



# Revista de Finanças Aplicadas

ISSN 2176-8854

[WWW.FINANCASAPLICADAS.NET](http://WWW.FINANCASAPLICADAS.NET)

## INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS POR MEIO DE AQUISIÇÕES E GERAÇÃO DE VALOR PARA O ADQUIRENTE

**Rafael Falcão Noda, FEA/USP**

Doutorando em Administração de Empresas pela FEA/USP  
rafaelnoda@usp.br

**Moacir de Miranda Oliveira Jr., FEA/USP**

Doutor em Administração de Empresas pela FEA/USP  
mirandaoliveira@usp.br

**Eduardo Kazuo Kayo, FEA/USP**

Doutor em Administração de Empresas pela FEA/USP  
kayo@usp.br

# INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS POR MEIO DE AQUISIÇÕES E GERAÇÃO DE VALOR PARA O ADQUIRENTE

## Objetivo

Este estudo busca analisar a internacionalização de empresas brasileiras por meio de aquisições, bem como medir os retornos gerados por tais transações.

## Metodologia

Realiza-se tanto uma análise descritiva como um estudo de eventos com janelas de curto e longo prazo, cuja data central é o anúncio das aquisições. Utiliza-se amostra composta por todas as aquisições internacionais realizadas por empresas listadas brasileiras entre 2003 e 2012.

## Resultados e Conclusões

As principais conclusões são que (i) as citadas aquisições têm volume relativamente baixo comparado com o volume total de transações realizadas por empresas brasileiras e se concentram em países com similaridades culturais e geográficas; (ii) os retornos anormais de curto prazo são negativos e (iii) tais retornos anormais se dissipam no médio e longo prazos.

## Implicações Práticas

Os resultados indicam que as empresas brasileiras que fazem aquisições no exterior têm preferência pelas culturalmente próximas, que provavelmente apresentarão menores riscos de integração e maior probabilidade de efetivação de sinergias. A dissipação, no longo prazo, dos retornos negativos de curto prazo sugere a existência de viés pessimista na precificação inicial das aquisições internacionais por parte dos investidores.

## Palavras-chave

Internacionalização, Fusões e Aquisições, Estudo de Evento

## INTERNATIONALIZATION OF BRAZILIAN COMPANIES THROUGH ACQUISITIONS AND VALUE CREATION FOR ACQUIRER

### Objective

This study seeks to analyze the internationalization of Brazilian companies by means of acquisitions and to measure the returns generated by such transactions.

### Methodology

We develop both a descriptive analysis and an event study with short and long term windows. The central date is the announcement of the acquisition. The sample consists of all international acquisitions by listed Brazilian companies between 2003 and 2012.

### Results and Conclusions

The main conclusions are (i) the cross-border acquisitions have relatively low volume compared to the total volume of transactions announced by Brazilian companies and focuses on countries with cultural and geographical similarities; (ii) short-term abnormal returns are negative and (iii) such abnormal returns dissipate on the medium and long terms.

### Practical Implications

The results indicate that the Brazilian companies which execute cross-border acquisitions prefer businesses with cultural and geographical similarities, since they probably have a lower risk of integration and a greater likelihood of synergies. The dissipation in the long term of short-term negative returns suggests the existence of pessimistic bias in the initial pricing of international acquisitions by investors.

### Keywords

Internationalization, Mergers and Acquisitions, Event Study.

Este estudo busca analisar a internacionalização de empresas brasileiras por meio de aquisições, bem como medir os retornos gerados por tais transações.

## INTRODUÇÃO

O surgimento e a rápida expansão das multinacionais com origem em países emergentes (EMNEs) tem atraído a atenção tanto de acadêmicos como da comunidade empresarial (Dakessian & Feldmann, 2013). Adicionalmente, a internacionalização de empresas brasileiras tem sido feita predominantemente por meio de aquisições, representando 43% dos casos (Oliveira & Borini, 2012). Aquisições de empresas brasileiras no exterior movimentaram um volume financeiro superior a R\$ 100 bilhões nos últimos 10 anos, conforme dados utilizados para este trabalho, os quais incluem apenas transações cujo valor é público.

Neste contexto, além de realizar uma análise descritiva do fluxo de internacionalização das empresas brasileiras, a pergunta central que este trabalho procura responder é: as aquisições internacionais realizadas por empresas brasileiras geraram valor para as adquirentes? A literatura existente pode levar a hipóteses conflitantes.

Por um lado, a internacionalização de empresas emergentes pode gerar valor através tanto do aproveitamento de vantagens específicas dos países-sede das empresas, ou *country-specific advantages* (CSAs), como através de vantagens específicas das empresas, ou *firm-specific advantages* (FSAs). As CSAs incluem abundância de recursos naturais e mão-de-obra barata, e as FSAs podem ser, por exemplo, a posse de produtos especializados para mercados emergentes, baixos custos de produção e ganhos de escala (Ramamurti, 2008). Outras possíveis vantagens incluem o aumento da competitividade, redução da vulnerabilidade externa, aprendizagem, aquisição de novas tecnologias e redução de custos de transação (Alem & Cavalcanti, 2005; Andersen, 1993; Dunning, 2001; Johanson & Vahlne, 1977).

Por outro, a literatura sobre transações de fusões e aquisições normalmente conclui que os retornos médios para os adquirentes são negativos, devido, principalmente, ao excesso de confiança (hubris) ou conflito de agência entre executivos e acionistas, que levam à realização de aquisições com pagamentos de prêmios excessivos (Berkovitch & Narayanan, 1993; Roll, 1986).

Em trabalho relacionado ao presente tema, Dakessian & Feldmann (2013) concluem que as aquisições feitas por multilatinas no exterior não têm impacto sobre o retorno de curto prazo das ações das adquirentes, bem como que o tamanho relativo da companhia adquirida tem um impacto negativo sobre referido retorno. Aybar & Ficici (2009), utilizando uma base de EMNEs, conclui que, na maior parte dos casos, as aquisições cross-border geram retornos negativos para as adquirentes. Já Gubbi, Aulakh, Ray, Sarkar, & Chittoor (2009), utilizando uma base de aquisições internacionais realizadas por empresas indianas, conclui que há retornos significativamente positivos para os adquirentes, principalmente quando as empresas adquiridas estão em países desenvolvidos. Segundo os autores, tal resultado pode ser devido às vantagens trazidas pela internalização de recurso pela adquirente, como, por exemplo, acesso a novas tecnologias e melhores práticas gerenciais.

Mesmo com a abundância dos estudos internacionais, os resultados obtidos a partir de transações de outros países podem não ser válidos para o caso brasileiro. Ramamurti (2008) considera que as EMNEs claramente não são um grupo homogêneo: os países de origem, os setores nos quais operam, as vantagens competitivas que exploram e seus caminhos de internacionalização são substancialmente diferentes. As evidências encontradas pelo o autor para as EMNEs não permitem generalizações.

Para responder à pergunta central, será realizado estudo de evento cujo objetivo é medir o retorno das ações das companhias brasileiras adquirentes após os anúncios das aquisições internacionais, utilizando diversas janelas de evento, de curto e longo prazos.

As adquirentes brasileiras podem ter retornos de curto prazo diferentes dos medidos por Dakessian & Feldmann (2013) para as multilatinas, dada a heterogeneidade identificada por (Ramamurti, 2008). Confrontam-se também as idéias das vantagens estratégicas da internacionalização de companhias emergentes com a literatura específica de fusões e aquisições, a qual usualmente defende que as aquisições destroem valor no curto prazo para o adquirente.

Adicionalmente testam-se os retornos de longo prazo para as adquirentes brasileiras após a realização de aquisições internacionais. A hipótese central é que, mesmo que o retorno de curto prazo seja negativo, conforme mostram estudos empíricos, a resposta imediata do mercado pode não ser um bom indicador da geração de valor a longo prazo. Isto porque a realização de uma transação de aquisição é um evento complexo e cujo impacto é de difícil quantificação imediata. Ou seja, a reação de curto prazo pode ser uma “profecia auto-realizada” de que as ações geralmente caem quando é anunciada uma aquisição, enquanto, no longo prazo, manifestam-se os benefícios estratégicos da internacionalização.

A comparação entre os retornos de curto e longo prazo pode contribuir, ainda que de forma fraca e indireta, para a discussão sobre a eficiência do mercado de capitais brasileiro.

Os resultados obtidos indicam que as aquisições realizadas por empresas brasileiras no exterior concentram-se em paí-

ses com similaridades culturais e proximidade geográfica e representam uma parcela pequena do volume total de transações de aquisições executadas por tais empresas. Identificam-se retornos anormais negativos no curto prazo, em linha com estudos anteriores (Aybar & Ficici, 2009; Roll, 1986). No entanto, os retornos anormais se dissipam no médio e longo prazo, podendo identificar dificuldade do mercado de precificar corretamente os efeitos das aquisições e seus benefícios estratégicos.

## REFERENCIAL TEÓRICO

### Internacionalização de empresas brasileiras

Segundo Borini (2008), a corrente teórica de internacionalização de empresas com base nos custos de transação ganhou mais destaque com a emergência da visão baseada em recursos. Peng (2001), por exemplo, desenvolveu uma sistematização da literatura relacionando a visão baseada em recursos (RBV) à pesquisa em negócios internacionais (IB), identificando estreita relação entre as duas. Ainda segundo Borini (2008), Peng (2001) relaciona o paradigma eclético de Dunning (Dunning, 2001) com a RBV. Com base no tripé OLI (ownership, location, internalization) podem ser explicados alguns dos motivos e benefícios da internacionalização.

Acredita-se que empresas multinacionais estrangeiras tenham algumas desvantagens na competição com empresas locais, por diferenças culturais e custos adicionais de operar em mercados distantes (Ramamurti, 2008). Portanto, tais desvantagens podem ser mais que compensadas por vantagens específicas das empresas (FSAs) e por vantagens específicas dos países de origem (CSAs) (Ramamurti, 2008).

Exemplos de CSAs são (i) a abundância de recursos naturais aproveitada por EMNEs de países como o Brasil, Rússia e África do Sul e (ii) a ampla disponibilidade de mão de obra barata utilizada por EMNEs com origem na China e na Índia (Ramamurti, 2008).

As FSAs são mais dificilmente encontradas em EMNEs quando comparadas as CSAs e podem incluir principalmente as seguintes, também de acordo com Ramamurti (2008):

Produtos adequados a mercados emergentes: Especialização em produtos de baixo custo e/ou adaptados a condições difíceis de operação. Um exemplo é a Marcopolo, que vende seus produtos em mais de 100 países.

Excelência operacional e produtiva: utilização de tecnologias desenvolvidas por outras empresas e adaptação com baixo custo, evitando custos de desenvolvimento e, ao mesmo tempo, tendo acesso a um parque produtivo moderno. Comum em empresas Chinesas.

Acesso privilegiado a recursos ou mercados: muitas EMNEs têm o Estado como acionista relevante, que pode oferecer acesso a capital com baixo custo bem como vantagens competitivas no mercado local. Outro fator importante é a alta recente dos preços das commodities, o que aumenta substancialmente a geração de caixa de empresas como a Vale.

FSAs e CSAs foram identificadas em estudos brasileiros sobre internacionalização, como o desenvolvido por Barbosa (2004).

## **Retornos em Aquisições e empresas**

Roll (1986) propõe o hubris, ou excesso de confiança, como um dos motivos para a realização de aquisições de empre-

sas. O autor define o hubris como o fato de que as companhias adquirentes tendem a pagar preço excessivos, seja por excesso de confiança na capacidade de extrair valor da companhia adquirida como por erros na avaliação (valuation), resultantes, inclusive, da assimetria informacional entre comprador e vendedor. A hipótese do hubris leva às seguintes previsões: (i) os retornos para os adquirentes devem ser negativos, (ii) os retornos para os vendedores devem ser positivos e (iii) os retornos combinados devem ser levemente negativos. Há diversos estudos que concluem que as aquisições geram retornos negativos para os adquirentes (Aybar & Ficici, 2009; Dodd & Ruback, 1977; Hayward & Hambrick, 1997; Varaiya & Ferris, 1987).

Berkovitch & Narayanan (1993) ampliam a análise de Roll, propondo três motivos principais para a realização de aquisições: sinergia, hubris e agência. A sinergia acontece quando o retorno total (compradores e vendedores) é positivo, ou seja, a transação de aquisição é geradora de valor. O conflito de agência se dá, principalmente, entre acionistas e executivos: estes podem ter interesse em pagar preços exagerados em aquisições, prejudicando os acionistas, dado que gestores de empresas maiores são considerados mais bem-sucedidos, têm mais poder e melhor remuneração. É possível que em uma mesma transação de aquisição apareça mais de um efeito: em uma transação com sinergia, é possível que o comprador tenha perdas, caso pague um prêmio excessivo. Nesse caso, o vendedor tem um ganho superior às sinergias obtidas pelo comprador.

Os autores propõem que é possível testar o motivo predominante com base na análise comparativa dos ganhos dos vendedores, dos compradores e totais, bem como na correlação entre eles. Berkovitch & Narayanan (1993) encontram ganhos totais (compradores + vendedores) positivos, argu-

mentando que o motivo predominante para as aquisições é a existência de sinergias. Encontram também correlação negativa entre os ganhos para os vendedores e os ganhos totais, o que, segundo os autores, indica a existência de conflito de agência.

Há discussão sobre se, na média, o retorno total é positivo, ou seja, se, em geral, as transações de aquisição geram sinergia. Enquanto Roll (1986) considera que não há evidências de que os retornos totais médios são positivos, Berkovitch e Narayanan (1993) mostram que a maior parte das transações gera retornos totais médios positivos.

Algumas questões decorrentes são: Os retornos totais em transações de fusões ou aquisições variam conforme o tipo de transação? Que variáveis influenciam referidos retornos totais?

Com o objetivo de responder à primeira pergunta, Seth (1990b) classificou uma base de 107 transações de F&A conforme o tipo de transação: relacionadas ou não relacionadas. Transações relacionadas referem-se àquelas nas quais o setor e/ou mercado de atuação do comprador é semelhante ao da companhia adquirida. As demais transações são consideradas não relacionadas. A classificação foi feita conforme dois critérios diferentes, com o objetivo de verificar a consistência dos resultados. A autora não conseguiu diferenciar os retornos totais entre os dois grupos, contrariando a visão de outros autores, principalmente da área de administração estratégica, que argumentam que transações de combinações de empresas relacionadas geram mais sinergias e, portanto, mais valor. Considerando apenas transações de tamanho maior, Seth (1990b) mostra que os retornos das transações relacionadas são maiores e argumenta que isto ocorre devido a um viés – as sinergias

de escala, mais comuns em transações relacionadas, crescem com o tamanho das empresas, fenômeno que não ocorre com as sinergias oriundas das aquisições de empresas não relacionadas.

Com objetivo similar, Shelton (1985) chegou a conclusões diferentes. Classificou transações de fusões e aquisições em quatro quadrantes, com base em duas variáveis: similaridade de produtos e similaridade de mercado. Concluiu que aquisições de empresas mais similares geram mais valor, sendo que a similaridade de produtos é mais importante que a similaridade de mercados, ou seja, as sinergias de custo e produção são mais importantes que as sinergias de escopo e receita.

Para responder à segunda pergunta, Seth (1990a) utilizando a mesma base de dados de Seth (1990b), desenvolveu metodologia para separar os ganhos resultantes das transações entre ganhos por aumento de fluxo de caixa e ganhos por redução de custo de capital. Concluiu que, tanto para transações relacionadas como não relacionadas, os ganhos vêm quase integralmente de ganhos de fluxo de caixa, ou seja, transações de diversificação não reduzem o risco sistêmico das empresas, resultado consistente com a moderna teoria de finanças e com a versão Sharpe-Lintner do CAPM. Aprofundando a análise, Seth (1990a) utilizou regressões para identificar quais variáveis influenciam a geração de valor. No caso das transações relacionadas, as variáveis mais importantes foram as operacionais, enquanto, no caso das transações não relacionadas, a otimização do endividamento foi a variável mais importante.

## Internacionalização através de aquisições

O processo de internacionalização de empresas por meio de aquisições intensificou-se nas últimas décadas. Tradicionalmente, as empresas adquirentes são multinacionais cuja origem do capital está em países desenvolvidos, as quais, teoricamente, conseguem gerar valor com aquisições de empresas em países emergentes através de transferência de recursos gerenciais e de marketing superiores (Dawar & Frost, 1999 apud Gubbi et al, 2010). Já a partir dos anos 90, nota-se elevado crescimento das aquisições internacionais realizadas por empresas de países emergentes, como, por exemplo, no caso da Índia (Gubbi et al, 2010) ou no caso do Brasil.

Tais aquisições podem ter sido motivadas por dois fatores principais: *asset exploitation* e internalização de recursos.

No primeiro caso, empresas de países emergentes procuram melhor aproveitar suas capacidades, como, por exemplo, baixos custos de produção, em mercados desenvolvidos. Empresas como a Brasil Foods e a JBS, por exemplo, podem adquirir empresas com marcas reconhecidas em outros países com o objetivo de ganhar acesso a esses mercados e realizar margens mais altas com produtos feitos no país de origem (Brasil), a custos mais baixos, como é o caso específico dos produtos do segmento de proteínas animais. Há casos de criação de outros líderes globais de países emergentes, como, por exemplo, a Vale e algumas empresas do setor siderúrgico, ambos os setores nos quais a liderança em custos é uma vantagem competitiva relevante.

No segundo caso, considera-se que a aquisição de uma empresa localizada em um país desenvolvido por uma empresa de um país emergente permite a transferência de recursos

gerenciais, entre outros, da adquirida para a adquirente. Desta forma, a adquirente poderia absorver, por exemplo, melhores práticas gerenciais e melhor acesso aos mercados de capitais, com redução do seu custo de capital.

Gubbi et al (2010) argumentam que a primeira onda de aquisições internacionais foi motivada pelo primeiro fator (asset exploitation), enquanto a segunda onda foi motivada pela internalização de recursos. Os autores realizam estudo de evento utilizando uma base de aquisições internacionais realizadas por empresas indianas. As principais conclusões são que referidas aquisições geram retornos anormais acumulados (CARs) significativamente positivos, sendo que estes são superiores quando a companhia adquirida está em países desenvolvidos. Os resultados parecem suportar a hipótese de internalização de recursos.

Por outro lado, Aybar & Ficici (2009) realizam estudo similar, porém com uma base que inclui adquirentes em diversos países emergentes, localizados principalmente na América Latina e Ásia. Chegam a conclusões diferentes das obtidas por Gubbi et al. (2009): não encontram CARs positivos, sendo que mais da metade das transações geram CARs negativos. Encontram retornos anormais acumulados negativos significativos em janelas de evento mais curtas: (-1, +1) e (-1, 0).

Novamente, os resultados mostram elevada dispersão, o que pode significar que há outros fatores explicativos relevantes para os CARs resultantes de aquisições. Além de variáveis já analisadas, como, por exemplo, forma de pagamento, grau de competição, posição em uma onda de aquisições, entre outros, o setor pode ser um fator explicativo relevante. No caso de Gubbi et al (2010), por exemplo, há elevada concentração de empresas de tecnologia. Uhlenbruck et al

(2006) concluíram que a aquisição de empresas de tecnologia gera CARs positivos, ou seja, os CARs positivos obtidos por Gubbi et al (2010) podem ser resultados do setor, não do fato de o comprador ser emergente, o que levaria a conclusões similares às obtidas por Aybar e Ficici (2009).

Estudando especificamente o caso brasileiro, Krieck & Kayo (2013) desenvolveram estudo de eventos relacionando retornos anormais em transações de fusões e aquisições e níveis de governança corporativa. A principal conclusão é a de que empresas participantes do segmento de listagem do Novo Mercado apresentaram retornos anormais significativamente superiores. Os retornos anormais totais, considerando todos os níveis de governança corporativa, são próximos a zero, com indícios de utilização de informações privilegiadas, já que identificam-se retornos negativos em datas imediatamente anteriores aos anúncios.

Dakessian & Feldmann (2013) analisaram o desempenho de aquisições internacionais realizadas por empresas multinacionais latino-americanas, utilizando a metodologia de estudo de evento. A amostra inclui 607 transações anunciadas entre 1989 e 2011, envolvendo 182 empresas adquirentes na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela. A primeira conclusão é que tais aquisições não geraram retornos anormais de curto prazo significativos. Adicionalmente, os autores concluem que (i) o tamanho relativo das empresas adquiridas tem um impacto negativo nos retornos anormais e (ii) a distância cultural entre os adquirentes e adquiridas também tem um impacto negativo sobre os retornos anormais.

## METODOLOGIA E AMOSTRA

### Metodologia

Realiza-se tanto uma análise descritiva como um estudo de eventos com janelas de curto e longo prazo, cuja data central é o anúncio das aquisições. Utiliza-se amostra composta por todas as aquisições internacionais realizadas por empresas listadas brasileiras entre 2003 e 2012.

A metodologia utilizada é a de estudo de evento, a qual, com base em informações financeiras busca medir o impacto de um evento específico no valor de uma empresa (Mackinlay, 2007). Neste estudo, o evento de interesse é a aquisição internacional realizada por empresa brasileira.

Para estimar o impacto do referido evento no valor da empresa calcula-se o retorno anormal acumulado, ou CAR, ao redor da data do evento de interesse. Conceitualmente, o CAR é a diferença entre o retorno realizado pelo ativo em um determinado período e o retorno esperado (ou normal) para o mesmo ativo, no mesmo período (Mackinlay, 2007).

Para estimar o CAR, estimam-se os retornos anormais para cada período,  $AR_{i,t}$ ,

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t) \quad (1)$$

Onde  $AR_{i,t}$  é o retorno anormal do ativo  $i$  no período  $t$ ,  $R_{i,t}$  é o retorno realizado pelo ativo  $i$  no período  $t$  e  $X_t$  é um vetor de informações utilizadas para o modelo de estimativa do retorno esperado.

Os retornos anormais por período  $i$ ,  $AR_{i,t}$ , são então acumulados para o cálculo do CAR:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \left[ \prod_{t=\tau_1}^{\tau_2} (1 + AR_{i,t}) \right] - 1 \quad (2)$$

Neste trabalho, utiliza o modelo de mercado para estimativa dos retornos esperados:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde  $R_{m,t}$  é o retorno da carteira de mercado no período  $t$ ,  $\alpha_i$  e  $\beta_i$  são os parâmetros populacionais para o ativo  $i$  e  $\varepsilon_{i,t}$

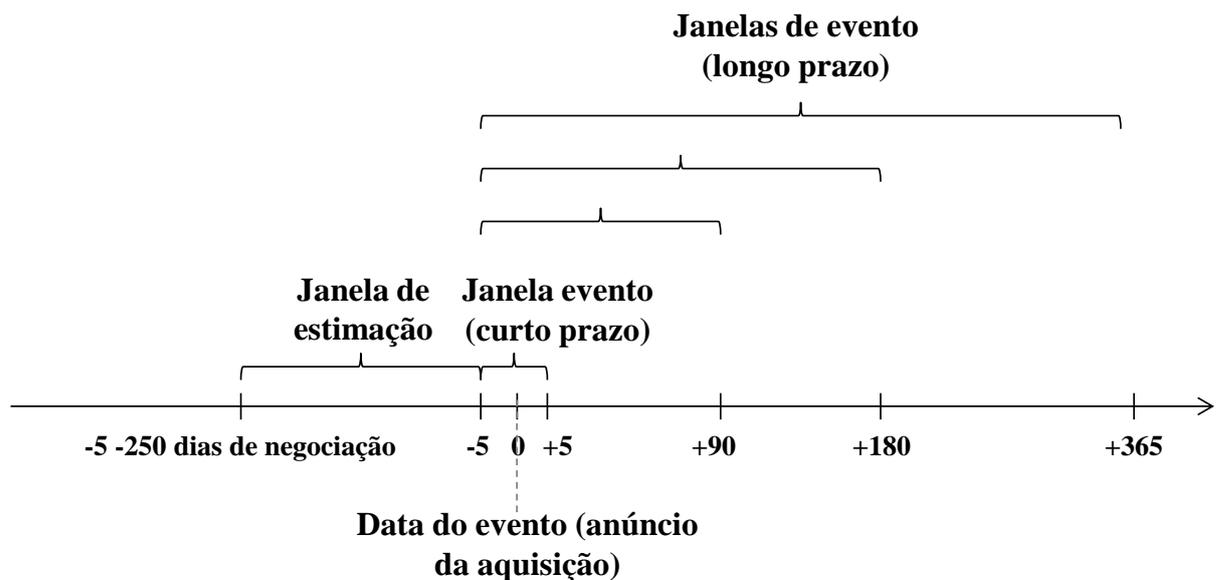
é o erro aleatório. Assume-se exogeneidade de  $R_{m,t}$ ,  $E(\epsilon_{i,t} | R_{m,t}) = 0$ , e homocedasticidade,  $\text{Var}(\epsilon_{i,t} | R_{m,t}) = \sigma^2$ .

O retorno esperado para o ativo  $i$  no período  $t+1$  é dado pelos parâmetros estimados com base no modelo de mercado durante a janela de estimação e pelo retorno de mercado também no período  $t+1$ :

$$E(R_{i,t+1}|X_{t+1}) = \hat{R}_{i,t+1} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t+1} \quad (4)$$

Para cada evento, define-se como  $t=0$  o dia do anúncio na aquisição. Os retornos anormais acumulados, CAR, são calculados tanto para o curto prazo, entre cinco dias antes e cinco dias após o anúncio  $(-5, 5)$ , de forma similar a outros estudos (Dakessian & Feldmann, 2013; Gubbi et al., 2009) como para períodos mais longos, até 720 dias após o anúncio  $(-5, 720)$ . A janela de estimação para os parâmetros da regressão é de 250 dias anteriores à janela de evento, ou seja entre os dias  $-255$  e  $-5$ , exclusive este último. O Objeto 1 mostra a linha do tempo do estudo de evento:

### Objeto 1 - Linha do tempo do estudo de evento



## Hipóteses

A primeira hipótese deste estudo é que o retorno anormal de curto prazo (-5,+5) é negativo, refletindo avaliação geral do mercado de ocorrência dos efeitos de conflitos de agência e/ou hubris, conforme identificado por Berkovitch & Narayanan (1993) e Roll (1977). Sendo assim:

H0:  $CAR(-5,+5) = 0$ , ou seja, aquisições internacionais não têm efeito sobre o valor das empresas brasileiras no curto prazo.

H1:  $CAR(-5,+5) < 0$  (resultado esperado)

A segunda hipótese central deste estudo é que a aquisição de empresas no exterior gera valor no longo prazo para as empresas brasileiras, tendo em vista as vantagens da internacionalização identificadas ou defendidas por diversos autores (Alem & Cavalcanti, 2005; Dunning, 2001; Gubbi et al., 2009; Oliveira & Borini, 2012; Ramamurti, 2008).

H0:  $CAR(-5,+365) = 0$

H1:  $CAR(-5,+365) > 0$  (resultado esperado)

## Amostra

A amostra de transações de aquisições é composta por todas as aquisições realizadas por empresas brasileiras no exterior com data de anúncio entre janeiro de 2003 e dezembro de 2012, conforme disponíveis na base de dados de Thomson Financial. Consideram-se exclusivamente transações concluídas, resultando em um total de 306 aquisições, as quais somam um volume financeiro total de US\$ 62,8 bilhões.

As principais conclusões são que (i) as citadas aquisições têm volume relativamente baixo comparado com o volume total de transações realizadas por empresas brasileiras e se concentram em países com similaridades culturais e geográficas; (ii) os retornos anormais de curto prazo são negativos e (iii) tais retornos anormais se dissipam no médio e longo prazos.

Como o objetivo central é medir o impacto das transações no valor das empresas, o qual é medido pelo valor de mercado do capital, utilizam-se somente as aquisições realizadas por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, conforme dados da base Econômica. Tal restrição reduz o número de transações a 146 (48% do total), representando a maior parte do volume financeiro: US\$ 52,2 bilhões ou 83% do total.

## RESULTADOS

### **Análise descritiva: fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras**

Conforme mostra o Objeto 2, o número anual de transações de fusões e aquisições no Brasil aumentou a partir de 2007, em período de maior facilidade de captação de recursos. Após queda no segundo semestre de 2008 e no ano de 2009, período de crise financeira, o número de transações voltou a níveis superiores aos pré-crise, porém inferiores aos dos anos de pico, 2007 e 2008.

As aquisições realizadas por empresas brasileiras no exterior, classificadas como “internacional – outbound”, representam uma parcela pequena do total de transações de fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras. Conforme mostra o Objeto 2, em um total de mais de seis mil transações, tais aquisições representaram aproximadamente 5%. O número de aquisições realizadas por empresas estrangeiras no Brasil, classificadas como “internacional – inbound”, teve representatividade substancialmente superior, com mais de 20%. O tipo mais representativo é o de transações locais, com aproximadamente 44% do número de transações entre 2003 e 2012. A distribuição entre os tipos é estável ao longo do tempo.

---

**Objeto 2 - Número de transações de F&A com qualquer envolvimento de empresa brasileira**

---

<b>Ano</b>	<b>Local</b>	<b>Internacional</b>		<b>Total</b>
		<b>- Outbound</b>	<b>- Inbound</b>	
2003	106	9	61	214
2004	159	11	70	275
2005	132	22	81	275
2006	171	25	103	386
2007	489	45	173	885
2008	547	55	186	1007
2009	227	27	106	573
2010	298	42	171	746
2011	299	41	164	908
2012	221	29	183	765
<b>Total Geral</b>	<b>2649</b>	<b>306</b>	<b>1298</b>	<b>6034</b>

O volume financeiro de transações seguiu tendência similar à do número de transações, porém com destaque para o ano 2010, com elevado volume de transações locais e de aquisições realizadas por empresas estrangeiras no Brasil, especialmente pelas chinesas.

A distribuição do volume financeiro entre os tipos de transação também é similar à distribuição do número de transações. A principal diferença ocorreu em 2006, com a aquisição da Inco pela Vale, com valor superior a US\$ 17 bilhões. Com isso, a participação das transações internacionais outbound chegou a 43% em 2006 e a 12% no período.

**Objeto 3 - Volume de transações de F&A com qualquer envolvimento de empresa brasileira (em US\$ bilhões)**

Ano	Local	Internacional		Total
		- Outbound	- Inbound	
2003	10.6	0.1	4.9	15.6
2004	7.7	8.3	8.8	24.8
2005	5.4	2.9	5.0	13.3
2006	13.5	22.1	15.3	51.0
2007	19.9	7.1	15.8	42.8
2008	71.4	3.8	15.6	90.9
2009	38.4	2.1	13.3	53.8
2010	90.9	8.5	47.3	146.8
2011	37.1	5.5	18.7	61.4
2012	10.9	2.3	12.6	25.8
<b>Total Geral</b>	<b>305.8</b>	<b>62.8</b>	<b>157.4</b>	<b>526.1</b>

As aquisições internacionais realizadas por empresas brasileiras listadas representaram 48% do número de transações e 83% do volume, conforme Objeto 4 e Objeto 5. A participação das companhias listadas ao longo período de análise é relativamente similar. Sendo assim, acredita-se que a amostra reduzida, incluindo exclusivamente as empresas listadas, seja razoavelmente representativa do universo de aquisições realizadas por empresas brasileiras no exterior.

**Objeto 4 - Número de aquisições realizadas por companhias brasileiras no exterior**

Ano	Companhias		Total	Participação das listadas
	listadas	Demais		
2003	5.0	4.0	9.0	56%
2004	3.0	8.0	11.0	27%
2005	7.0	15.0	22.0	32%
2006	19.0	6.0	25.0	76%
2007	26.0	19.0	45.0	58%
2008	20.0	35.0	55.0	36%
2009	13.0	14.0	27.0	48%
2010	18.0	24.0	42.0	43%
2011	23.0	18.0	41.0	56%
2012	12.0	17.0	29.0	41%
<b>Total Geral</b>	<b>146.0</b>	<b>160.0</b>	<b>306.0</b>	<b>48%</b>

**Objeto 5 - Valor das aquisições realizadas por companhias  
brasileiras no exterior (US\$ Bi)**

<b>Ano</b>	<b>Companhias listadas</b>	<b>Demais</b>	<b>Total</b>	<b>Participação das listadas</b>
2003	0.1	0.0	0.1	78%
2004	7.8	0.6	8.3	93%
2005	0.8	2.1	2.9	26%
2006	22.1	0.0	22.1	100%
2007	4.6	2.5	7.1	65%
2008	3.3	0.5	3.8	87%
2009	1.9	0.2	2.1	90%
2010	5.6	2.9	8.5	66%
2011	4.0	1.5	5.5	73%
2012	2.0	0.3	2.3	88%
<b>Total Geral</b>	<b>52.2</b>	<b>10.7</b>	<b>62.8</b>	<b>83%</b>

Conforme mostra o Objeto 6, as empresas brasileiras realizaram aquisições em mais de 30 países diferentes. Apesar da base diversa de países, as aquisições, em número, concentraram-se em países com similaridades culturais, geográficas ou linguísticas, conforme prevê o modelo de UPPSALA (Andersen, 1993; Johanson & Vahlne, 1977). Predominam os países latino-americanos, em especial a Argentina, com diversas aquisições pequenas realizadas no setor de carnes. A América do Norte, geograficamente mais próxima que Europa e Ásia também foi um destino relevante. O único país europeu que aparece entre os principais destinos é Portugal.

---

**Objeto 6 - Número de aquisições por país**

---

<b>País</b>	<b>Número</b>
Argentina	31
EUA	22
México	10
Portugal	8
Colômbia	7
Uruguai	7
Canadá	6
Chile	6
Peru	4
Demais (23 países)	45
<b>Total</b>	<b>146</b>

---

Quando se considera o volume de transações, os países da América do Norte passam a ser o principal destino, com destaque para as aquisições no setor siderúrgico realizadas pela Gerdau e no setor minerador realizadas pela Vale. A Espanha também ganha importância, principalmente devido a aquisições realizadas pela Gerdau e pela CPFL.

---

**Objeto 7 - Volume de aquisições por país**

---

<b>País</b>	<b>Volume (US\$ Bi)</b>
Canadá	28.7
EUA	6.4
Argentina	3.6
Portugal	1.8
Espanha	1.3
República Dominicana	1.0
Chile	1.0
México	1.0
Demais (23 países)	7.3
<b>Total</b>	<b>52.2</b>

---

## **Resultados do Estudo de Evento**

O Objeto 8 resume os resultados do estudo de eventos. O retorno anormal acumulado médio ao redor da data do

anúncio de aquisições internacionais por empresas brasileiras foi calculado para diversas janelas de evento, tanto de curto prazo como de longo prazo.

A primeira conclusão relevante é que se confirma a primeira hipótese formulada, de que os retornos anormais de curto prazo são negativos, em linha com o observado, por exemplo, por Aybar & Ficici (2009) e Roll (1986). Os resultados são diferentes dos encontrados por Dakessian & Feldmann (2013), os quais encontraram retornos não significativamente diferentes de zero para aquisições internacionais realizadas por multilatinas.

O CAR entre o dia anterior ao anúncio e o dia posterior ao do anúncio não se mostrou significativamente diferente de zero. Ou seja, o retorno anormal negativo identificado não ocorre imediatamente após anúncio do evento. Tampouco foi identificado retorno anormal significativo antes da data de anúncio. Portanto, os retornos anormais ocorrem principalmente nos cinco dias após o anúncio das transações.

Outra conclusão relevante é que os retornos anormais negativos se dissipam no médio e longo prazo. No médio prazo, entre 60 e 90 dias após o anúncio, os retornos anormais acumulados chegam a ser positivos, porém sem significância estatística. No longo prazo, a partir de 90 dias, os retornos voltam a ser negativos, também sem significância estatística. Não foi possível, no entanto, confirmar a segunda hipótese formulada.

### Objeto 8 - Resultados do Estudo de Evento

	Média	Desvio-Padrão	Desvio-Padrão da Média	Estat. t	p-valor	número de positivos	número de negativos
CAR (-1, +1)	-0.5%	3.2%	0.4%	-1.19	0.238	29	33
CAR (-5, 0)	-0.7%	3.7%	0.4%	-1.67	0.100	29	42
CAR (-5, +1)	-0.5%	3.7%	0.4%	-1.08	0.282	33	41
CAR (-5, +5)	-1.2%	5.1%	0.6%	-2.18**	0.032	34	47
CAR (-5, 30)	0.4%	11.1%	1.1%	0.37	0.714	47	47
CAR (-5, 60)	0.4%	12.7%	1.3%	0.27	0.786	47	50
CAR (-5, 90)	-0.8%	14.6%	1.4%	-0.53	0.598	44	59
CAR (-5, 180)	-1.0%	21.1%	2.0%	-0.47	0.636	50	57
CAR (-5, 365)	-2.2%	22.0%	2.1%	-1.04	0.302	51	59

CAR (t1, t2) é o retorno anormal acumulado no período compreendido entre t1 e t2. A Média representa a média simples considerando todas as transações com disponibilidade de dados para o retorno das ações dos adquirentes .

\* p<0.10; \*\* p<0.05; \*\*\* p<0.01

Os resultados indicam que as empresas brasileiras que fazem aquisições no exterior têm preferência pelas culturalmente próximas, que provavelmente apresentarão menores riscos de integração e maior probabilidade de efetivação de sinergias. A dissipação, no longo prazo, dos retornos negativos de curto prazo sugere a existência de viés pessimista na precificação inicial das aquisições internacionais por parte dos investidores.

## ANÁLISE DOS RESULTADOS E CONCLUSÃO

Este estudo realizou uma breve análise descritiva quantitativa das aquisições realizadas por empresas brasileiras no exterior, bem como análise dos retornos anormais acumulados gerados por tais transações.

Identificou-se que tanto o número como o volume de transações de aquisições de empresas brasileiras no exterior são substancialmente inferiores quando comparados aos de aquisições realizadas por empresas estrangeiras no Brasil. A atividade de M&A das empresas brasileiras é predominantemente local. O aparente baixo grau de internacionalização de empresas brasileiras está em linha com a análise desenvolvida por Alem & Cavalcanti (2005).

Também é possível observar que as aquisições são realizadas predominantemente em países e regiões com similaridades culturais, linguísticas e geográficas, como, por exem-

plo, América Latina, EUA, Canadá, Portugal e Espanha. Tal estratégia pode ser explicada pelo modelo de aprendizagem de Uppsala, no qual a internacionalização começa por países com menor distância em diversas dimensões (Andersen, 1993; Johanson & Vahlne, 1977).

Quanto aos retornos anormais acumulados (CAR), medida do impacto das aquisições internacionais no valor das companhias brasileiras, foi possível concluir que: (i) o retorno anormal médio de curto prazo, CAR(-5, +5), foi negativo e significativamente diferente de zero; (ii) Os retornos anormais se dissipam no médio e longo prazo; (iii) Não se identificam retornos anormais médios no período imediatamente anterior ao anúncio das aquisições; e (iv) Não se identificaram retornos anormais médios até primeiro dia após o anúncio das aquisições.

A existência de CAR negativo na janela de evento (-5, +5), conforme hipótese formulada, está em linha com diversos estudos medindo retornos anormais em eventos de anúncio de transações de fusões e aquisições (Aybar & Ficici, 2009; Roll, 1986). Tal fato se explica tanto pelo efeito hubris, que gera excesso de confiança e erros de avaliação nas aquisições (Roll, 1986) como possíveis conflitos de interesse (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Já dissipação dos retornos anormais acumulados, com inexistência de retornos significativamente negativos no médio e longo prazo, pode se dever às vantagens oferecidas pela internacionalização de empresas, incluindo aproveitamento de CSAs e FSAs, ganho de competitividade e redução da vulnerabilidade externa (Alem & Cavalcanti, 2005; Ramamurti, 2008). Tais vantagens podem não ser corretamente precificadas pelo mercado no curto prazo, considerando a alta complexidade das transações de aquisições, o que pode

ser um indício, ainda que fraco, de ineficiência do mercado de capitais brasileiro.

A não existência de retornos anormais antes das datas de anúncio das transações pode ser um indício de que não houve utilização de informações privilegiadas, enquanto a demora para a realização dos retornos anormais pós anúncio pode reforçar a ideia de ineficiência. Com isso, pode-se defender que os resultados indicam, ainda que de forma fraca, que o mercado de capitais não apresentou eficiência na forma semi-forte, tema amplamente debatido pela literatura (Fama, 1991; Jensen, 1978; Malkiel, 2003; Shiller, 2003).

Por fim, dada a elevada variância dos retornos anormais medidos, estudos futuros podem tentar identificar variáveis relevantes para identificar as aquisições bem-sucedidas. Devido ao grande número de causas potenciais, podem-se realizar estudos exploratórios ou multicasos, com foco em variáveis relacionadas às estratégias das empresas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alem, A. C., & Cavalcanti, C. E. (2005). O BNDES e o Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras : Algumas Reflexões. *Revista Do BNDES*, 12(24), 43–76.
- Andersen, O. (1993). On the internationalization process of firms: A critical analysis. *Journal of International Business Studies*, 209–231.
- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1317–1338.

- Barbosa, F. J. (2004). A internacionalização do grupo Gerda: Um estudo de caso. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347.
- Borini, F. M. (2008). Transferência, desenvolvimento e reconhecimento de competências organizacionais em subsidiárias estrangeiras de empresas multinacionais brasileiras.
- Dakessian, L. C., & Feldmann, P. R. (2013). Multilatinas and Value Creation from Cross-Border Acquisitions: An Event Study Approach. *Brazilian Administration Review*, 10(4), 462–489.
- Dodd, P., & Ruback, R. (1977). Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 351–373.
- Dunning, J. H. (2001). The Eclectic ( OLI ) Paradigm of International Production : Past , Present and Future. *International Journal of the Economics of Business*, 8(2), 173–191.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1575–1617.
- Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M. B., & Chittoor, R. (2009). Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 397–418.

- Hayward, M., & Hambrick, D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42, 103–127.
- Jensen, M. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2/3), 95–101.
- Johanson, J., & Vahlne, J.-E. (1977). The internationalization process of the firm - A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23–32.
- Krieck, P. A., & Kayo, E. K. (2013). Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1–17.
- Mackinlay, A. C. (2007). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 59–82.
- Oliveira, M. D. M., & Borini, F. M. (2012). The Role of Subsidiaries From Emerging Economies — A Survey Involving the Largest Brazilian Multinationals. *Thunderbird International Business Review*, 54(3), 361–372.
- Peng, M. W. (2001). The resource-based view and international business. *Journal of Management*, 27(6), 803–829.
- Ramamurti, R. (2008). What Have We Learned About Emerging-Market MNEs ? In *Emerging Multinationals: Outward FDI from Emerging and Developing Economies* (pp. 1–39).

- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics*, 4(2), 129–176.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197–216.
- Seth, A. (1990a). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11, 431–446.
- Seth, A. (1990b). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11, 99–115.
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.
- Varaiya, N., & Ferris, K. (1987). Overpaying in corporate takeovers: The winner's curse. *Financial Analysts Journal*, 64–70.