-concordada do banco de investimento Lehman Brothers (ocorrida em 15 de setembro de 2008), e 1 caso anunciadas pós-concordada do referido banco. Tal variável pode ter a função de indicar diferença de resultado em função da crise financeira que contagiou os mercados pós-2008 (DEPAMPHILIS, 2012).

As seções a seguir discorrem sobre a análise da estatística resultante, as conclusões a que se pode chegar e as limitações do presente estudo, com recomendações de pesquisas adicionais que podem ser desenvolvidos com base no presente tema, de modo a expandir e aprimorar a discussão aqui apresentada.

CAR Médio por Janela de Estudo de Evento										
	(-30, 30)	(-10, 10)	(-5, 5)	(-2, 2)	(-1, 1)	(0, 0)	(0, 1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 30)
Mundo										
Dinheiro	2,69%	2,37%	1,98%	1,21%	1,19%	0,63%	1,21%	1,97%	2,19%	2,17%
<i>Teste t</i>	3,213	4,181	4,324	4,359	4,508	4,357	4,778	4,437	4,118	3,386
<i>GL</i>	639	639	639	639	639	639	639	639	639	639
Ações	2,27%	0,78%	0,21%	-0,32%	-0,49%	-0,34%	-0,77%	-0,97%	-1,09%	-1,22%
<i>Teste t</i>	2,508	1,185	0,358	-0,641	-1,096	-1,220	-2,131	-2,215	-2,157	-1,598
<i>GL</i>	636	636	636	636	637	637	637	637	637	637

A Tabela apresenta compilação dos dados amostrais descritos na Tabela 9, excluídas 327 transações que não dispõem de informações completas no *Bloomberg*. O número 0 (zero) dentro da janela de evento corresponde à data de anúncio da transação. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. GL significa graus de liberdade.

Da Tabela 11 acima pode-se observar que, à exceção da janela de 61 dias ($t-30$ a $t+30$), as médias reportadas para transações pagas em ações no RdM não são estatisticamente significativas, o que permite concluir que transações pagas em ações nesse bloco de países não são nem geradoras, nem destruidoras de valor, porém neutras – resultado que não corrobora com a Hipótese da Sinalização, nem com a Teoria do *Pecking Order*.

Tal não é o caso, no mesmo bloco de países, das transações pagas em dinheiro: todas são geradoras de resultados significativamente positivos para o acionista da empresa compradora.

Já no bloco ERC as médias significativas compreendem somente as janelas de 1 e 5 dias pós-anúncio, as quais reportam destruição de valor para transações pagas em ações e geração de valor para as transações pagas em dinheiro (resultado também significativamente positivo no próprio dia do anúncio), em linha com a Hipótese da Sinalização.

Ao se avaliarem as médias mundiais, transações pagas em ações são significativamente geradoras de valor somente na janela de 61 dias ($t-30$ a $t+30$) – justamente em função da contribuição do RdM no resultado global. Tais médias são também significativas nas janelas pós-evento de 2 ($t+0$ a $t+1$), 6 ($t+0$ a $t+5$) e 11 ($t+0$ a $t+10$) dias, porém sinalizando retornos anormais negativos.

Ainda em nível mundial, as transações pagas em dinheiro são, em todas as janelas, geradoras de resultados significativamente positivos para o acionista da empresa compradora, absolutamente em linha com a Hipótese da Sinalização e a Teoria do *Pecking Order*.

Conclui-se até aqui, portanto, que apenas as transações pagas em ações no RdM não seguem o curso comum apontado pela Hipótese da Sinalização, qual seja: resultados significativamente negativos no entorno do anúncio da transação.

A seguir são avaliadas variáveis complementares ao meio de pagamento na tentativa de explicar tal fenômeno.

A Tabela 12 abaixo apresenta as estatísticas relacionadas aos estimadores do modelo principal, levando em consideração a amostra completa. Nela estão sintetizados, para cada CAR analisado, os valores e o grau de precisão dos estimadores β_2 (D_Acoes) e β_3 (Atividade), ao intervalo de confiança de 95%.

Observa-se que o estimador relacionado à variável *dummy* D_Acoes, que assume valor 1 no caso de pagamento em ações, tem sinal negativo, absolutamente em linha com o que se esperava com base na Hipótese da Sinalização. Tal estimador é significativo ao observarem-se os resultados do teste-t e do p-valor em todas as janelas de $t-5$ a $t+5$ até $t+0$ a $t+30$.

Já o estimador relacionado à variável de controle Atividade, em que pese ter sinal negativo atribuído (também em linha com o referencial teórico), não se mostra significativo, postos os resultados do teste-t e do p-valor. Somente ao se considerar janela de evento de 3 dias ($t-1$ a $t+1$) para cálculo do CAR é que tal estimador ganha precisão.

Tabela 12 - Características dos Coeficientes da Regressão Principal – Mundo

	D_Acoes	<i>teste-t</i>	<i>p-valor</i>	Atividade	<i>teste-t</i>	<i>p-valor</i>
CAR (-30, 30)	-0.0036828	-0.30	0.766	-.1297319	-0.49	0.626
CAR (-10, 10)	-0.0157678	-1.81	0.071	-.0171089	-0.09	0.927
CAR (-5, 5)	-.0173395	-2.35	0.019	-.0984504	-0.62	0.535
CAR (-2, 2)	-.0144545	-2.52	0.012	-.2137873	-1.73	0.084
CAR (-1, 1)	-.0157382	-3.05	0.002	-.2546473	-2.29	0.022
CAR (0, 0)	-.0092971	-2.94	0.003	-.1007855	-1.48	0.139
CAR (0, 1)	-.0191002	-4.32	0.000	-.1874703	-1.97	0.049
CAR (0, 5)	-.0293631	-4.69	0.000	-.0138923	-0.10	0.918
CAR (0, 10)	-.0327081	-4.45	0.000	-.0126551	-0.08	0.936
CAR (0, 30)	-.0337123	-3.37	0.001	-.0587039	-0.27	0.785

A Tabela apresenta compilação dos dados amostrais descritos na Tabela 9, excluídas 327 transações que não dispõem de informações completas no *Bloomberg*. O número 0 (zero) dentro da janela de evento corresponde à data de anúncio da transação. Estão destacados em negrito os estimadores que preservam algum nível de significância a 95% de intervalo de confiança.

De tal constatação pode-se inferir que a variável *dummy* D_Acoes contribui para a explicação do retorno gerado por transações de M&A sob a ótica do acionista da empresa compradora, sendo que o pagamento em ações tende a produzir reflexos negativos, absolutamente em linha com o referencial teórico revisado nas primeiras seções deste trabalho.

Entretanto cabe atentar para o tamanho da janela de evento em consideração, posto que, conforme demonstrado na Tabela 12, o estimador β_2 apresenta-se significativo, ao nível de 95% de confiança, somente a partir de $t-5$ a $t+5$ em diante.

Por sua vez o estimador β_3 atrelado à variável de controle Atividade mostra-se significativo, ao nível de confiança de 95%, apenas na janela $t-1$ a $t+1$. Levando outras janelas em consideração, apesar de seu sinal ser negativo (como era de se esperar), o *p-valor* elevado recomenda desconsiderar essa variável – apesar de que, ao intervalo de confiança de 90%, o estimador se mostra significativo também em $t-2$ a $t+2$ e $t+0$ a $t+1$.

Tabela 13 - Características dos Coeficientes da Regressão Principal – ERC

	D_Acoes	<i>teste-t</i>	<i>p-valor</i>	Atividade	<i>test-t</i>	<i>p-valor</i>
CAR (-30, 30)	-0.008765	-0.04	0.964	.1657595	0.36	0.717
CAR (-10, 10)	-0.0090087	-0.68	0.495	.3959401	1.28	0.200
CAR (-5, 5)	-0.0170512	-1.45	0.148	.2475741	0.90	0.369
CAR (-2, 2)	-0.0163104	-1.78	0.075	.0071034	0.03	0.974
CAR (-1, 1)	-0.0171325	-2.10	0.036	-.0248459	-0.13	0.897
CAR (0, 0)	-0.0135672	-2.70	0.007	.0224466	0.19	0.848
CAR (0, 1)	-0.0212314	-3.23	0.001	.1056437	0.69	0.492
CAR (0, 5)	-0.0312758	-3.12	0.002	.2567565	1.09	0.274
CAR (0, 10)	-0.0258418	-2.34	0.019	.3698787	1.43	0.152
CAR (0, 30)	-0.0314061	-2.02	0.044	.4131649	1.14	0.257

A Tabela apresenta compilação dos dados amostrais descritos na Tabela 9, excluídas 327 transações que não dispõem de informações completas no *Bloomberg*. O número 0 (zero) dentro da janela de evento corresponde à data de anúncio da transação. ERC corresponde ao grupo de países formado por Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. Estão destacados em negrito os estimadores que preservam algum nível de significância a 95% de intervalo de confiança.

Tabela 14 - Características dos Coeficientes da Regressão Principal – RdM

	D_Acoes	<i>teste-t</i>	<i>p-valor</i>	Atividade	<i>test-t</i>	<i>p-valor</i>
CAR (-30, 30)	-0.0060920	-0.40	0.690	-.4342126	-1.04	0.300
CAR (-10, 10)	-0.0200483	-1.73	0.085	-.2748533	-0.86	0.389
CAR (-5, 5)	-0.0158682	-1.79	0.074	-.3847451	-1.58	0.115
CAR (-2, 2)	-0.0094233	-1.37	0.173	-.2615633	-1.38	0.168
CAR (-1, 1)	-0.0115276	-1.82	0.069	-.3384774	-1.95	0.052
CAR (0, 0)	-0.0034406	-0.90	0.369	-.1710731	-1.63	0.104
CAR (0, 1)	-0.0136564	-2.25	0.025	-.3182554	-1.91	0.056
CAR (0, 5)	-0.0255270	-3.42	0.001	-.2184085	-1.07	0.286
CAR (0, 10)	-0.0379035	-3.81	0.000	-.2953200	-1.08	0.279
CAR (0, 30)	-0.0326857	-2.57	0.010	-.3672265	-1.05	0.294

A Tabela apresenta compilação dos dados amostrais descritos na Tabela 9, excluídas 327 transações que não dispõem de informações completas no *Bloomberg*. O número 0 (zero) dentro da janela de evento corresponde à

data de anúncio da transação. RdM corresponde ao restante dos países do mundo, excluídos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. Estão destacados em negrito os estimadores que preservam algum nível de significância a 95% de intervalo de confiança.

Observa-se que mesmo segmentando os dados por bloco de países alvo (se ERC ou RdM), o estimador β_3 atrelado à variável de controle Atividade não se mostra significativo em nenhum cenário (o seria somente em $t-1$ a $t+1$ e $t+0$ a $t+1$ em RdM, com 90% de intervalo de confiança).

Mesmo considerando somente as transações domésticas (ALEXANDRIDIS et al., 2010), o estimador β_3 não ganha força, quer sob a análise da amostra total, quer sob a análise da amostra correspondente a cada bloco de países.

O estimador β_2 , relacionado à variável *dummy* D_Acoes, por sua vez, é negativo (como era de se esperar à luz da teoria) e significativo em (i) todas as janelas que abrangem 1 dia antes do anúncio da transação até 30 dias depois, para mercados pertencentes ao bloco ERC; e (ii) todas as janelas pós-anúncio para mercados compreendidos pelo bloco RdM.

Pondera-se que a 90% de intervalo de confiança as janelas $t-2$ a $t+2$ em ERC e $t-10$ a $t+10$, $t-5$ a $t+5$ e $t-1$ a $t+1$ no RdM também apresentam resultados significativos.

Fato é que na presente amostra não se confirma a relevância da variável Atividade em explicar a variável dependente CAR, contrariamente ao apontado pelo estudo de Alexandridis et al. (2010).

Ainda assim prevalece a constatação de que transações pagas em ações nos mercados alvo pertencentes ao RdM são neutras, portanto nem geradoras nem destruidoras de valor, tal como verificado no teste de hipótese reportado na Tabela 11.

Agregando à análise de regressão as demais variáveis de controle detalhadas no tópico 3.5 supra, observam-se os resultados detalhados na Tabela 15 a seguir.

Tabela 15 - Sumário da Análise de Regressão – Mundo

	Constante	D_Acoes	Atividade	D_Internacionalização	D_Diversificação	Trans_Premio	Ret_Acum_Acao_150d	CAR_150d_PreJanela	D_Choque	n	R ² - Ajustado
CAR (-30, 30)	0,022	-0,005	-0,105	-0,001	-0,003	0,021	-0,012	0,000	0,016	1277	0,01%
<i>teste-t</i>	1.28	-0.36	-0.38	-0.08	-0.23	2.05	-0.25	-0.01	1.15		
<i>p-valor</i>	0.200	0.719	0.703	0.934	0.821	0.040	0.803	0.995	0.251		

	Constante	D_Acoes	Atividade	D_Internacionalização	D_Diversificação	Trans_Premio	Ret_Acum_Acao_150d	CAR_150d_PreJanela	D_Choque	n	R ² - Ajustado
CAR (-10, 10)	0,020	-0,020	0,066	-0,018	0,002	0,005	-0,010	0,008	0,020	1277	0,34%
<i>teste-t</i>	1.61	-2.15	0.34	-1.70	0.18	0.72	-0.32	0.23	2.10		
<i>p-valor</i>	0.108	0.032	0.735	0.090	0.856	0.471	0.752	0.820	0.036		
CAR (-5, 5)	0,028	-0,023	-0,046	-0,016	-0,007	0,000	-0,007	-0,002	0,011	1277	0,56%
<i>teste-t</i>	2.73	-2.87	-0.28	-1.81	-0.91	0.04	-0.24	-0.08	1.30		
<i>p-valor</i>	0.006	0.004	0.781	0.071	0.365	0.971	0.807	0.933	0.194		
CAR (-2, 2)	0,022	-0,017	-0,146	-0,006	-0,002	-0,010	-0,024	0,020	0,009	1277	0,87%
<i>teste-t</i>	2.69	-2.73	-1.14	-0.88	-0.34	-2.05	-1.12	0.92	1.36		
<i>p-valor</i>	0.007	0.006	0.253	0.377	0.732	0.041	0.263	0.359	0.176		
CAR (-1, 1)	0,024	-0,018	-0,201	-0,009	-0,001	-0,008	-0,007	0,003	0,006	1278	1,25%
<i>teste-t</i>	3.33	-3.29	-1.75	-1.51	-0.21	-1.82	-0.38	0.17	0.99		
<i>p-valor</i>	0.001	0.001	0.081	0.132	0.835	0.069	0.702	0.868	0.325		
CAR (0, 0)	0,011	-0,010	-0,063	0,001	-0,004	-0,007	-0,014	0,011	0,005	1278	1,25%
<i>teste-t</i>	2.50	-3.01	-0.89	0.13	-1.03	-2.65	-1.15	0.86	1.46		
<i>p-valor</i>	0.013	0.003	0.371	0.895	0.301	0.008	0.252	0.388	0.143		
CAR (0,1)	0,022	-0,021	-0,141	-0,008	0,000	-0,009	-0,010	0,008	0,004	1278	2,02%
<i>teste-t</i>	3.56	-4.42	-1.43	-1.41	-0.02	-2.51	-0.63	0.49	0.73		
<i>p-valor</i>	0.000	0.000	0.153	0.158	0.985	0.012	0.531	0.623	0.468		
CAR (0, 5)	0,025	-0,033	0,063	-0,011	-0,005	-0,010	-0,018	0,008	0,008	1278	2,16%
<i>teste-t</i>	2.90	-4.90	0.45	-1.41	-0.69	-1.95	-0.78	0.32	1.18		
<i>p-valor</i>	0.004	0.000	0.649	0.160	0.490	0.051	0.433	0.749	0.239		
CAR (0, 10)	0,021	-0,035	0,087	-0,014	0,003	-0,007	-0,010	0,003	0,013	1278	1,65%
<i>teste-t</i>	2.09	-4.48	0.53	-1.62	0.42	-1.23	-0.37	0.10	1.61		
<i>p-valor</i>	0.036	0.000	0.595	0.106	0.677	0.218	0.709	0.916	0.108		
CAR (0, 30)	0,034	-0,038	-0,026	-0,007	-0,010	-0,012	-0,008	0,000	0,001	1278	0,63%
<i>teste-t</i>	2.45	-3.48	-0.11	-0.57	-0.95	-1.45	-0.20	0.01	0.07		
<i>p-valor</i>	0.014	0.001	0.909	0.569	0.342	0.146	0.840	0.995	0.946		

A Tabela apresenta compilação dos dados amostrais descritos na Tabela 9, excluídas 327 transações que não dispõem de informações completas no *Bloomberg*. O número 0 (zero) dentro da janela de evento corresponde à data de anúncio da transação. Estão destacados em negrito os estimadores que preservam algum nível de significância a 90% ou a 95% de intervalo de confiança.

Levando em conta o nível de significância estatística dos estimadores, observa-se da Tabela 15 que, além da variável explanatória principal D_Acoes, somente a variável de controle Trans_Premio tem força suficiente para explicar o retorno anormal acumulado para o acionista da empresa compradora, e ainda assim em algumas janelas apenas.

O sinal negativo desta variável corrobora com os apontamentos efetuados por Alexandridis et al. (2010) e também modelados por Shleifer e Vishny (2003), no sentido de que quanto maior o prêmio pago para o acionista da empresa vendedora, menor o resultado apropriado pelo acionista da empresa compradora.

Todavia, assim como outras variáveis de controle, a variável Atividade permanece sem força no propósito de explicar o comportamento do *CAR*, novamente sinalizando conclusão diversa do trabalho de Alexandridis et al. (2010).

Replicando a análise de regressão para transações cujo mercado alvo compreenda somente países do RdM, observa-se que a variável *Trans_Premio* perde força e desponta a variável *D_Internacionalizacao*, que assume valor -0,0244 (significativo a 95% de intervalo de confiança) na janela $t-5$ a $t+5$ e mantém patamares relevantes de significância estatística (ao menos 90% de intervalo de confiança) nas janelas de 21 ($t-10$ a $t+10$), 5 ($t-2$ a $t+2$), 3 ($t-1$ a $t+1$) e 2 ($t+0$ a $t+1$) dias, sempre com sinal negativo – o que pode ser um indicativo do efeito adverso da assimetria de informação atrelada às transações *cross-border* (ALEXANDRIDIS et al., 2010).

Segregando a análise por bloco de países (ERC e RdM), é possível ainda observar que a variável *Trans_Premio* tem mais peso nos mercados alvo de EUA, Reino Unido e Canadá, não sendo estatisticamente significativa no RdM.

Esta constatação corrobora com a percepção antecipada na Tabela 7 anteriormente analisada, onde se observa que em países do RdM as transações de *M&A* se concretizam às custas de menores prêmios em relação àquelas celebradas em países do bloco ERC. A presente amostra não permite concluir, todavia, que tal se dê em função do menor nível de atividade daquele mercado.

Outra constatação interessante da segregação dos resultados é que a variável *D_Choque* desponta com sinal positivo em várias janelas de evento no bloco ERC: $t-1$ a $t+1$, $t+0$ e $t+0$ a $t+5$ (significativos a 90% de intervalo de confiança); $t-10$ a $t+10$, $t-2$ a $t+2$ e $t+0$ a $t+10$ (significativos a 95% de intervalo de confiança). O sinal positivo pode ser um indicativo de aquisições que se valeram de oportunidades de boas compras a preços depreciados no contexto da crise financeira que contagiou os mercados especialmente a partir de 2008 (DEPAMPHILIS, 2012).

Os demais estimadores não se mostram significativos, o que permite concluir pela baixa efetividade de seus respectivos regressores em explicar a variável dependente.

5. CONCLUSÃO E SUGESTÕES PARA PESQUISA FUTURA

O presente estudo propôs-se a avaliar o resultado produzido por transações de *M&A* em função do meio de pagamento utilizado, sob a ótica do acionista da empresa adquirente.

Conforme Rossi e Volpin (2004), o nível de atividade de *M&A* de um dado país está positivamente associado ao nível de prêmio pago nas transações celebradas naquele país, sendo também um forte indicativo da robustez do arcabouço regulatório daquele mesmo país no que tange as leis e instituições de proteção ao investidor.

Assim, complementam os autores: o prêmio negociado é maior na medida em que a proteção garantida ao investidor é maior – de tal sorte que um mercado com um bom ambiente regulatório, que resguarde segurança ao investidor, é capaz de atrair compradores o suficiente para gerar competitividade (e o pagamento de maiores prêmios) pelos ativos nele ofertados (ROSSI; VOLPIN, 2004).

A amostra considerada por Alexandridis et al. (2010) em sua pesquisa abrange transações de *M&A* ocorridas mundialmente entre 1990 e 2007. Tal amostra captura tanto a Quinta como a Sexta Ondas de *M&A* (DEPAMPHILIS, 2012), sendo que o RdM começou a despontar mais fortemente no cenário mundial de *M&A* à partir do final da década de 1990 (conforme se pode notar na Tabela 5 e na Tabela 6 anteriormente vistas).

A pesquisa de Alexandridis et al. (2010) confirma a força da variável Atividade em explicar o resultado percebido pelo acionista da empresa compradora, concluindo que, em mercados ditos menos competitivos, mesmo o efeito negativo da sinalização provocado por utilização de ações como meio de pagamento é compensado pelo efeito positivo do pagamento de menores prêmios.

Entretanto, a amostra considerada no presente estudo – transações de *M&A* ocorridas mundialmente entre 2000 e 2012, selecionadas sob os mesmos critérios adotados por Alexandridis et al. (2010) – não permite identificar força da variável Atividade em explicar o retorno do acionista da empresa adquirente.

Por outro lado, observa-se que o retorno anormal acumulado dos acionistas das empresas compradoras envolvidas em transações originadas em mercados componentes do bloco RdM são ao menos conservadoras de valor, inclusive para pagamento em ações, o que permite confirmar a hipótese proposta no presente estudo. Todavia, não em virtude do nível de atividade de *M&A* destes mercados.

Uma importante associação, porém, é possível de ser feita com as pesquisas de Alexandridis et al. (2010) e Rossi e Volpin (2004), uma vez que no presente estudo a variável

Trans_Premio, que denota o volume de sinergia antecipada ao acionista vendedor a título de prêmio, não tem um estimador estatisticamente significativo em países componentes do bloco RdM, sendo o contrário presente em várias janelas observadas no bloco ERC.

Disso se infere que, de fato, naqueles mercados há uma característica peculiar que permite às transações de *M&A* ali celebradas envolverem menores prêmios (que, por sua vez, compensam ou neutralizam o efeito negativo de uma transação paga em ações, inclusive).

Conforme já exposto, a amostra que embasou o presente estudo não aponta a mesma relevância atribuída pela pesquisa de Alexandridis et al. (2010) à variável Atividade – que é nada mais que uma medida do nível de dinamismo do mercado de *M&A* do país em que se dá a transação, conforme abordagem proposta por Rossi e Volpin (2004).

Tal constatação pode ser em função do período levado em conta no presente estudo, diferente do avaliado por Alexandridis et al. (2010), e que captura um histórico mais recente do mercado mundial de *M&A*, em que os países componentes do bloco RdM mostram-se cada vez mais relevantes, a ponto de igualarem-se e até superarem, em quantidade de transações, os países componentes do bloco ERC – especialmente a partir de meados dos anos 2000, conforme ilustrado no Gráfico 1.

Na década de 1990, período compreendido na análise de Alexandridis et al. (2010), como se pode ver no referido Gráfico 1, os países componentes do bloco RdM têm uma ascensão de relevância, porém ainda distante do bloco ERC – distância esta mais fortemente evidenciada quando consideradas somente empresas compradora e alvo listadas em bolsa, conforme aponta a Tabela 8.

Assim, o dinamismo que contagiou os mercados de *M&A* dos países pertencentes ao bloco RdM ao longo dos anos 2000 pode justificar a neutralização da variável Atividade em explicar a variável dependente *CAR*, conforme observado no capítulo anterior.

Outro fator que pode estar relacionado ao pagamento de menores prêmios nos mercados pertencentes ao bloco RdM é o ambiente regulatório de proteção ao investidor que permeia tais mercados, conforme pontuado por Rossi e Volpin (2004). Tal possibilidade não foi objeto de avaliação no presente estudo, ficando a sugestão para pesquisa futura.

As demais variáveis de controle não se mostram relevantes, à exceção das seguintes: (i) *D_Internacionalizacao*, que é significativa em algumas janelas avaliadas para RdM, com sinal negativo, sinalizando o efeito adverso da assimetria de informação correspondente às transações *cross-border*, em linha com o que ponderam Alexandridis et al. (2010); (ii) *Trans_Premio*, que é significativa em algumas janelas avaliadas para ERC, com sinal negativo, absolutamente coerente com o modelo proposto por Shleifer e Vishny (2003); e (iii)

D_Choque, significativo em algumas janelas avaliadas para ERC, com sinal positivo, o que pode sinalizar a realização de aquisições oportunistas, sob a prática de menores prêmios, aproveitando-se de preços depreciados no período afetado pela crise financeira que contagiou os mercados a partir de 2008 – também em linha com o modelo de Shleifer e Vishny (2003) e, principalmente, com a Hipótese da Oportunidade de Investimento.

Tais constatações abrem espaço para pesquisa futura, em especial a avaliação do efeito da crise financeira sobre o mercado mundial de *M&A*.

Finalmente, o objetivo principal do presente estudo é atingido pelos resultados significativos reportados para os estimadores da variável D_Acoes, sempre negativos, sinalizando que transações pagas em ações têm o potencial de destruir valor para o acionista da empresa compradora, em linha com a Hipótese da Sinalização e a Teoria do *Pecking Order*.

Pondera-se, todavia, que as médias dos retornos anormais acumulados pelos acionistas compradores participantes de transações celebradas em países alvo pertencentes ao bloco RdM não são significativas no contexto de transações pagas em ações.

Isto sinaliza que, nestes mercados, as transações pagas em ações são neutras, portanto nem geradoras nem destruidoras de valor. Em certa medida tal constatação confirma a hipótese alternativa testada no presente estudo, não corroborando, porém, com o constructo do nível de atividade destes mercados, até então evidenciado pelo trabalho de Alexandridis et al. (2010).

Outras causas podem ser atreladas à constatação de neutralidade das transações de *M&A* pagas em ações, conforme apontada na Tabela 11 no contexto de mercados componentes do bloco RdM. Ficam aqui, conforme acima exposto, algumas sugestões para pesquisa futura, especialmente no que se refere aos níveis de governança e de mecanismos de proteção ao investidor, peculiares a tais mercados.

Pondera-se que o presente estudo contém limitações. Uma delas relacionada ao próprio modelo de estudo de evento, apoiado na Hipótese dos Mercados Eficientes.

Os resultados apresentados na Tabela 10, especialmente quanto à inversão de sinal ocorrida no RdM para janelas pós-evento mais distantes do anúncio da transação (notadamente $t+0$ a $t+10$ e $t+0$ a $t+30$) podem ser indicativo de ineficiência destes mercados – conforme Damodaran (2002) – o que também configura tema interessante para estudo posterior.

Outra limitação da metodologia do estudo de evento é justamente a abrangência das janelas analisadas, que não capturam resultados de longo prazo, os quais podem sinalizar

desdobramentos diversos daqueles observados de imediato, conforme pontuam Bruner (2004), Dube e Glascock (2006) e Savor e Lu (2009).

Por fim, fica proposta também como sugestão para pesquisa futura a avaliação, sob o mesmo período de 2000 a 2012, com o propósito de constatar se transações envolvendo empresas alvo não listadas em bolsa produzem resultado semelhante ao apontado no presente trabalho. Pondera-se que, neste caso, a variável Atividade fica prejudicada – ao menos da forma como ela é construída na pesquisa de Alexandridis et al. (2010) e aqui replicada.

O presente estudo acrescenta novas contribuições à discussão do resultado produzido por transações de M&A sob a ótica do acionista da empresa compradora. Mostra-se – tal como apontado por Alexandridis et al. (2010), Sehgal (2012) e outros autores que se empenharam a analisar transações de *M&A* além das fronteiras dos mercados norte-americano, britânico e canadense – que o resultado negativo tradicionalmente atribuído à utilização de ações como meio de pagamento (conforme a Hipótese da Sinalização) não necessariamente se materializa nas demais economias do mundo.

Todavia, diferentemente de Alexandridis et al. (2010), o presente estudo não confirma que tal divergência entre estes grupos de países deve-se a diferentes níveis de atividade de seus respectivos mercados de *M&A*.

Novo e amplo campo mostra-se à frente quanto à pesquisa que pode ser ainda desenvolvida sobre o tema, aprofundando a análise das características peculiares aos países que adentraram o mercado mundial de *M&A* a partir do final da década de 1990.

6. BIBLIOGRAFIA

- AGRAWAL, A.; JAFFE, J. F.; MANDELKER, G. N. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. **The Journal of Finance**, v. XLVII, n. 4, p. 1605–1622, 1992. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04674.x/abstract>>. Acesso em: 18/3/2013.
- AHERN, K. R.; WESTON, J. F. M&As: The Good, the Bad, and the Ugly. **Journal of Applied Finance**, v. 17, n. 1, p. 5–20, 2007. Disponível em: <<http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:M&As:+The+Good,+the+Bad,+and+the+Ugly#0>>. Acesso em: 21/7/2013.
- ALEXANDRIDIS, G.; PETMEZAS, D.; TRAVLOS, N. G. Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. **Financial Management**, p. 1671–1695, 2010.
- ALSHARAIRI, M.; SALAMA, A. Does high leverage impact earnings management? evidence from non-cash mergers and acquisitions. **Journal of Financial and Economic Practice**, v. 12, n. 1, p. 17–34, 2011. Disponível em: <<http://dro.dur.ac.uk/7965>>. Acesso em: 14/2/2013.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New Evidence and Perspectives on Mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 103–120, 2001.
- BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 3, p. 347–363, 1993.
- BINO, A.; PANA, E. Firm value and investment policy around stock for stock mergers. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 37, n. 2, p. 207–221, 2010. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/index/10.1007/s11156-010-0201-4>>. Acesso em: 14/2/2013.
- BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investments**. 6a. ed. New York, NY: McGraw-Hill Companies Inc., 2005.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance**. 8th ed. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin Inc., 2006.
- BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily stock returns: The case of event studies. **Journal of Financial Economics**, v. 14, p. 3–31, 1985. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X8590042X>>. Acesso em: 10/9/2013.
- BRUNER, R. F. The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 23, n. 2, p. 199, 1988. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2330881?origin=crossref>>. .
- BRUNER, R. F. **Applied Mergers and Acquisitions**. 1st ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc., 2004.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, p. 781–794, 2002. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1002/smj.262>>. Acesso em: 14/2/2013.

CHIDAMBARAN, N. K.; JOHN, K.; SHANGGUAN, Z.; VASUDEVAN, G. Hot and cold merger markets. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 34, n. 3, p. 327–349, 2009. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/index/10.1007/s11156-009-0133-z>>. Acesso em: 14/2/2013.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation**. 2a ed. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

DEPAMPHILIS, D. M. **Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities**. 6th ed. San Diego, CA: Elsevier, 2012.

DRAPER, P.; PAUDYAL, K. Corporate takeovers: mode of payment, returns and trading activity. **Journal of Business Finance & ...**, v. 26, n. 6, p. 521–559, 1999. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-5957.00266/abstract>>. Acesso em: 14/2/2013.

DRAPER, P.; PAUDYAL, K. Acquisitions: Private versus Public. **European Financial Management**, v. 12, n. 1, p. 57–80, 2006. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1354-7798.2006.00310.x>>. .

DRAPER, P.; PAUDYAL, K. Information Asymmetry and Bidders' Gains. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, n. 3-4, p. 376–405, 2008. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1468-5957.2008.02082.x>>. Acesso em: 14/2/2013.

DUBE, S.; GLASCOCK, J. L. Effects of the method of payment and the mode of acquisition on performance and risk metrics. **International Journal of Managerial Finance**, v. 2, n. 3, p. 176–195, 2006. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/10.1108/17439130610676466>>. Acesso em: 3/2/2013.

FACCIO, M.; MCCONNELL, J. J.; STOLIN, D. Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 41, n. 01, p. 197, 2009. Disponível em: <http://www.journals.cambridge.org/abstract_S0022109000002477>. .

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance**, v. XLVII, n. 2, p. 427–465, 1992. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x/abstract>>. Acesso em: 14/2/2013.

FUNG, S.; JO, H.; TSAI, S.-C. Agency problems in stock market-driven acquisitions. **Review of Accounting and Finance**, v. 8, n. 4, p. 388–430, 2009. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/10.1108/14757700911006958>>. Acesso em: 14/2/2013.

GAUGHAN, P. A. **Mergers, acquisitions and corporate restructuring**. 4th ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc., 2007.

GE, R.; LENNOX, C. Do acquirers disclose good news or withhold bad news when they finance their acquisitions using equity? **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 1, p. 183–217, 2010. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/index/10.1007/s11142-010-9139-y>>. Acesso em: 2/2/2013.

GRAHAM, J.; LEMMON, M.; WOLF, J. Does corporate diversification destroy value? **The Journal of Finance**, v. LVII, n. 2, p. 695–720, 2002. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00439/abstract>>. Acesso em: 14/2/2013.

HANSEN, R. G. A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. **Journal of Business**, v. 60, n. 1, p. 75–95, 1987.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic Management: Competitiveness and Globalizations (Concept and Cases)**. 6th ed. Thomson South-Western, 2005.

HOVAKIMIAN, A.; HUTTON, I. Merger-Motivated IPOs. **Financial Management**, v. 39, n. 4, p. 1547–1573, 2010. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1755-053X.2010.01122.x>>. .

JENSEN, M. C. The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. **Midland Corporate Finance Journal**, v. 4, n. 2, 1986a. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=173452>>.

JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986b. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580>. Acesso em: 14/2/2013.

JENSEN, M. C. The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance. **European Financial Management**, v. 10, n. 4, p. 549–565, 2004. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1354-7798.2004.00265.x>>. .

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>>. Acesso em: 14/2/2013.

JUNG, K.; KIM, Y.-C.; STULZ, R. M. Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision. ,1994. Cambridge, MA.

KAPLAN, S.; STRÖMBERG, P. Leveraged buyouts and private equity. **Journal of Economic Perspectives**, v. 23, n. 1, p. 121–146, 2009. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w14207.ack>>. Acesso em: 15/2/2013.

KOTLER, P. **Administração de Marketing**. 5th ed. São Paulo, SP: Editora Atlas S.A., 1998.

KWALL, J. What Is a Merger: The Case for Taxing Cash Mergers Like Stock Sales. **Journal of Corporate Law**, v. 32, n. 1, p. 31, 2006. Disponível em:

<http://heinonlinebackup.com/hol-cgi-bin/get_pdf.cgi?handle=hein.journals/jcorl32§ion=7>. Acesso em: 14/2/2013.

LAU, B.; PROIMOS, A. The underperformance of equity-financed bidders. **International Journal of Managerial Finance**, v. 6, n. 1, p. 4–23, 2010. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/10.1108/17439131011015760>>. Acesso em: 14/2/2013.

MADURA, J.; NGO, T. Determinants of the medium of payment used to acquire privately-held targets. **Journal of Economics and Finance**, v. 36, n. 2, p. 424–442, 2010. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/index/10.1007/s12197-010-9130-2>>. Acesso em: 14/2/2013.

MARTIN, K. J. The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership. **The Journal of Finance**, v. LI, n. 4, p. 1227–1247, 1996.

MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? **Journal of Banking & Finance**, v. 44, n. 0, p. 1–45, 2008.

MASULIS, R.; WANG, C.; XIE, F. Corporate governance and acquirer returns. **The Journal of Finance**, v. LXII, n. 4, 2007. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2007.01259.x/full>>. Acesso em: 15/2/2013.

MCGUIGAN, J. R.; MOYER, R. C.; HARRIS, F. H. DEB. **Economia de Empresas: Aplicações, Estratégia e Táticas**. 1ª ed. São Paulo, SP: Thomson Learning Ltda., 2004.

MCNAMARA, G. M.; HALEBLIAN, J. J.; DYKES, B. J. The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Bandwagon Effects, and the Moderation Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 1, p. 113–130, 2008.

MITCHELL, M. L.; MULHERIN, J. H. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. **Journal of financial economics**, v. 41, p. 193–229, 1996. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X9500860H>>. Acesso em: 23/6/2013.

MOELLER, S. B.; SCHILNGEMANN, F. P.; STULZ, R. M. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 2, p. 757–782, 2005. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x/full>>. Acesso em: 2/9/2013.

MOELLER, S. B.; SCHLINGEMANN, F. P.; STULZ, R. M. How do diversity of opinion and information asymmetry affect acquirer returns? **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 6, p. 2047–2078, 2007. Disponível em: <<http://rfs.oxfordjournals.org/content/20/6/2047.short>>. Acesso em: 2/9/2013.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575 – 592, 1984. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x/full>>. Acesso em: 4/9/2013.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have. **National Bureau of Economic Research**, 1984. Cambridge, MA.

RHODES-KROPP, M.; VISWANATHAN, S. Market valuation and merger waves. **The Journal of Finance**, v. LIX, n. 6, 2004. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2004.00713.x/full>>. Acesso em: 15/2/2013.

ROLL, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, p. 197–216, 1986.

ROSSI, S.; VOLPIN, P. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. **Journal of Financial Economics**, , n. 74, p. 277–304, 2004. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04000674>>. Acesso em: 2/9/2013.

SAVOR, P. G.; LU, Q. Do stock mergers create value for acquirers? **The Journal of Finance**, v. LXIV, n. 3, p. 1061–1097, 2009. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2009.01459.x/full>>. Acesso em: 15/2/2013.

SCHLINGEMANN, F. P.; STULZ, R. M.; WALKLING, R. A. Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 1, p. 117–144, 2002. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304405X02000739>>. .

SEHGAL, S.; BANERJEE, S.; DEISTING, F. The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns: Evidence from BRICKS Markets. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n. 11, p. 76–91, 2012. Disponível em: <<http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/21226>>. Acesso em: 14/2/2013.

SERVAES, H. Tobin's Q and the Gains from Takeovers. **The Journal of Finance**, v. LXVI, n. 1, p. 409–420, 1991. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03758.x/abstract>>. Acesso em: 18/3/2013.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. **The Journal of Finance**, v. XLVII, n. 4, p. 1343 – 1366, 1992. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04661.x/abstract>>. Acesso em: 3/9/2013.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Stock market driven acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 70, n. 3, p. 295–311, 2003. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304405X03002113>>. Acesso em: 16/8/2013.

STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3–27, 1990. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X9090011N>>. .

SUNG, H. M. The effects of overpayment and form of financing on bidder returns in mergers and tender offers. **The Journal of Financial Research**, v. XVI, n. 4, p. 351–365, 1993.

TRAVLOS, N. Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. **The Journal of Finance**, v. XLII, n. 4, 1987. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1987.tb03921.x/abstract>>. Acesso em: 18/3/2013.

TSAI, C.-I. The Cumulative Abnormal Returns of Acquiring Companies: Evidence From Mergers. **Journal of Accounting, Finance & Management Strategy**, v. 4, n. 1, p. 23–43, 2008.

TUCH, C.; O'SULLIVAN, N. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. **International Journal of Management Reviews**, v. 9, n. 2, p. 141–170, 2007. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1468-2370.2007.00206.x>>. Acesso em: 2/2/2013.

WANSLEY, J. W.; LANE, W. R.; YANG, H. C. Gains To Bidder Firms in Cash and Securities Transactions. **The Financial Review**, v. 22, n. 4, p. 403–414, 1987. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6288.1987.tb01263.x>>. .

WARDE JR, W. J. **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. 1a. ed. São Paulo, SP: Quartier Latin, 2009.

WESTON, J. F.; CHUNG, K. S.; HOAG, S. E. **Mergers, restructuring, and corporate control**. 1st ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, Inc., 1990.

WESTON, J. F.; MITCHELL, M. L.; MULHERIN, J. H. **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**. 4th ed. Upper Saddle River, NJ: Pearson Education, Inc., 2004.

WOOD, S. Reinterpreting the great US department store bankruptcies of the 1980s: A catalyst to strategic structural change. **Journal of Management History**, v. 14, n. 4, p. 404–423, 2008. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/10.1108/17511340810893135>>. Acesso em: 14/2/2013.

YOOK, K. C.; GANGOPADHYAY, P.; MCCABE, G. M. Information asymmetry, management control, and method of payment in acquisitions. **The Journal of Financial Research**, v. XXII, n. 4, p. 413–427, 1999. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/a/bla/jfnres/v22y1999i4p413-27.html>>. Acesso em: 14/2/2013.