

RETORNOS ANORMAIS VERSUS PERFORMANCES OPERACIONAIS ANORMAIS DE FIRMAS BRASILEIRAS ENVOLVIDAS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES NO PERÍODO DE 2002 A 2006

Autoria: Jorge Vieira da Costa Junior, Eliseu Martins

Resumo: O propósito deste artigo foi investigar as operações de fusões e aquisições – F&A observadas entre firmas brasileiras no período de 2002 a 2006, em que ao menos uma delas (firma “bidder” ou firma “target”) fosse listada na Bovespa. Foram amostrados 101 anúncios (1º Fato Relevante arquivado) envolvendo 104 operações, totalizando R\$ 223,7 bilhões, ou 66,86% do universo que integrou o ranking da ANBID de 2002 a 2006. Duas técnicas foram utilizadas: o estudo de eventos por retornos ao redor dos anúncios e o estudo de eventos amparado por métricas contábeis. As evidências empíricas e os testes estatísticos conduziram à conclusão de que o anúncio das operações de fusão e aquisição criou expectativas de maximização de valor para os acionistas das firmas combinadas. Contudo, para os acionistas das firmas “target”, na ocorrência de uma OPA, com a possibilidade da tensão durante o processo de definição do prêmio de controle a ser pago a acionistas não controladores, especialmente se investidores institucionais como fundos de pensão integram o grupo de não controladores, o anúncio das operações de fusão e aquisição foi precificado de modo diferenciado entre ações ordinárias e preferenciais, causando no mercado uma reação similar à hipótese da miopia, um fenômeno peculiar no ambiente brasileiro. A Contabilidade não corroborou as expectativas médias do mercado no que concerne às possíveis sinergias advindas da combinação de firmas amostradas. Vale dizer que a medição da performance por métricas contábeis não foi influenciada pelo “big bath” tampouco por múltiplas aquisições efetivadas por firmas “bidder”. Os resultados econométricos sugerem a necessidade de se proceder a um teste de “impairment loss” para averiguar a substância econômica de ágios.

Palavras-chave: fusões e aquisições, “impairment loss” de ágios, estudo de eventos por retornos, estudo de eventos por métricas contábeis, teoria da firma.

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização do Problema

As fusões e aquisições entre firmas despertam grande interesse de estudo por parte de acadêmicos, sobretudo pelas vastas cifras movimentadas e controvérsias provocadas. Ao abrir simpósio sobre “takeovers”, Varian (1988, p. 3) revela que das 100 maiores fusões e aquisições entre firmas nos EUA registradas até o ano de 1984, 65 ocorreram entre 1981 e 1983, sendo que entre 1981 e 1984, no mínimo, observaram-se 45 operações que superaram bilhões de dólares. Para se ter uma idéia dessa dimensão, Jensen (1988, p. 21) revela que o mercado de fusões e aquisições movimentou 180 bilhões de dólares por ano, só em 1985 e 1986, um patamar 47% superior ao recorde de 1984 de 122 bilhões.

No Brasil, as fusões e aquisições, com as peculiaridades decorrentes de nosso ambiente legal e empresarial (operações eminentemente privadas), são também observadas. O período de 1991 a 2002, por exemplo, foi marcado preponderantemente pelo processo de privatização de empresas estatais, na vigência do PND – Programa Nacional de Desestatização. Segundo informações disponíveis publicamente para consulta no site do BNDES, gestor do programa, de 1991 até 31.12.2002, as operações geraram de resultado consolidado para o Poder Público US\$ 39,68 bilhões. Nesse período é de se salientar um importante aspecto: o Estado, com o propósito de facilitar o processo de alienação do controle de suas firmas e minorar custos impostos a proponentes compradores, acabou por promover a

supressão do artigo 254 da Lei 6.404/76, que impunha a Oferta Pública compulsória ao adquirente do controle de uma companhia aberta, com a edição da Lei 9.457/97.

Neste artigo, foram investigadas empiricamente as operações de fusão e aquisição envolvendo firmas brasileiras listadas na Bovespa, no período de 2002 a 2006, já com o restabelecimento no ordenamento legal do instituto da OPA compulsória (art. 254-A da LSA). O artigo está dividido em 4 partes. O item 1, que trata da Introdução, abarca a contextualização do problema e os objetivos. O item 2 trata da revisão de literatura sobre o tema, no qual são inventariadas as hipóteses econômicas mais freqüentemente documentadas. No item 3 são abordados os aspectos metodológicos, além de apresentadas as técnicas utilizadas e discutidas as escolhas operacionais da pesquisa. Os dados coligidos são analisados, tratados e discutidos no item 4. Por fim, no item 5 são tecidas considerações finais conclusivas.

1.2. Objetivos do Trabalho

O propósito deste artigo foi investigar, de acordo com as hipóteses e questões de pesquisa, as operações de fusões e aquisições – F&A observadas entre firmas brasileiras no período de 2002 a 2006, em que ao menos uma delas (firma “bidder” ou firma “target”) fosse listada na Bovespa.

Assim, cabe propor uma primeira hipótese para investigação. **H₁**: Nas fusões e aquisições praticadas por firmas brasileiras com registro na Bovespa, no período de 2002 a 2006, com negociação de controle, parte dos retornos anormais registrados pelas firmas “bidder”, quando do anúncio das operações, tem origem em sobrepreço cuja substância econômica não é corroborada pela Contabilidade. Essa hipótese tem por implicação a investigação de duas questões indissociáveis: a existência de retornos anormais pós-anúncio e a natureza destes (expectativas positivas ou negativas) e a existência de performances operacionais anormais ex post as operações e a natureza destas (caixa anormal positivo ou negativo).

Como consequência dessa hipótese, surgem as seguintes questões de pesquisa: 1. As operações no período estudado, quando anunciadas, criaram expectativas de maximização de riqueza dos acionistas das firmas envolvidas? (“target” e “bidders”); 2. As operações não concretizadas (“unsuccessful takeovers”) foram “reprecificadas”. Em suma, os preços retomaram os patamares anteriores ao anúncio? 3. Em se tratando da medição de performance operacional pós-combinação, esta foi influenciada pelas escolhas contábeis da nova administração (fenômeno positivista do “big bath”)? E no caso de múltiplas fusões e aquisições (a mesma firma envolvida em mais de uma operação), influenciaram a medição de performance operacional pós-combinação? 4. A performance operacional pós-combinação serviu de evidência corroborativa às expectativas do mercado? Houve, nesse caso concreto, evidências indicativas de “impairment” de ágios registrados?

Uma outra hipótese a ser trabalhada, não mutuamente excludente, tem relação com as OPA’s por alienação de controle. **H₂**: Nas fusões e aquisições praticadas por firmas brasileiras com registro na Bovespa, no período de 2002 a 2006, em que tenha sido registrada OPA por alienação de controle, há um comportamento míope¹ do mercado com relação às ações das firmas “target”. Decorre daí mais uma questão de pesquisa: 5. Ações com direitos diferenciados (“tag along”) das firmas “target”, na ocorrência de OPA por alienação de controle, sofreram impactos diferenciados nos seus preços quando do anúncio? Houve efeito miopia do mercado nessas operações?

Objetivamente, a pesquisa visa a explorar o elo existente entre as expectativas externadas pelo mercado, em decorrência das operações anunciadas, e o papel que possui a Contabilidade na validação dessas expectativas. Tem como propósito também averiguar os reflexos das OPA's por alienação de controle nos preços das firmas-alvo, pois compõem parte dos retornos pós-anúncio.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Relação entre Retornos Anormais e Lucros Anormais (“Goodwill”)

Uma das grandes questões que se apresenta quando se estuda o comportamento dos preços, ou dos retornos das ações, *vis-à-vis* a informação contábil disponibilizada publicamente é a de que existe entre ambos uma relação biunívoca. Os preços, ou os retornos das ações, carregam alguma informação sobre resultados contábeis que serão divulgados a posteriori, assim como estes últimos, após serem disseminados, conduzem a ajustes nos preços. Em trabalho considerado seminal, um divisor de águas na pesquisa em Contabilidade, Ball e Brown (1965) investigaram o conteúdo informacional da Contabilidade. Assim se manifestam os autores em determinada passagem do artigo:

Entretanto, grande parte da informação contida nos lucros é antecipada pelo mercado antes mesmo que as demonstrações financeiras sejam publicadas. Em verdade, a antecipação é tão acurada que o resultado atual observado não parece influenciar qualquer variação não usual no índice de Performance Anormal nos meses de anúncio. (BALL e BROWN, 1968, p. 170) (tradução livre)

Lopes (2001, p. 88-89) obteve junto a outros trabalhos, como em Beaver, Clarke e Wright, em Brown e Kenelly, em May, e em Kiger evidências empíricas para o fato de retornos anormais prenunciarem lucros anormais. Assim, é de se esperar que lucros anormais sejam antecipados pelo mercado via retornos anormais observados nos preços, admitindo sempre como premissa a eficiência do mercado em sua forma semi-forte. Mas o que seriam esses lucros anormais?

Bem à frente de seu tempo, ao se dedicar ao estudo de problemas contábeis associados à mensuração do Ativo Intangível, e por consequência do “goodwill”, Martins (1972, 60-61) apresentou 3 concepções, até então encontradas na literatura normativa, para caracterização conceitual deste último: (i) a que considera-o como sendo resultante de “super lucros” trazidos a valor presente; (ii) a que considera-o como sendo resultante de uma subavaliação de ativos; (iii) a que considera-o como sendo produto de uma “master valuation account”. É bom registrar que o autor fez menção ao que a literatura da época cunhou com a expressão “super lucros”, que nada mais são do que lucros anormais pagos quando da negociação da firma.

2.2. Hipóteses Econômicas que Procuram Explicar as Fusões e Aquisições

2.2.1. A Arena de Disputa entre Gestores por Ativos Líquidos

Jensen e Ruback (1983, p. 6), dentro de uma concepção contratual da firma, encaram analiticamente as fusões e aquisições como sendo uma arena onde times alternativos de gestores competem entre si pelos direitos de administrarem os recursos disponíveis no mercado. Segundo essa ótica, o mercado de controle corporativoⁱⁱ é o principal componente do mercado de serviços prestados por gestores (“managerial labor market”).

De acordo com os autores, é uma diferente forma de enxergar o fenômeno, que foge da tradicional visão de que os provedores de capital e os acionistas ativistas, atuando individualmente ou em conjunto, tomam o controle das firmas e substituem seus gestores

visando a uma melhor eficiência na utilização dos recursos disponíveis. Pelo modelo analítico da “disputa entre gestores”, os acionistas exercem um papel passivo; arbitradores e especialistas em fusões e aquisições atuam como intermediários no “leilão” por times de gestores competitivos, facilitando a efetivação das operações.

2.2.2. Custos de Agência do Fluxo de Caixa Livre (“Theory of Free Cash Flow”)

Alternativamente, o fenômeno das fusões e aquisições pode ser explicado como resultante de um conflito de agência entre o agente (gestores) e o principal (acionistas); como um custo advindo do fluxo de caixa livre da firma. Jensen (1988, p. 28) argumenta que o pagamento de fluxo de caixa livre da firma para os acionistas reduz os recursos sob o controle dos gestores, o que implica a diminuição de seu poder e a sua sujeição a um monitoramento do mercado em rodadas subsequentes de capital (maior restrição na angariação de novos recursos).

O sistema de incentivos econômicos, a depender da forma pela qual está desenhado, pode aumentar os custos contratuais nesse sentido. Murphy, apud Jensen (2001, p. 323), comprova empiricamente que as mudanças no sistema de compensações de gestores estão positivamente correlacionadas com o crescimento das vendas da firma. Assim, a tendência de as firmas premiarem gestores de segundo escalão através de promoções, ao invés de conferirem a eles bônus por performance, cria um forte viés organizacional com foco na maximização do crescimento (e não do valor). Possibilita-se com essa medida o surgimento de “novas posições” na firma a servir ao sistema remuneração baseado na promoção (BAKER, apud JENSEN, 2001, p. 323).

2.2.3. A Auto Confiança Exacerbada de Gestores (“Hubris Hypothesis”)

Gestores de firmas “bidder”, tomados por uma auto confiança exacerbada, ou soberba, podem levar a efeito operações de fusão e aquisição que destroem o valor da firma. Essa é a hipótese trabalhada por Roll (1986). Segundo o autor, na média, o gestor de uma firma “bidder” tem poucas oportunidades de formular ofertas públicas pelo controle de firmas “target”. Se estiver envolvido em um “leilão pelo controle” de uma firma “target” (qualificado pela literatura como “auction”), ele tentará se convencer de que a avaliação do mercado acerca das sinergias da combinação está equivocada, e de que possui premissas mais realistas e prováveis – sua posição enquanto “insider” o coloca em vantagem. Nesse particular, a hipótese da auto confiança exacerbada é consistente com a HME na sua forma semi-forte. (ROLL, 1986, p. 200)

A existência de assimetrias informacionais, e a possibilidade de o mercado fazer determinadas leituras de medidas implementadas pelos gestores (“sinais emitidos”), na visão de Roll (1986, p. 201-202), concorrem para o surgimento de duas hipóteses a explicar o comportamento de preços: (1) a participação em uma “auction” pode sinalizar de modo positivo para o mercado a existência de fluxos de caixa realizados que superam os estimados; (2) a desistência de uma “auction” pode sinalizar negativamente para o mercado as limitadas sinergias esperadas com a combinação das firmas ou a restrição creditícia da firma “bidder”. Contudo, não se pode esquecer de que há custos de agência associados.

2.2.4. Sinalização pelo Financiamento das F&A (“Good News x Bad News”)

Em trabalho analítico, e utilizando modelagem com base na teoria dos jogos, Myers e Majluf (1984) exploram as possibilidades decisórias com que se deparam os gestores da firma. Sob determinadas circunstâncias, os gestores podem deixar de angariar recursos via

emissão de ações e desse modo abandonar oportunidades de investimento que aumentem o valor da firma, caso não disponham de recursos financeiros ociosos (“financial slack”).

Em linhas gerais, os autores trabalham com a idéia do sinal que pode ser emitido para o mercado com a distribuição de novas ações. Gestores, de um modo geral, não gostam de ser forçados a angariar recursos via novas emissões de ações, quando a firma está subavaliada pelo mercado. Por outro lado, advogam Myers e Majluf (1984, p. 195), os gestores da firma podem tirar vantagem do mercado quando a firma está superavaliada. Assim, recursos financeiros ociosos (“financial slack”) possuem valor, pois evitam que gestores emitam sinais negativos para o mercado (angariação de recursos via emissão de ações) sem que tenham necessariamente que abrir mão de uma boa oportunidade de investimento.

Aplicando o modelo teórico para o caso específico das fusões e aquisições, a decisão do gestor de liquidar uma operação dessa natureza com ações (“stock-for-stock”) sempre carregará uma informação negativa; sinalizará uma superavaliação das ações da firma “bidder” pelo mercado.

2.2.5. O Jogo do Lucro por Ação (“Earnings Game” ou “Bootstrap”)

Ao discorrerem sobre as fusões e aquisições, Brealey e Myers (1998, p. 921-922) abordam o problema da ilusão financeira que pode servir como um motivador para a ocorrência das operações, expediente freqüente nos anos 60. Dito problema é também documentado pela literatura como “jogo do lucro por ação” (“earnings game”) ou “subida artificial” (“bootstrap”).

Suas causas são derivadas do conflito de agência presente no interesse que o gestor tem em manter seu poder e cargo na firma. Objetivamente, o jogo do lucro por ação ocorre sempre que a operação é financiada com ações da adquirente e esta adquire uma firma com poucas perspectivas de crescimento (índice preço lucro baixo). As ações da adquirente têm que ser precificadas acima das da firma alvo, de tal sorte que na relação de substituição seja emitida a menor quantidade possível de ações da adquirente. O resultado é que o lucro por ação aumenta após a operação, vez que o numerador considera 100% da integridade dos dois lucros e um acréscimo não muito substancial das ações emitidas pela firma adquirente.

2.2.6. A Redistribuição de Riqueza entre os Agentes

Muitos críticos das operações de fusões e aquisições, sem qualquer evidência empírica, tampouco razão econômica para tal, defendem com forte viés a tese de que as operações de fusões e aquisições não geram qualquer valor para a economia como um todo, sendo as vastas cifras registradas pelas firmas combinadas uma redistribuição de riqueza de alguns agentes envolvidos. É o que a literatura documenta como sendo a hipótese da redistribuição de riqueza.

Jensen (1984, p. 113), de modo muito persuasivo em sua argumentação, sustenta que não há redistribuição de riqueza dos acionistas das firmas “bidder” para os acionistas das firmas “target”, tampouco consumo dessa riqueza, vez que os recursos destinados para efetivação da operação podem ser ainda alocados em atividades produtivas e de investimento. Os únicos recursos consumidos são aqueles destinados ao pagamento de honorários dos profissionais que intermedeiam as operações (“underwriters”, advogados, contadores), mas mesmo assim percentualmente representam pouco do volume movimentado. Assim, o incremento de riqueza dos acionistas tem origem em aumento de produtividade e eficiência econômica. Também é jocosa a idéia de que as linhas de crédito utilizadas para financiamento

das operações acabam por deslocar recursos que seriam destinados a investimentos produtivos (“siphon credit from the financial system and crowd out legitimate borrowing for productive investment”), e que portanto gerariam riqueza, para uma atividade que supostamente serviria aos interesses dos bancos de investimento.

2.2.7. O Poder de Mercado (“Market Power”)

Em resposta às medidas por vezes adotadas por órgãos da defesa da concorrência nos EUA, em particular nas combinações horizontais, os acadêmicos começaram a se interessar em estudar os efeitos das fusões e aquisições sobre os mercados de produtos e serviços. Manne (1965, p. 119) foi o primeiro a questionar os efeitos das fusões e aquisições sobre os consumidores; se estas de fato concorrerem para uma concentração de poder de mercado com reflexos nos preços praticados.

Jensen e Ruback (1983, p. 24) orientam no sentido de que a hipótese do poder de mercado tem por implicação o aumento dos preços dos produtos e serviços, beneficiando generalizadamente todas as firmas integrantes do setor das firmas combinadas. Os preços altos praticados pelas firmas combinadas facultam do mesmo modo que concorrentes adotem política similar. Assim, no anúncio de uma combinação entre concorrentes, todas as firmas do setor devem apresentar retornos anormais positivos. Stillman, apud Jensen e Ruback (1983, p. 24), ao analisar 11 fusões horizontais envolvendo firmas de setores não regulados, que foram objeto de contestação por força da Section 7, do Clayton Actⁱⁱⁱ, decorrente de processos instaurados por iniciativa de firmas rivais, não obteve qualquer evidência estatisticamente significativa nos retornos anormais das firmas rivais em 9 das operações amostradas. Das 2 operações remanescentes, uma apresentou resultados ambíguos e a outra retornos anormais positivos.

2.3. Ofertas Públicas nas Fusões e Aquisições

Um importante desdobramento das operações de fusão e aquisição diz respeito às ofertas públicas (“tender offers”) por vezes observadas na disputa pelo controle das firmas. É bom salientar que nesse assunto a regulação brasileira é diferente da norte-americana, vez que a realidade das firmas nacionais é majoritariamente a do controle concentrado, ao passo que firmas norte-americanas possuem o seu controle negociado no mercado.

Assim, nos EUA, as ofertas públicas são direcionadas a mercado. Não se identifica previamente o vendedor do controle, tampouco grupo de investidores que agindo em conjunto exerçam esse papel. As alterações no controle das firmas norte-americanas são efetivadas publicamente. Até meados da década de 60, as ofertas públicas em dinheiro (“cash tender offers”) eram abusivamente praticadas, vez que até então não havia uma disciplina normativa que garantisse aos investidores e aos gestores das firmas “target” um prazo mínimo para discutirem a proposta e avaliarem-na antes de tomarem uma decisão^{iv}.

No caso brasileiro, há uma gama bem abrangente de operações que requerem o registro compulsório de uma oferta pública na CVM – OPA. Quando da alienação de controle da firma – operação privada entre ex-controlador e novo controlador – é requerido, sob condição suspensiva ou resolutiva, nos termos do artigo 254-A da Lei 6.404/76, que seja feito o registro de OPA na CVM, extensiva a titulares de ações com poder de voto, que lhes garanta, no mínimo, 80% do preço pago por ação do ex-controlador (“tag along”)^v. Na regulamentação do dispositivo legal, a Instrução CVM n. 361/2002, em seu artigo 29, restringiu a OPA por alienação de controle aos titulares de ações com pleno e permanente

direito de voto. Um fenômeno que tem sido observado no Brasil, desde o restabelecimento da OPA por alienação de controle, a partir de 2002, com a Lei 10.303/2001, é a precificação do prêmio de “tag along” nas ações listadas.

2.4. Papel de “Raiders”

Um personagem por vezes presente em fusões e aquisições, nos EUA, caricaturado pejorativamente pela imprensa especializada como “pilhante”, “jogador” (“asset player”), que supostamente visa única e exclusivamente a expropriar os ativos da firma para maximizar sua riqueza pessoal, são os “raiders”. Eles são investidores individuais agressivos, que formulam ofertas de compra com vistas a tomar de modo hostil o controle das firmas. Eventualmente forçam a administração das firmas “target” a formular uma oferta de recompra de suas ações – “greenmail” – por um valor acima de cotação.

Holderness e Sheehan (1985), ao investigarem os reflexos sobre o valor da firmas “target” que tiveram ações adquiridas por 6 raiders famosos, Carl Icahn, Irwin Jacobs, Carl Lindner, David Murdock, Victor Posner, Charles Bluhdorn, concluíram que entre 1977 e 1982, período amostrado, as firmas “target” estudadas apresentaram retornos anormais positivos após o anúncio das aquisições.

2.5. As “Proxy Fights” ou “Proxy Contests”

Num contexto de mudança de controle, as procurações de voto podem ser utilizadas com o fim de alterar a administração da firma, o que caracteriza a tomada hostil de seu controle quando a estratégia é bem sucedida. Alternativamente, a resultante da contenda pode ser a obtenção de um ou mais assentos pelos dissidentes, o que fragmenta a estrutura de poder até então vigente.

Dodd e Warner (1982), ao estudarem o tema, planejaram uma pesquisa com o objetivo de investigar o impacto das “proxy contests” sobre a riqueza dos acionistas. Para tanto, utilizaram uma amostra composta por 96 disputas por procurações de voto, no período de 1º Julho de 1962 a 1º Janeiro de 1978, sendo 57 envolvendo firmas listadas na NYSE e 39 firmas listadas na AMEX. Em síntese, os autores obtiveram evidências de que existem retornos anormais positivos, e estatisticamente significativos, em torno dos anúncios. A idéia de que outros eventos podem impactar os retornos anormais observados, como anúncios de fusões e aquisições, ou anúncios de lucros, não é suportada pelas evidências empíricas coligidas. Objetivamente, os resultados do trabalho suportam a hipótese da análise econômica padrão, e por uma consequência coerente refutam a hipótese do quadro totalmente ilusório (DODD e WARNER, 1982, p. 434-435).

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. Fontes de Informação e Amostra

A base de dados utilizada para seleção da amostra partiu do ranking elaborado pela ANBID, que reúne operações de fusões e aquisições entre firmas brasileiras, que superam o montante de R\$20 milhões. Foram amostradas operações de fusão e aquisição envolvendo companhias abertas com registro na Bovespa, cujos anúncios ou sua efetivação tenham caído em domínio público no período de 2002 a 2006.

Os critérios eleitos para seleção das operações tiveram relação direta com a técnica de pesquisa utilizada para investigar a existência de retornos anormais, qual seja, o estudo de

eventos com base nos retornos ao redor dos anúncios. Foram selecionadas aquelas operações em que ao menos uma das firmas teve valores mobiliários distribuídos publicamente (ações e/ou certificados); as que apresentaram os anúncios (“Fatos Relevantes”) arquivados no sistema IPE da CVM; e as em que ao menos uma das firmas teve negócios com seus papéis nas datas pré-selecionadas.

Assim, chegou-se a uma amostra de 99 operações às quais foram acrescentadas intencionalmente 5 outras, dada a importância destas, sendo 1 em 2005 e 4 em 2006^{vi}, resultando numa amostra total de 104 operações (em verdade 101 anúncios envolvendo 104 operações^{vii}), totalizando R\$ 223,7 bilhões, ou 66,86% do universo de operações que integraram o ranking da ANBID de 2002 a 2006. Foram utilizados também a base de dados da ECONOMÁTICA, o sistema IPE – Informações Periódicas e Eventuais, administrado de modo compartilhado pela CVM e pela Bovespa, e a base de dados “Melhores e Maiores”, administrada pela Fipecafi, ligada à FEA USP.

3.2. O Estudo de Eventos por Retornos ao Redor dos Anúncios

Uma das técnicas utilizadas para operacionalizar as questões de pesquisa foi o estudo de eventos com base nos retornos ao redor dos anúncios das operações, o qual visa a investigar o efeito nos preços dos ativos financeiros à medida que uma nova informação privada relevante cai em domínio público. O estudo de eventos com base nos retornos ao redor dos anúncios das operações objetiva avaliar simultaneamente a eficiência do mercado e a relevância do evento objeto de estudo. Enfim, como o mercado precifica suas expectativas com relação ao evento (expectativas de ganhos ou perdas) e se o faz de modo oportuno (logo após o anúncio publicado, no caso a divulgação do Fato Relevante).

Campbell et al (1997, p. 149) esclarecem que a utilidade da técnica advém do fato de que, admitindo a racionalidade do mercado, o efeito de um evento em particular será refletido imediatamente nos preços dos ativos. Assim, a pré-condição para um estudo de evento é a hipótese de eficiência do mercado – HME, no mínimo na sua forma semi-forte, de tal sorte que o impacto econômico do evento possa ser medido ao se utilizarem preços de ativos observados ao longo de um período relativamente curto. Em linhas gerais a técnica está consolidada e bem documentada no artigo de Mackinlay (1997) e na obra de Campbell et al (1997) que se baseia no artigo de Mackinlay.

3.3. O Estudo de Eventos Amparado em Métricas Contábeis

Outra técnica à qual se recorreu para operacionalizar as questões de pesquisa foi o estudo de eventos com base em métricas contábeis ex ante e ex post as operações (“event study on accounting-based measures”). Serviu ao propósito de averiguar se as expectativas externadas pelo mercado acerca das operações anunciadas foram corroboradas pela Contabilidade. Se as expectativas do mercado precificadas em um eventual retorno anormal positivo pós-anúncio tiveram a contrapartida numa eventual performance operacional anormal positiva após o ano em que a operação foi efetivada.

Em síntese, a técnica consiste em utilizar uma métrica contábil que meça a performance operacional da firma, por exemplo, o retorno operacional dos ativos da firma ou o fluxo de caixa operacional da firma escalonado pelos ativos totais, ajustá-la à performance operacional observada no conjunto de firmas que compõe o setor no qual está inserido a firma de interesse de estudo, confrontá-la em momentos distintos – antes e após o evento – e investigar se houve diferenças estatisticamente significativas, positivas ou negativas.

A literatura documenta artigos de Danielson e Karpoff (2006), em trabalho planejado com o fim de avaliar os efeitos da adoção de cláusulas antiaquisição hostil – as “poison pills”; de Healy et al (1992), que investigaram a performance operacional das firmas norte-americanas envolvidas nas 50 maiores operações de fusão e aquisição, no período de 1979 à metade de 1984; de Ghosh (2001), que ao fazer uma nova leitura do problema proposto por Healy et al (1992), chegou a uma conclusão diferente, que contesta a tese destes últimos por se defrontar com problemas econométricos; e de Barber e Lyon (1996) que se constitui em verdadeiro compêndio de pesquisas desenvolvidas que utilizam a técnica.

3.4. Escolhas Operacionais da Pesquisa

Em linha com os melhores procedimentos documentados pela literatura, na condução do estudo de evento por retornos elegueu-se o 1º anúncio acerca da operação de fusão e aquisição (1º Fato Relevante arquivado no sistema IPE) como data crítica para o evento.

Construiu-se uma janela de estimação de 96 pregões que antecedem ao 4º dia anterior ao 1º anúncio da operação de fusão e aquisição e uma janela de eventos com 4 pregões anteriores ao 1º anúncio e 12 pregões posteriores ao 1º anúncio. A ampliação da janela de eventos a 4 pregões anteriores à data da divulgação da operação teve o condão de salvaguardar o estudo de uma eventual antecipação do mercado na precificação da operação.

A existência de valores perdidos nos dados (“missing values”), quer pela ausência de negócios em um ou mais pregões, quer pela total falta de liquidez do papel, teve por implicação a adoção de alguns procedimentos. Para aqueles papéis com ausência de preços em poucos pregões, foi utilizada a interpolação linear de dados intercalados como meio de sanar o problema. Papéis totalmente ilíquidos foram retirados da amostra. Dessa forma, trabalhou-se com 95 retornos para rodar a regressão OLS que estimou os retornos esperados e foram computados 17 retornos anormais. A ilustração gráfica a seguir apresentada facilita o entendimento:

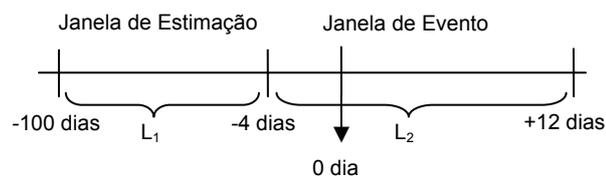


Gráfico nº 1 – Tamanhos das Janelas de Estimação e de Evento

A definição do tamanho das janelas adveio do juízo de valor do pesquisador. Jensen e Ruback (1983), em ampla revisão sobre trabalhos empíricos acerca das fusões e aquisições, inventariaram artigos e procedimentos adotados nos estudos de evento conduzidos. Não há um padrão entre os autores. Para obtenção dos retornos anormais, recorreu-se ao modelo puramente estatístico do retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - \alpha_i - \beta_i R_{Mk,\tau}$), consoante recomendação da literatura para estudo de eventos.

Cada operação amostrada foi controlada categoricamente (alienação de controle, aquisição originária de controle, aquisição de ativos, etc.), separando-se as firmas em adquirentes (“bidders”) e alvo (“target”). Infelizmente não foi possível também controlar o efeito do tipo de liquidação financeira da operação (caixa, ações, dívida ou combinação de um ou mais meios de pagamento), conforme requerido pela literatura, dada ausência dessas informações nos anúncios. Foram controlados também, por operação, os efeitos produzidos

sobre os diferentes papéis em circulação no mercado e a eventual sujeição da operação a uma Oferta Pública de Aquisição compulsória – OPA, nos termos da Instrução CVM n. 361/02.

No que concerne ao estudo de eventos com base em métrica contábeis, trabalhou-se com os modelos de medição de performance operacional anormal no nível e por intercepto, tal qual o proposto por Healy et al (1992). Muito embora Barber e Lyon (1996) tenham exaustivamente comprovado a superioridade dos modelos por diferenças e com “lag” de defasagem, tal não foi possível executar pela ausência de informações.

Quadro 1 – Modelo de Performance Anormal por Intercepto de Healy et al (1992)

$$IACR_{post,i} = \alpha + \beta IACR_{pre,i} + \varepsilon_i$$

onde :

$IACR_{post,i}$ = performance combinada das firmas, ajustada à indústria, após efetivada a operação

α = performance anormal das firmas combinadas (sin ergia da operação)

β = parâmetro da regressão

$IACR_{pre,i}$ = performance combinada das firmas, ajustada à indústria, antes de efetivada a operação

ε_i = termo de erro da regressão OLS

Para seleção das operações a comporem a regressão OLS para o estudo de eventos com base em métrica contábeis os seguintes critérios foram observados: (i) excluíram-se todas as operações envolvendo bancos; (ii) consideraram-se preponderantemente operações cuja implicação fosse alteração no controle, pois o novo gestor (controlador) recebe um mandato ilimitado que lhe possibilita facilmente “rearranjar os contratos” da firma, de tal sorte a torná-la mais eficiente (JENSEN, 1988, p. 23); (iii) disponibilidade de informações acerca da performance das firmas combinadas, em período anterior à operação. Assim, chegou-se a uma subamostra de 22 operações para rodar a regressão OLS.

Quanto ao parâmetro utilizado para seleção do grupo de controle (“benchmark”), foram utilizados filtros de setor (NAICS 313 da Económica), de tamanho da firma (60% a 140%) e de pré-performance (80% a 120%). Os filtros foram subjetivamente definidos pelo pesquisador, tendo como objetivos comuns selecionar as firmas com características econômicas mais próximas e gerar um grupo de controle com o maior número de firmas possível. Foram utilizados tanto a mediana quanto a média da indústria para fins de cômputo de métricas de performance operacional ajustada ao desempenho setorial.

Nesse particular, métricas de performance operacional, trabalhou-se com o EBITDA escalonado pelo valor contábil dos ativos totais. Elegeu-se como “proxy” para o fluxo de caixa operacional o EBITDA^{viii}, mesmo procedimento adotado por Healy et al (1992). A métrica pro-forma das firmas combinadas, previamente à operação, foi computada pela ponderação de métricas individuais pelo valor dos ativos totais e considerando o percentual de participação adquirida no capital da firma “target” pela “bidder” após a operação (equivalência patrimonial do EBITDA e do ativo total individual). Adicionalmente, dois foram os controles exercidos em regressões OLS alternativas ao modelo de intercepto de Healy et al (1992). Controlou-se o fato de ter havido um “big bath” na firma “target” e o fato de a firma “bidder” ter se envolvido em múltiplas aquisições, mediante a utilização de variáveis “dummy”.

4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

4.1. Análise Descritiva dos Dados

As operações que integram a amostra atingiram o patamar consolidado de R\$ 223,7 bilhões de reais. A análise descritiva das operações pelo valor dos negócios permite constatar

que 2004 foi o ano com a maior parcela do montante transacionado (44,10%), ao passo que 2005 foi o ano com a menor parcela (3,04%). Observou-se também que o maior negócio registrado atingiu o montante de R\$ 87 bilhões e que o menor R\$ 20 milhões, o que não poderia ser diferente em se tratando do valor mínimo. A base de dados da ANBID só considera operações acima de R\$ 20 milhões. As operações em média giraram em torno de R\$ 2 bilhões e 50% delas ficaram acima de R\$ 409 milhões. Das 104 operações, só e tão-só 10 não apresentaram valor (“missing values”). Isto pode ser explicado pelo fato de 4 operações não terem sido efetivadas, sendo 1 da base ANBID e 3 de fora da base da ANBID (lembrando que 5 operações foram intencionalmente selecionadas pelo pesquisador), e de 6 operações não terem os seus valores divulgados tampouco obtidos em outras fontes de informação.

Outras análises descritivas, como por exemplo a setorial ao longo de 2002 a 2006, permitiram um conforto no que tange ao risco potencial de se trabalhar com uma amostra com viés. As operações foram bem distribuídas ao longo dos períodos, afastando desse modo o problema de viés amostral.

4.2. Retornos Anormais Pós-Anúncio

Consoante as questões de pesquisa formuladas, e tendo em vista que a literatura revisada investiga eminentemente fenômenos associados às operações de fusão e aquisição em que haja negociação do controle da firma, a análise dos retornos anormais ficou restrita às operações em que houve alteração de controle. Observou-se que as expectativas do mercado com relação a possíveis sinergias advindas das operações de fusão e aquisição foram positivas para as firmas “bidder”. Houve expectativas de ganhos, de lucros anormais a serem produzidos. Ao se proceder aos testes estatísticos de significância, constatou-se que os retornos anormais observados nas ações ordinárias não foram estatisticamente significativos, ao passo que os observados nas ações preferenciais foram considerados como tais. Em termos comparativos, os retornos anormais foram muito maiores para as ações preferenciais do que para as ordinárias, o que de certo modo indica que na visão do mercado não houve expropriação de não controladores por parte de controladores nessas operações; de que foram praticados preços justos nas transações celebradas. Os ágios, eventualmente reconhecidos, possuíram, na visão do mercado, substância econômica.

Analisando-se as firmas “target”, e controlando-se os eventos OPA e presença de investidores institucionais, chegou-se ao gráfico 1 abaixo, que revela a miopia de curto prazo. Privilegia-se a saída do negócio quando do seu anúncio, via adesão à OPA, o que justifica a precificação diferenciada entre ações ordinárias (com “tag along”) e preferenciais (sem “tag along”).

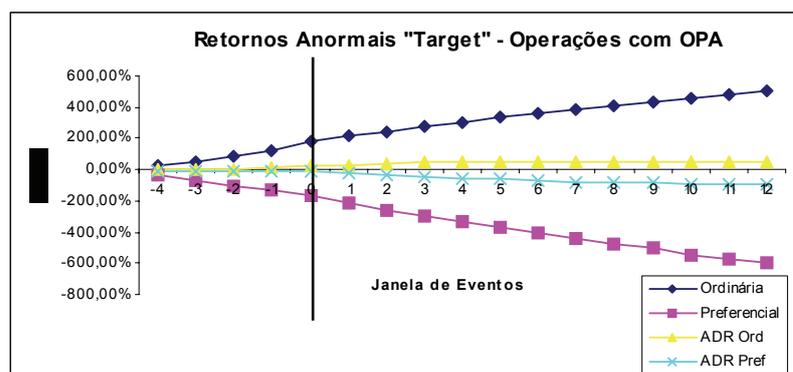


Gráfico nº 1 – Retornos Anormais Cumulados Médios das Firmas “Target” (Operações com OPA e com Investidores Institucionais como minoritários nas firmas “Target”)

4.3. Performance Operacional Anormal Pós-Operação

Trabalhando com o modelo de performance operacional anormal no nível, conforme documentado na literatura, chegou-se aos resultados consolidados na tabela 1 abaixo:

Tabela nº 1 – Performance Anormal no Nível

		Média	nº de obs.	Tests t	Wilcoxon	Teste Sig
Métricas Ajustadas à indústria pela mediana	Ebitda Bidder _{t+1}	-0.0127	22	t=1.889	z=-1.802	p=0.052
	EbitdaCombinado _t	0.0046	22	p=0.073	p=0.072	
Métricas Ajustadas à indústria pela média	Ebitda Bidder _{t+1}	-0.0147	22	t=1.972	z=-1.997	p=0.052
	EbitdaCombinado _t	0.0020	22	p=0.062	p=0.046	

As métricas foram ajustadas à média e à mediana da performance da indústria, considerando filtros de setor (NAICS 313), de tamanho da firma (60% a 104%) e de pré-performance (80% a 120%)

Verifica-se que tanto o teste paramétrico t quanto os não paramétricos de Wilcoxon e de sinais indicam que a média de Ebitda ajustado das 22 firmas consideradas cai no período subsequente à combinação, sendo essa diferença estatisticamente significativa. O teste de Wilcoxon ranqueou 16 diferenças negativas, quer seja na métrica ajustada pela média quer seja na ajustada pela mediana. Rodando o modelo de Healy et al (1992), chega-se a tabela 2:

Tabela nº 2 – Regressões OLS de Performance Anormal no Intercepto em t+1

A variável dependente é o Ebitda Bidder _{t+1}						
	Regressão 1 (22 obs)	Regressão 2 (20 obs)	Regressão 3 (22 obs)	Regressão 4 (22 obs)	Regressão 5 (20 obs)	Regressão 6 (20 obs)
Intercepto	-0.01639 (t=-1.877318 p=0.0751)	-0.021346 (t=-2.211962 p=0.0401)	-0.014476 (t=-1.207864 p=0.2419)	-0.010107 (t=-0.731278 p=0.4735)	-0.025421 (t=-1.871231 p=0.0786)	-0.007441 (t=-0.507648 p=0.6182)
Ebitda Combinado _t	0.768836 (t=1.946860 p=0.0657)	0.819113 (t=1.931755 p=0.0693)	0.740048 (t=1.753707 p=0.0956)	0.797282 (t=1.971873 p=0.0634)	0.857478 (t=1.936959 p=0.0696)	0.907881 (t=2.142812 p=0.0469)
Big Bath			-0.00453 (t=-0.239832 p=0.8130)		0.008626 (t=0.436762 p=0.6678)	
Múltiplas Operações				-0.010733 (t=-0.593017 p=0.5602)		-0.023921 (t=-1.246244 p=0.2296)
Resultados						
R2	0.159320	0.171716	0.161857	0.174597	0.180907	0.241054
Estatística F	0.065733	0.069288	0.186862	0.161557	0.183371	0.095895
Jarque-Bera	0.477990	0.662490	0.408269	0.624192	0.757804	0.746146
White	0.731213	0.581431	0.839904	0.665134	0.694284	0.534102
Breusch-God. (1 lag)	0.154901	0.353573	0.208740	0.123264	0.290944	0.343899

Modelos 1, 3 e 4: EBITDA ajustado à média da indústria

Modelos 2, 5 e 6: EBITDA ajustado à mediana da indústria, com expurgo de 2 observações “outliers” que provocavam heterocedasticidade nos resíduos.

A interpretação dos resultados obtidos com as regressões OLS conduz às seguintes constatações: (i) o intercepto, que captura a sinergia da combinação, mostrou-se negativo em todas as regressões, sendo estatisticamente significativo nas regressões 1, 2 e 5; (ii) o fenômeno do “big bath” não exerce qualquer influência na medição da performance anormal, não sendo estatisticamente significativo nem na regressão 3 tampouco na 5; (iii) o fato de a firma “bidder” levar a efeito um programa implícito de aquisições – a “dummy” para aquisições múltiplas – não exerce também qualquer influência na medição de performance anormal da combinação, quer seja para cima (Ebitda anormal positivo) ou para baixo (Ebitda anormal negativo). Não se mostrou estatisticamente significativa nas regressões 4 e 6; (iv) as regressões 3, 4 e 5 foram rejeitadas pelo teste F.

4.4. Demais Evidências Coligidas

A fim de reunir maiores subsídios para suportar as conclusões apresentadas anteriormente, foram confrontadas métricas de retornos anormais cumulados por firmas “bidder” – CAR (-4d a +1d; -4d a +4d; e -4d a +12d), métricas ajustadas de performance e ágios com seus respectivos fundamentos econômicos. É de se salientar que foram utilizadas as métricas CAR para ações preferenciais, por terem sido estes papéis que apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos para as firmas “bidder”.

Assim, considerando-se as observações das regressões 1, 3 e 4, verificou-se que em cinco casos (obs. 3, 8, 13, 16 e 19) as expectativas positivas do mercado, as quais estão fundamentadas em informações publicamente disseminadas, não foram corroboradas pela Contabilidade. Nessas situações a performance ajustada à indústria caiu no exercício social subsequente à combinação. Do mesmo modo, em 1 caso (obs. 22) as expectativas negativas do mercado não obtiveram correspondência com a informação prestada pela Contabilidade. Já para as observações das regressões 2, 5 e 6, verificou-se que em seis casos (obs. 3, 8, 13, 15, 17 e 19) as expectativas do mercado com relação a possíveis sinergias não se concretizaram ao se analisarem as informações prestadas pela Contabilidade. Somente em uma situação (obs. 22) as expectativas negativas do mercado colidem com as informações contábeis.

Visando a responder a última questão de pesquisa formulada, constante do quesito de número 2, aglutinaram-se as 4 operações anunciadas que não foram efetivadas para observar como comportarem-se os preços. Pode-se verificar que 80 dias após o anúncio das operações, quando já cai em domínio público a informação acerca de sua não concretização, os preços praticamente retomam os patamares anteriores para a firma “target” 71. Para as firmas “bidder” 84 e 85 há um incremento ao término do período observado. É de se salientar que a operação 84 teve Fato Relevante publicado 74 dias após o seu anúncio dando conta de sua não concretização. Já o Fato Relevante da operação 85 saiu 49 dias após seu anúncio e o da operação 71 praticamente na mesma data. O comportamento dos preços das firmas “bidder” número 84 e 85 pode ser explicado por uma razão plausível. Ditas operações envolveram um leilão pelo controle de firmas “target” no exterior (“auction”), integrantes de um setor em plena consolidação mundial: o siderúrgico. O fracasso dos gestores dessas firmas “bidder” nessa empreitada pode ter emitido um sinal para o mercado: a iminência de essas mesmas firmas “bidder” transformarem-se em firmas “target” num futuro próximo.

Com relação à operação 101, 1ª takeover hostile envolvendo firmas brasileiras, sua análise conduz ao entendimento de que sua não efetivação não trouxe maiores conseqüências para os acionistas da firma “bidder”, ao passo que para os acionistas da firma “target” foi prejudicial. Tal resultado é consistente com o que documenta a literatura a respeito, conforme trabalhos de Jensen e Ruback (1983) e Easterbrook e Jarrel (1984). Inviabiliza-se com a

resistência dos gestores da firma “target” a consecução de possíveis sinergias; a alocação mais eficiente de ativos líquidos das firmas combinadas.

Deve-se ressaltar que o anúncio da desistência da operação foi informado ao mercado pela firma “bidder” 5 dias após o anúncio inicial em que foi formulada a Oferta Pública a mercado por 50% das ações em circulação da firma “target” mais uma. Ademais o caso também é especial porque foi a primeira oportunidade em que os efeitos de uma “poison pill” foram colocados à prova no Brasil. No anúncio inicial da operação, a firma “bidder” engendrou uma interpretação jurídica de tal sorte a fugir aos ditames de referida cláusula estatutária.

Assim sendo, respondendo a questão de pesquisa número 2, as operações não concretizadas (“unsuccessful takeovers”) foram reprecificadas, em plena consonância com hipótese de mercado eficiente na sua forma semi-forte. Em um caso específico os preços retomaram os patamares anteriores ao anúncio.

5. CONCLUSÃO

Isto posto, pode-se responder de modo conclusivo às questões de pesquisa formuladas no início do trabalho. Objetivamente, o anúncio das operações de fusão e aquisição cria expectativas de maximização de riqueza dos acionistas das firmas envolvidas, de geração de valor. Contudo, para as firmas “target”, na ocorrência de uma OPA, com a perspectiva da tensão no processo de definição do prêmio de controle a ser estendido a acionistas não controladores, pela presença de investidores institucionais – fundos de pensão, o anúncio das operações de fusão e aquisição causa impacto diferenciado na precificação de ações ordinárias e preferenciais, provocando no mercado uma reação similar à hipótese da miopia de curto prazo.

Quanto à medição de performance operacional anormal pós combinação, esta não foi influenciada pelas novas escolhas contábeis da nova administração. O “big bath” não se mostrou estatisticamente significativo. Do mesmo modo, múltiplas aquisições efetivadas por firmas “bidder” - o programa implícito de aquisições - não influenciaram tal medição. Ainda com relação à performance operacional anormal pós operação, a Contabilidade não corroborou as expectativas médias do mercado no que concerne às possíveis sinergias advindas da combinação das firmas. Os resultados econométricos sugerem a necessidade de se proceder a um teste de “impairment” de ágios eventualmente contabilizados.

Por derradeiro, reitera-se que as operações não concretizadas (“unsuccessful takeovers”) foram reprecificadas, em plena consonância com hipótese de mercado eficiente na sua forma semi-forte. Em um caso específico os preços retomaram os patamares anteriores ao anúncio.

6. REFERÊNCIAS

- BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.
- BARBER, B. M.; LYON, J. D. Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics*, North-Holland, v. 41, p. 359-399, 1996.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5 ed. Tradução Maria do Carmo Figueira. Lisboa: MacGraw-Hill, 1998.

- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton U. P., 1997.
- DANIELSON, M. G; KARPOFF, J. M. Do Pills Poison Operating Performance? *Journal of Corporate Finance*, [S.l.], v. 12, p. 536-559, 2006.
- DODD, P.; WARNER, J. B. On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests. *Journal of Financial Economics*, North-Holland, v. 11, p. 401-438. 1982
- DOWNES, J.; GOODMAN, J. E. *Dicionário de Termos Financeiros e de Investimentos*. Tradução Ana Rocha Tradutores. São Paulo: Nobel, 1993.
- EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. Auctions and Sunk Costs in Tender Offers. *Stanford Law Review*, [S.l.], v. 35, p. 1-21, 1982.
- EASTERBROOK, F. H.; JARREL, G. A. Do Targets Gain from Defeating Tender Offers? *New York University Law Review*, [S.l.], v. 59, p. 277-299, 1984.
- GHOSH, A. Does Operating Performance really Improve following Corporate Acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, [S. l.], v. 7, p. 151-178, 2001.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics*, North Holland, v. 31, p. 135-175, 1992.
- HOLDERNESS, C. G.; SHEEHAN, D. P. Raiders or Saviors? The Evidence of Six Controversial Investors. *Journal of Financial Economics*, North-Holland, v. 14, p. 555-579, 1985.
- JENSEN, M. C. Takeovers: Folklore and Science. *Harvard Business Review*, [S.l.], p. 109-121, nov./dec. 1984.
- JENSEN, M. C. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 21-48, 1988.
- JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, [S.l.], v. 48, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, North Holland, v. 11, p. 5-50, 1983.
- LOPES, A. B. *A Relevância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O Modelo de Ohlson Aplicado à Bovespa*. São Paulo, 2001. 307 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- MACKINLAY , A. C. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, [S.l.], v. 35, p. 13-39, mar. 1997.
- MANNE, H. G. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, Chicago, v. 73, n. 2, p. 110-120, apr. 1965.
- MARTINS, E. *Contribuição à Avaliação do Ativo Intangível*. São Paulo, 1972. 105 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do not Have. *Journal of Financial Economics*, North Holland, v. 13, p. 187-221, 1984.

ROLL, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, [S.l.], v. 59, p. 197-216, 1986.

VARIAN, H. R. Symposium on Takeovers. *Journal of Economic Perspectives*, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 3-5, 1988.

ⁱ Ao tratar da miopia de mercado (“Market Myopia”), Jensen (1988, p. 25-28) enfatiza que recentes versões para essa hipótese consideram o volume crescente de participação acionária nas mãos de investidores institucionais e as cobranças a que estão sujeitos por gerar altos retornos numa base trimestral (“quarter-to-quarter basis”).

ⁱⁱ Dentro do sistema de GC, o mercado de controle das firmas é tido como um instrumento de controle externo; após passar pelo crivo dos controles internos da firma, a medição da performance dos gestores deve ser submetida ao escrutínio do mercado. “The takeover process penalizes incompetent or self-serving managers whose actions have lowered the market price of their corporation’s stock” (JENSEN, 1984, p. 112)

ⁱⁱⁱ Conforme Wikipedia, o Clayton Act, de 15.10.1914, foi aprovado nos EUA como meio de remediar uma série de deficiências contidas na Sherman Act, 1ª lei norte-americana anti truste. O Clayton Act promoveu modificações substantivas e procedimentais na legislação federal que disciplina as práticas concorrenciais.

^{iv} Easterbrook e Fischel (1982, p. 5) fazem menção à “Saturday Night Special”, manobra engendrada com frequência nos anos 60, em que ofertas públicas pelo controle das firmas eram inesperadamente anunciadas nos fins de semana. Downes e Goodman (1993, p. 464) qualificam-na como oferta insidiosa (“creeping tender”). A Williams Act tornou dito expediente ilegal.

^v Alternativamente, o adquirente do controle pode ofertar aos acionistas, nos termos do §4º do art. 254-A da LSA, um prêmio para permanecerem na firma, equivalente à diferença entre o preço pago por ação do controlador e o seu valor de mercado. Outro aspecto relativo ao “tag along” é o de que, voluntariamente, as firmas podem estatutariamente aumentar o percentual legal de 80% e até mesmo estendê-lo – o instituto - para ações preferenciais. Exemplos não faltam de firmas que concedem 100% de “tag along” inclusive a preferencialistas.

^{vi} “Management Buy-Out – MBO” da operação 72, em 2005; em 2006, a “tender offer” da operação 84, a “tender offer” da operação 85, a migração de controle compartilhado para pleno da operação 93, e a 1ª “takeover” hostil do Brasil, com sua oposição via “poison pills”, da operação 101.

^{vii} Há que ser considerado que a operação 6 de descruzamento societário, anunciada em 06.07.2001, envolveu 3 firmas “target”. A operação 43 de rearranjo no bloco de controle, anunciada em 08.11.2004, envolveu 2 firmas “target”.

^{viii} Ao se efetuar uma análise da correlação estatística do EBITDA com o Fluxo de Caixa Operacional, para as firmas integrantes da base de dados “Melhores e Maiores”, para o ano de 2006, período que se conseguiu reunir firmas com ambas as métricas, em uma quantidade razoável, chegou-se a uma estatística de Pearson de 0.768, com p-value de 0.004, o que indica forte correlação estatisticamente significativa. Procedendo-se aos testes de média paramétricos e não paramétricos, para averiguar diferenças significantes entre os grupos, chegou-se a uma estatística *t* de 1.383, com p-value de 0.194, a uma estatística *z* de Wilcoxon de -1.412, com p-value de 0.158, e a um p-value de 0.388 para o teste de sinais, o que evidencia a similaridade estatística, na média, das duas métricas. Assim, pode-se ter certo conforto quanto ao fato de o EBITDA ser uma boa “proxy” para o Fluxo de Caixa Operacional.