

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM  
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

**LUCIANA ZAGO DA SILVEIRA**

**IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DE FATOS RELEVANTES SOBRE  
MUDANÇAS NA COMPOSIÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO NO  
PREÇO DAS AÇÕES: um estudo sob a ótica de empresas  
adquiridas e adquirentes no mercado de capitais brasileiro**

**VITÓRIA  
2010**

**LUCIANA ZAGO DA SILVEIRA**

**IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DE FATOS RELEVANTES SOBRE  
MUDANÇAS NA COMPOSIÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO NO  
PREÇO DAS AÇÕES: um estudo sob a ótica de empresas  
adquiridas e adquirentes no mercado de capitais brasileiro**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes

**VITÓRIA  
2010**

Dedico este trabalho a Deus, a  
minha antiga e nova família e a  
todos que acreditaram em mim.

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus e a minha família, pela força e por acreditarem em mim. Ao professor Fábio Moraes, orientador; às bancas examinadora e de qualificação e a todo o corpo docente, funcionários da biblioteca e demais funcionários da FUCAPE e aos colegas de turma. Enfim, a todos que direta ou indiretamente contribuíram para este resultado final.

“A persistência é o caminho do êxito”

(Charles Chaplin)

## RESUMO

O objetivo desse estudo foi verificar se existe influência da divulgação dos fatos relevantes nos preços dos ativos de empresas que entraram em processo de fusão, aquisição, cisão e incorporação, considerando separadamente empresas adquiridas e empresas adquirentes, no mercado brasileiro, indicando características de eficiência semi-forte de mercado, dada a Hipótese de Mercado Eficiente. Para isso foram confrontadas as cotações de preços das ações das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo - Bovespa, antes, durante e depois de anúncios importantes relacionados a fusões, aquisições e incorporações, ou seja mudanças na composição de controle acionário sob a ótica de empresas ativas no processo e de empresas passivas. Esse estudo é importante devido à relevância de se verificar os impactos causados pelas informações novas que compõem os fatos relevantes, já que elas podem influenciar positiva ou negativamente na opinião dos investidores. A metodologia adotada foi o estudo de eventos, por ser utilizada para verificar a influência da divulgação de novas informações nos preços das ações de empresas. A partir da amostra geral onde foram considerados todos os fatos relevantes a respeito da mudança na composição do controle acionário, houve uma segmentação em outras 3 amostras para que se pudesse verificar os impactos em empresas ativas, em empresas passivas e a comparação entre esses dois tipos de empresas. Os resultados encontrados mostram indícios de existência da influência da divulgação dos fatos relevantes nos preços das ações no mercado brasileiro na amostra geral e na amostra que considera empresas ativas no processo de mudança na composição de controle acionário. Na amostra que considera as empresas passivas no processo não encontram-se evidências de impactos embora em algumas datas anteriores a divulgação dos fatos relevantes da janela considerada (10 dias antes da divulgação, data da divulgação e 10 dias depois). Desta forma, no caso da amostra geral e na amostra das empresas ativas, foi encontrado indícios de impacto nos preços na divulgação dos fatos relevantes. Podendo-se concluir que esses resultados estão alinhados com um mercado eficiente na forma semi forte, corroborando com a Hipótese do Mercado Eficiente.

## **ABSTRACT**

The aim of this study is to determine whether there is influence of disclosure of material facts in asset prices of firms that entered in process of M&A, demerger and fusion, considering separately acquired companies and acquiring companies in Brazilian market, indicating characteristics of semi-strong efficient market, given the Efficient Market Hypothesis. To do so were confronted price quotes of companies traded on Bovespa stock exchange will be compared before, during and after important announcements related to M&A or changes in control composition composition from the viewpoint of active companies in this process and also passive companies in this process. This study is important due to importance of verifying impacts of new information that make up relevant facts, since they can influence positively or negatively opinion of investors. The adopted methodology was study of events, due to be employed to verify influence of dissemination of new information in stock prices of companies. From the overall sample where all relevant facts were considered relative to composition shift of controlling interest, there is segmentation in 3 other strains so that impact on active companies and passive companies is verified, as well as comparison between these two types of companies. The results show evidence of existing influence of disclosure of relevant facts influence stock prices in Brazilian market considering the overall sample and also in the sample which considers only active companies in process of change of controlling composition. In the sample which considers passive companies there is no evidence of impact although in some dates around disclosure of facts given the window considered (10 days before the disclosure date of disclosure and 10 days later). Thus, the overall sample and the sample of active firms, found evidence of impact on prices in dissemination of relevant facts. It can be conclude these results are aligned to an efficient market in semi-strong form, according to Efficient Market Hypothesis.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: .....	29
Tabela 2: .....	35
Tabela 3:.....	40
Tabela 4:.....	41
Tabela 5:.....	43
Tabela 6:.....	45

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1.....	41
FIGURA 2.....	43
FIGURA 3.....	45
FIGURA 4.....	47

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	10
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	14
1.2 OBJETIVO.....	14
1.3. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	15
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	16
2.1 MERCADO EFICIENTE.....	16
2.2 JUSTIFICATIVA.....	18
2.3 REVISÃO DA LITERATURA.....	28
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	32
3.1 MODELO DOS RETORNOS AJUSTADOS AO MERCADO.....	32
3.2 COLETA DE DADOS E AMOSTRA.....	35
3.3 HIPÓTESE.....	37
<b>4 RESULTADOS DO ESTUDO</b> .....	40
<b>5 CONCLUSÃO</b> .....	49
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	52
<b>APÊNDICE A – FATOS RELEVANTES DA AMOSTRA 1</b> .....	56
<b>APÊNDICE B – FATOS RELEVANTES DA AMOSTRA 2</b> .....	64
<b>APENDICE C - PESQUISAS EMPÍRICAS SOBRE HME</b> .....	67

## Capítulo 1

### 1 INTRODUÇÃO

Segundo a definição da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 358/02 fato relevante é definido como: “qualquer decisão das empresas que possa influenciar na cotação de suas ações ou nas decisões dos investidores de negociar suas ações”. Como exemplo de fatos relevantes pode-se destacar: mudança na composição do controle acionário das empresas, incorporações, fusões, cisões, dissolução das companhias, invenções e inovações tecnológicas. A divulgação dos fatos relevantes é importante, pois envolve informações novas que podem influenciar na decisão dos investidores, causando assim reflexo nos preços das ações, de acordo com Fama (1991).

As pesquisas que consideram as influências da divulgação de fatos relevantes nos preços dos ativos negociados no mercado aberto, apresentam-se sob a metodologia de estudo de eventos, onde são consideradas as cotações das ações nas datas dos eventos relacionados a divulgação desses fatos relevantes e em janelas (datas próximas, antes e depois desses anúncios), para verificar a ocorrência de retornos anormais, o que apresenta indícios de impactos. Um desses estudos no Brasil foi realizado por Souza (2006) sobre a influência dos fatos relevantes no comportamento das ações de 33 empresas, considerando-se 404 fatos relevantes. Foram comparadas as variâncias dos retornos anormais acumulados da janela anterior a publicação do evento com os da janela posterior a publicação dos eventos. A conclusão foi de que não existe diferença entre os preços, indicando a ausência de impacto da divulgação de fatos relevantes nos preços das ações das empresas consideradas.

O presente estudo diferencia-se do estudo de Souza (2006) por utilizar uma outra metodologia, não utilizando os retornos anormais acumulados, mas os observados (comparando-se o resultado esperado com o obtido) não só nas janelas anteriores e posteriores a divulgação dos eventos, mas também no exato momento da divulgação desses, para que se possa verificar o comportamento das ações nesse momento. Outra diferença está no tamanho da amostra, pois todas as empresas que negociam ações na Bovespa foram analisadas e não apenas as de maior liquidez, como no caso da pesquisa de Souza (2006). Além disso os fatos relevantes considerados não foram classificados como positivos ou negativos mas como um grupo de determinado tipo de informação: fusões, aquisições, incorporações e mudanças na composição do controle acionário (relacionado com cisões ou fusões). A justificativa dessa escolha está na frequência com que são divulgados esses tipos de informações.

No Brasil foram feitas outras pesquisas visando verificar a influência causada pela divulgação de novas informações e de informações das demonstrações financeiras no preço dos ativos negociados no mercado acionário brasileiro e mundial, tais como Perobelli, F. F. C. e Ness JR., W. L (2000), Procianoy, J. L. P. e Antunes, M. A. (2001), Bone, R. B. e Ribeiro, E. P. (2002), Sarlo Neto, A. (2004), Minardi, A. M. A. F. (2004), Teixeira, A. J. C. et al (2005), Souza, L. C. (2006), Terra, P. R. S e Lima, J. B. N. (2006), Camargos, M. A. e Barbosa, F. V. (2005, 2006 e 2007) e Barbosa, G. C. e Medeiros, O. R. (2007), Brigham, E. F.; Gapenski, L. C. e Ehrhardt, M. C. (2001), Duarte, D., Luciano, E. M. e Testa, M. G. (2008), Patrocínio, M. R., Kayo, E. K. e Kimura, H. (2005), Kayo, E. K., Patrocínio, M. R. e Martin, D. M. L. (2008), Tizziani, E., Barbosa, J. G. P. e Silva, A. C. M. (2008). Dos resultados encontrados nas 17 pesquisas citadas, 10 pesquisas encontraram que novas

informações a respeito de processos de fusões, aquisições, cisões e incorporações influenciam na decisão dos investidores e isso se reflete no preço das ações das empresas.

Alguns estudos internacionais também podem ser destacados tais como: Benston, G. J.; Hunter, W. C. e Wall, L. D. (1995), Allen, L., et al (2004), Eckbo, B. E.(1985), Luo, Y. (2005), Servaes, H. e Zenner, M. (1996), Morck, R., Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1990), Loughran, T. e Vijh, A. M. (1997), Datta, D. K., Pinches, G. E. e Narayanan, V. K. (1989), Singal, V. (1996), Moeller, S. B., Schlingermann, F. P. e Stulz, R. M. (2005), Hardford, J. (1999), Halpern, P. (1983) e Maksimovic, V. e Philips, G. (2001). Todos esses estudos confirmam impactos das informações a respeito de fusões, aquisições, incorporações e cisões nos preços das ações.

As pesquisas iniciais visando verificar a existência da influência das divulgações de novas informações nos preços das ações, segundo Sarlo Neto (2006), foram realizadas por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968). Esses autores conseguiram verificar essa influência analisando a variância dos retornos anormais em datas próximas aos eventos.

Quando informações relevantes economicamente são incorporadas aos preços dos ativos, ou seja, os preços se ajustam rapidamente a novas informações, esse mercado é chamado de eficiente. De acordo com Fama (1991) no mercado eficiente o preço das ações se ajusta rapidamente no momento em que as informações relevantes são divulgadas publicamente, ou seja, os preços dos ativos são afetados pelas informações novas divulgadas.

Para que se verifique esse impacto é necessário que os mercados sejam testados, ou seja que os preços das ações das empresas sofram algum tipo de

reação às informações novas divulgadas ou não. Segundo Sarlo Neto (2004) as pesquisas empíricas brasileiras realizadas tomando como base a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) precisam continuar, devido ao grande interesse da contabilidade brasileira por esse tema.

A fonte de novas informações escolhida nessa pesquisa foi a proveniente de fatos relevantes por serem notícias novas, públicas, as quais todos os investidores tem acesso, de acordo com Assaf (2007). Dentre esses fatos relevantes foram escolhidos os relacionados a processos de fusões, aquisições, cisões e incorporações sob a ótica das empresas adquirentes e das empresas adquiridas (mudança na composição do controle acionário). Essa escolha deve-se ao fato da frequência com que ocorrem e a capacidade desses tipos de informações causarem impacto nas expectativas dos investidores. Também foram analisados fatos relevantes referentes a informações sobre mudança e desenvolvimento de novas tecnologias, porém não foram considerados nessa pesquisa pela baixa significância (poucos eventos) e por estarem relacionados apenas ao setor de telecomunicações.

O impacto da divulgação dos fatos relevantes sobre mudanças na composição do controle acionário, caso confirmado, estaria de acordo com as características apresentadas pela HME na forma semi-forte, pois a principal característica desse mercado está na incorporação aos preços das ações de informações novas publicamente divulgadas. Se o anúncio das informações dos fatos relevantes causarem impacto nos preços das ações o retorno anormal médio deverá ser diferente de 1, caso contrário não haverá alteração nos preços, de acordo com Sarlo Neto (2006).

A metodologia adotada foi o estudo de eventos e posteriormente foram comparados os retornos anormais médios das ações das empresas listadas na

Bovespa em cada evento com os retornos anormais médios da amostra, nas datas de divulgações dos eventos (fatos relevantes) e em períodos anteriores e posteriores a essas divulgações, para verificar a existência de impacto da divulgação dessas informações relevantes nos preços das ações das empresas.

Desta forma têm-se de um lado as informações divulgadas e, de outro um mercado de ações que pode ou não ser afetado por elas, confirmando ou negando a hipótese embasada pela HME, de que existe impacto da divulgação de fatos relevantes referentes a processos de fusão, aquisição, incorporação e cisão nos preços das ações de empresas que negociam na Bovespa – é este o tema da pesquisa.

## 1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Na forma semi-forte de eficiência de mercado os preços devem se ajustar a divulgação de informações novas. Para que se possa verificar se o que realmente acontece no mercado de capitais alinha-se com o exposto na teoria, de que a divulgação de fatos novos causa impacto no preço das ações das empresas, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa: **Existe impacto da divulgação de fatos relevantes relacionados a processos de fusão, aquisição, incorporação e cisão nos preços das ações das empresas negociadas na Bovespa?** Tais fatos relevantes serão considerados sob a ótica de empresas ativas e de empresas passivas nesses processos. Os impactos serão verificados pela diferença entre os valores médios dos retornos anormais das ações nos eventos e a média dos retornos anormais da amostra.

## 1.2 OBJETIVO

Verificar se existe indícios de impacto da divulgação de fatos relevantes referentes a: fusões, aquisições, incorporações e mudança na composição do controle acionário (causado por cisões e fusões), nos preços das ações das empresas negociadas na Bovespa, considerando-se empresas ativas e passivas nesses processos.

### 1.3 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

O trabalho está estruturado da seguinte forma: Capítulo 1 – introdução ao assunto, Capítulo 2 – mostra o referencial teórico utilizado para a formulação do problema, abordando temas como: eficiência de mercado, tipos de eficiência existentes, justificativa ao estudo e revisão da literatura, onde serão apresentadas as principais pesquisas brasileiras realizadas sobre eficiência de mercado assim como as pesquisas internacionais sobre o assunto; Capítulo 3 - mostra a metodologia adotada, taxa de retorno, o modelo de retornos ajustados ao mercado, a variância dos retornos anormais, a hipótese testada, os fatos relevantes considerados, a coleta de dados, especifica o teste que será utilizado comparando-se as médias dos retornos anormais calculados da amostra com os retornos anormais médios nas datas de divulgação dos eventos; Capítulo 4 - serão apresentados os resultados do estudo, Capítulo 5 - apresentam-se as considerações finais.

## Capítulo 2

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 MERCADO EFICIENTE

O principal conceito de mercado eficiente é descrito por Fama (1970, p. 383, 386, 404 e 409):

Mercados eficientes são aqueles em que os preços dos ativos incorporam rapidamente as informações. A forma fraca revela oscilações aleatórias nos preços, a análise é feita a partir dos preços passados. A forma semi-forte revela que somente informações públicas são incorporadas aos preços dos ativos. Já na forma forte tanto informações públicas como privadas são incorporadas aos preços dos ativos, podendo gerar retornos anormais.<sup>1</sup>

Isso é confirmado por Ross, Westerfield e Jaffe (2002), no mercado de capitais eficiente todas as informações publicadas são completamente refletidas nos preços dos ativos e os investidores não esperam obter retornos anormais, apenas retornos de equilíbrio do mercado.

Outra definição semelhante é corroborada por Beaver (1981, p. 31 e 1968, p. 68 e 70):

De acordo com a teoria de eficiência de mercado as informações são refletidas nos preços, mudam as expectativas dos investidores quanto a probabilidade de distribuição de retornos futuros, modificando os preços correntes de um mercado em equilíbrio. Como os preços refletem as expectativas de muitos investidores podem gerar rendimentos antes dos anúncios das informações.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> A market in which prices always 'fully reflect' available information is called 'efficient ...the statement that the current price of a security 'fully reflects' available information was assumed to imply that successive price changes are independent...which is the usual statement that the conditional and marginal probability distributions of an independent random variable are identical. In general, semi-strong form tests of efficient markets models are concerned with whether current prices 'fully reflect' all obviously publicly available information. The strong form tests of the efficient markets model are concerned with whether all available information is fully reflected in prices in the sense that no individual has higher expected trading profits than others because he has monopolistic access to some information.

<sup>2</sup> A theory of market efficiency involves a specification of the process by which information becomes reflected in prices. Information has been defined as a change in expectations about the outcome of an event...a firm's earnings report is said to have information content if it leads to a change in investors'

E de acordo com Ball and Brown (1968, p. 160 e 161):

No mercado de capital eficiente a informação forma o preço dos ativos, o mercado ajusta o preço rapidamente a informação e pode gerar oportunidades de obtenção de retornos anormais.<sup>3</sup>

Para Assaf (2007) as informações públicas disponíveis aos investidores são levadas em consideração para se formar os preços dos ativos, ou seja, os investidores tomam suas decisões baseando-se na interpretação que têm dos fatos relevantes. Quando num mercado os preços refletem todas as informações disponíveis e são muito sensíveis a novas informações, ajustando-se a novos cenários rapidamente, dizemos que se trata de um mercado eficiente.

Desta forma os preços praticados pelos agentes participantes do mercado de ações normalmente são sensíveis à novas informações transmitidas pelo comportamento do mercado, pela empresa emitente do título, e se ajustam rapidamente seus valores. Essas novas informações modificam os valores dos ativos negociados.

A eficiência de mercado admite que todas as informações (públicas e privadas) são refletidas nos preços de mercado e como os investidores têm acesso igual às informações não podem ter desempenho melhor que o de mercado, de acordo com Assaf (2007).

---

assessments of the probability distribution of future returns (or prices), such that there is a change in equilibrium value of the current market price. Because the price reflects the expectations of many investors, it may imply a very efficient forecast of earnings for several weeks prior to the announcement.

<sup>3</sup> ...capital market are both efficient and unbiased in that if information is useful in forming capital asset prices, then the market will adjust asset prices to that information quickly and without leaving any opportunity for further abnormal gain. If, as the evidence indicates, security prices do in fact adjust rapidly to new information as it becomes available, then changes in security prices will reflect the flow of information to the market.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) também classificam a forma semi-forte como aquela em que os preços dos ativos incorporam todas as informações públicas disponíveis, demonstrações contábeis, informações relevantes, séries históricas dos preços, etc.

Em um mercado de eficiência semi-forte é de se esperar que no momento da publicação da informação haja algum impacto sobre o preço dos ativos, embora retornos anormais sejam considerados improváveis, já que todos os agentes têm o mesmo acesso à informação.

Segundo Assaf (2007) a eficiência do mercado de capitais é determinada pelos seguintes fatores:

Rapidez com que as ordens de compra e venda são executadas;

Grande número de participantes;

Rápida disseminação das informações.

Como no mercado eficiente as informações se refletem imediatamente nos preços, os investidores não conseguem em geral ganhar taxas anormais de retorno, devem esperar receber o preço justo (VPL – valor presente líquido – do valor do título). Esses retornos anormais podem ser calculados pelo modelo de retornos ajustados ao mercado utilizado por Camargos, Barbosa e Romero (2008).

Esse conceito está também de acordo com Fama (1970), pois no mercado eficiente não existe expectativa de retornos anormais, já que os preços são ajustados rapidamente as novas informações.

## 2.2 JUSTIFICATIVA

Segundo Souza (2006) o Brasil, em comparação com os países mais desenvolvidos, apresenta menos estudos empíricos sobre a influência das informações contábeis e relevantes no mercado de capitais. Entretanto, tais pesquisas são muito importantes para que se verifique no mercado a influência ou não dessas informações nos preços dos ativos, uma vez que fatos relevantes apresentam informações novas que deveriam modificar as expectativas dos investidores.

A relevância dos tipos de informações considerados nessa pesquisa pode ser justificada por algumas pesquisas internacionais sobre o assunto tais como:

Segundo Benston, Hunter e Wall (1995) empresas menores buscam por meio de fusões e aquisições obter economias de escala e escopo, poder financeiro e prestígio para entrar em mercados novos. Tais processos também podem gerar aumentos nos fluxos de caixa, resultando numa maior eficiência administrativa.

De acordo com Allen, et. al (2004) as empresas podem auferir retornos anormais positivos, negativos ou iguais a zero após anúncios de fusões ou aquisições. Empresas alvo esperam obter ganhos nesses processos que podem ser causados pela redução dos custos de agência, por uma posição competitiva melhor, e pelas sinergias geradas. Essa expectativa de ganhos é maior em empresas alvo em relação a adquirentes, pois os gestores dessas empresas são pressionados a maximizar o valor para os acionistas, porém isso pode gerar aquisições que não atinjam esse objetivo. Nesse caso tais gestores superestimam o valor da empresa alvo, resultando num declínio do valor para os acionistas dessas empresas. Em alguns casos anúncios de fusões trazem retornos maiores para as empresas devido ao vazamento de informações privadas sobre tais processos. O principal motivo

gerador de resultados positivos para empresas adquiridas e adquirentes é a sinergia, e o principal para resultados negativos são os conflitos de agência.

Considerando que para Eckbo (1985) informações sobre fusões alteram a expectativa da produção futura e o preço em mercados eficientes. Um anúncio de fusão horizontal pode aumentar a probabilidade de uma união de sucesso entre produtores rivais, ou eliminar um dos competidores de preço líder. Isso levará ao aumento do resultado esperado para a indústria, ou monopólio nos rendimentos das empresas fundidas, acabando com a concorrência. Desta forma a maior concentração na indústria gerada por fusões reduz o risco ajustado do valor presente nas indústrias envolvidas no processo. Além disso, o aumento no poder de monopólio está diretamente relacionado com a criação de concentração gerado por fusões horizontais.

Segundo Luo (2005) se o objetivo das empresas é maximizar seu valor para os acionistas, pode-se esperar que a informação eficiente do mercado gere eficiência econômica nas decisões de investimento das empresas. Dentre essas as principais são as fusões e aquisições. Antes de realizar uma transação de fusão ou aquisição as empresas tentam obter informações sobre a reação do mercado. As decisões são tomadas analisando-se o custo-benefício, alguns desses custos estão relacionados ao não conhecimento da opinião dos investidores e a demora no fechamento da transação. A opinião do mercado é mais útil quando os investidores externos têm mais acesso a informações iniciais do processo. As transações mais bem percebidas pelo mercado e pelas empresas fundidas têm uma maior chance de consumação. Os sinais positivos enviados ao mercado podem ser resultado da presença de sinergias, ou seja, a diferença entre o valor da empresa combinada, no caso de sucesso da transação, e o valor total das duas empresas separadamente.

Por outro lado a divulgação de notícias negativas pode causar expectativas de sinergia menores ou iguais a zero, causando no mercado uma reação fraca e possibilidades de fracasso na transação. Isso pode ocorrer quando as empresas anunciam as transações de fusão ou aquisição antes de obterem uma definitiva aprovação das partes envolvidas, prejudicando dessa forma sua reputação e credibilidade.

De acordo com Servaes e Zenner (1996) a reação do mercado pode ser negativa reduzindo os preços das ações na data da divulgação no caso de aquisições hostis, pois a empresa potencial adquirente precisa reduzir as defesas da empresa adquirida, convencer acionistas e diretores e melhorar as condições da oferta, para poder obter um maior poder de barganha. O tamanho das empresas também pode gerar uma certa complexidade na transação, pois empresas grandes resistem mais a ofertas externas. Nos processos de fusões e aquisições as empresas adquiridas podem se recusar a passar todo o conhecimento adquirido gerando informações assimétricas e elevando os custos de transação. Outro problema verificado em algumas transações é a existência de *hubris*, um excesso de confiança dos gestores no seu próprio valor, gerando processos de fusão e aquisição que não apresentam existência de sinergias e o valor de compra excede ao de mercado.

Para Morck, Shleifer e Vishny (1990) muitas vezes paga-se na aquisição um valor superior ao valor da empresa. Isso pode ser resultado do conflito de interesses, os gestores de empresas adquirentes possuem objetivos pessoais diferentes dos interesses dos acionistas. Porém em organizações onde os acionistas monitoram e controlam as decisões de investimento dos gestores, as aquisições que reduzam a riqueza dos acionistas não são permitidas. Já em grandes empresas públicas os

gestores podem perder facilmente os escrúpulos e tomar decisões de investimento desconsiderando as conseqüências para o valor de mercado, pois existe menos monitoramento de suas ações. Os gestores ao criarem oportunidades criativas para os investidores e assegurarem ao mesmo tempo sua sobrevivência nas empresas, maximizam o tamanho da empresa e seu crescimento, para isso usam recursos empresariais para comprar empresas em crescimento, mas com valor presente negativo.

De acordo com Loughran e Vijh (1997) geralmente as fusões são transações favoráveis e contam com a cooperação dos gerentes das empresas adquiridas. Justamente para superar a resistência de gerentes da empresa alvo a oferta de compra é proposta diretamente aos acionistas, mostrando os ganhos advindos de se retirar gerentes ineficientes. A empresa adquirente pode não divulgar informações sobre as formas de pagamento e estratégia, pois podem considerar que essas informações não geram excesso de retornos positivos nas ações adquiridas. Em média as fusões são mais favoráveis aos gestores das empresas adquirentes do que aos acionistas, e geralmente são hostis para os gerentes das empresas adquiridas, porém benéficas aos acionistas dessas empresas. O mercado pode reagir bem ou mal a notícias sobre processos de fusões e aquisições, gerando retornos anormais maiores em períodos pós- aquisição.

Segundo Datta, Narayanan e Pinches (1989) geralmente em processos de fusão primeiro há um anúncio público e depois inicia-se o processo, mas em aquisições o processo é concluído antes do anúncio público. Mas mesmo havendo segredo de informações freqüentemente existem especulações, algumas notícias vazam, e o mercado começa a antecipar a aquisição. Em algumas situações pode haver competitividade, muitas empresas interessadas em adquirir empresas alvo,

gerando ganhos para essas empresas. O simples anúncio de uma oferta poderá alertar outras empresas e incentivá-las a adquirir empresas, iniciando assim o processo de competição para as empresas alvo, beneficiando tais empresas porque receberão um prêmio maior na venda. O próprio modo de pagamento pode gerar riqueza para os acionistas, pois afeta a velocidade com que as transações serão concluídas, o que está relacionado com custos de transação. As transações podem ser realizadas sob forma de troca de ações, porém o mercado de capitais encara essa forma de pagamento negativamente, já as transações em dinheiro impõem imediatamente maior responsabilidade aos acionistas de empresas adquiridas, já que serão compensados por prêmios maiores. A divulgação de informações referentes ao sucesso ou a falha de fusões, mudança na competitividade do mercado, procedimentos empregados, tipos de aquisições e modos de pagamento serão rapidamente reconhecidas pelo mercado, afetando o valor da empresa e influenciando na geração de riqueza para os acionistas.

Para Singal (1996) há mais facilidade de ocorrerem ganhos de sinergia entre empresas com tecnologias próximas ou geograficamente mais próximas. São ganhos de eficiência que reduzem os custos marginais, reduzindo os preços de venda e elevando o consumo, ou podem aumentar o poder de mercado das empresas. Como o objetivo das fusões é obter eficiência e poder de mercado, as informações sobre esses processos acabam revelando novas informações também sobre a indústria, como mudança na demanda, nos custos e tecnologias, e isso acaba aumentando a probabilidade de aquisição das empresas não fundidas. Desta forma além de beneficiarem as empresas fundidas acabam beneficiando toda a indústria.

Moeller, Schlingermann e Stulz (2005) consideram que em fusões, os *hubris* não destroem e nem criam valor, apenas redistribuem a riqueza dos adquirentes para as empresas alvo devido ao valor mais alto das ofertas. Dessa forma o que é perdido na compra é ganho na venda, esses valores se combinam nas empresas deixando de afetar o anúncio de aquisição.

Segundo Hardford (1999) as empresas com problemas financeiros ao se combinarem com empresas que apresentam folga financeira podem obter ganhos, essas expectativas de ganhos no mercado eficiente causarão uma reação positiva ao anúncio de aquisição. Porém o mercado prefere mais informações sobre os resultados a informações apenas sobre aquisições.

De acordo com Halpern (1983) as fusões e aquisições num mercado de capitais eficiente representam um conjunto de sinais que são refletidos no preço das ações. Isso ocorre porque as aquisições são decisões de investimento e geram expectativa de ganhos, gerarão fluxo de caixa incremental devido a combinação das empresas ou tomada de controle das operações das empresas adquiridas. O valor presente do investimento será positivo se elevar o preço das ações da empresa adquirente. Mas se a empresa adquirida for menor que a adquirente, esse impacto na lucratividade dificilmente será detectado. De acordo com as duas teorias de aquisição existentes poderá ocorrer destruição ou geração de valor para as empresas adquirentes. No primeiro caso existem apenas motivações financeiras, ou seja, os administradores estão interessados apenas em aumentar a compra de ativos ou controlar uma grande empresa, nesse caso não existirão benefícios econômicos que poderão ser divididos entre as companhias e haverá dificuldade de coordenação. O segundo caso de geração de valor refere-se aos ganhos de sinergia

que geram vantagens de custo e de produção, além da possibilidade de ganhos monopólicos.

Para Maksimovic e Phillips (2001) geralmente as empresas adquirem organizações na própria indústria e vendem seus ativos menos produtivos. E assim as empresas vão ajustando seu tamanho para igualar o lucro marginal com o custo marginal. Empresas mais eficientes são mais favoráveis a compra de ativos que apresentem alta demanda. A produtividade média dos vendedores e compradores de ativos determina os ganhos para a empresa combinada, pois cada empresa tem habilidades e vantagens diferentes dentro de uma indústria. Essas combinações então favorecem a transferência de ativos de empresas com baixa habilidade para explorá-los para empresas com melhor habilidade. Quando as empresas vendem todos ou alguns de seus ativos esperam aumentar a produtividade destes por serem operados por outras empresas. O tamanho e escopo de operação das empresas se ajustam até que o lucro marginal da empresa seja igual ao de todas as empresas da indústria, assim as vantagens comparativas e as indústrias mudam. Empresas com maior produtividade podem elevar seus preços e compensar assim as deseconomias resultantes das grandes aquisições. As empresas podem também reduzir a capacidade produtiva da indústria com o objetivo de vender ativos atraentes para outras indústrias. Isso pode ser um custo de oportunidade porque outras empresas poderão operar melhor seus ativos ou porque vendendo seus ativos as empresas poderão investir melhor em outras indústrias. No caso de empresas multisegmentadas os segmentos que crescem mais rápido são vendidos, gerando mais eficiência, e podem ser também vendidos segmentos menos produtivos, mas atraentes para outras empresas mais eficientes. Da mesma forma as empresas multisegmentadas podem comprar segmentos em outras indústrias

que receberam um choque positivo de demanda e vender seus ativos menos produtivos. Ou podem vender seus segmentos menos produtivos em outras indústrias ou que sofreram choque negativo de demanda.

Desta forma pode-se verificar a importância das informações referentes a processos de fusões, aquisições, incorporações e cisões em relação as mudanças nas expectativas dos acionistas. Como apresentado na literatura internacional tais informações importantes podem causar impacto positivo ou negativo nas expectativas dos investidores tanto das empresas adquirentes quanto das empresas adquiridas.

As pesquisas nacionais sobre o assunto também confirmam a relevância desse tipo de informações, dentre elas destacamos:

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) consideram que fusões e aquisições constituem estratégias empresariais cujo principal motivo é aumentar o valor da empresa combinada ou da adquirente, gerando assim ganhos de capital para os acionistas. Esses processos podem causar efeitos positivos ou negativos para a corporação, modificando da mesma forma as expectativas dos investidores. Podem ter efeito positivo quando geram vantagens competitivas (sinergias) como: economias operacionais (economias de escala, marketing, produção ou distribuição), economias financeiras (custos de transação mais baixos e melhor cobertura para analistas de títulos), eficiência diferencial (devido a maior eficiência de uma das empresas, os ativos da empresa mais fraca serão mais produtivos após a fusão) e aumento no poder de mercado (redução na competição). O efeito negativo refere-se a processos que visem atender apenas aos interesses dos administradores, pois são processos puramente financeiros (os fluxos de caixa

esperados após a fusão serão apenas os esperados da empresa alvo), não existem sinergias entre as empresas.

Duarte, Luciano e Testa (2008) abordam que os processos de fusões e aquisições podem gerar dois tipos de sinergias: operativa e financeira. A sinergia operativa refere-se a ganhos de eficiência ou economia que resultam de integrações horizontais, verticais ou conglomerados, tais reduções de custo advém das economias de escala, de variedade (partilha da mesma linha de montagem, uso do mesmo capital técnico para produzir outros produtos, mesma comunicação, contratação) ou diminuição da incerteza. A sinergia financeira refere-se a redução de custo de capital pela combinação de empresas (redução na flutuação dos fluxos de caixa, menor risco de falência e insolvência, tornando mais barato o custo do endividamento externo).

Patrocínio, Kayo e Kimura (2005) consideram que uma das principais motivações para a realização de fusões e aquisições é a possibilidade das empresas adquirentes incorporarem ativos intangíveis das empresas adquiridas. Tais ativos são importantes fontes de vantagem competitiva sustentável (porque são difíceis de obter, levam muito tempo para se acumular) e oferecem oportunidades de crescimento para as empresas. São exemplos de ativo intangível: pesquisa e desenvolvimento, patentes, fórmulas secretas, *know how* tecnológico, marcas, logos, direitos autorais, contratos com clientes, fornecedores, franquias, direitos de exploração, entre outros. O principal objetivo com isso é a geração de valor para os acionistas devido ao aumento da competitividade das empresas. As fusões e aquisições podem criar ou destruir valor para os acionistas das empresas adquirentes. Criam valor devido a ocorrência de sinergias e destroem valor quando ocorrem conflitos de agência (são motivadas por interesses pessoais dos gestores

da empresa adquirente) e *hubris* (são motivadas por erros de avaliação dos administradores, levando a uma sobrevalorização da empresa adquirida).

De acordo com Tizziani, Barbosa e Silva (2008) a mudança no controle acionário é um mecanismo externo de governança corporativa que se ativa quando mecanismos de governança internos fracassam. Disciplinam e substituem administradores ineficazes ou que contrariem os interesses dos acionistas.

Diante dos fatores descritos nos estudos nacionais também pode-se dizer que anúncios acerca de fusões e aquisições são importantes porque tendem a causar impacto positivo nas empresas adquiridas e podem causar impacto positivo (sinergias) ou negativo (problemas de agência e *hubris*) nas empresas adquirentes, e esses impactos devem ser sentidos nos preços das ações, já que modificam a expectativa dos investidores.

Assim como os estudos anteriores, esse estudo espera contribuir para mostrar a sensibilidade do mercado de capitais à divulgação de fatos relevantes e a importância dessa divulgação para as empresas no mercado de capitais brasileiro.

### 2.3 – REVISÃO DA LITERATURA

De acordo com Van Breda e Hendriksen (1999), os preços dos títulos refletem os sentimentos dos investidores em relação ao futuro em resposta às informações disponíveis, por isso a forma semi-forte de mercado é a mais apropriada para essa pesquisa, já que contemplam-se somente as informações publicamente disponíveis no mercado.

Sarlo Neto (2004) realizou uma revisão de literatura contendo dezenove pesquisas empíricas sobre HME no Brasil realizadas entre 1975 e 2001 e verificou que apenas 32% dessas pesquisas concluíram que existem indícios condizentes

com a HME, e dessas 67% na forma semi-forte. Dentre elas destacam-se os estudos de Schiell (1996); Cordeiro, Perobelli e Arbex (1999) e Perobelli e Ness Jr. (2000). Para o autor isso pode dever-se ao fato de que os poucos testes verificados não foram suficientes para indicar a eficiência do mercado brasileiro, justificando-se mais pesquisas na área.

Os resultados das pesquisas realizadas entre 2002 e 2008 estão apresentadas na Tabela 1 (maiores informações sobre estas pesquisas encontram-se no Apêndice G):

Tabela 1 – Pesquisas empíricas que utilizam HME como metodologia

Características:	Ineficiência de mercado	Mercado Eficiente	Forma Fraca	Forma Semi-Forte	Forma Forte
Número de ocorrências	8	10	1	8	1
Percentual	44%	56%	10%	80%	10%

Fonte: Elaborado pelo autor

Verificou-se então que em pesquisas realizadas entre 2002 e 2008 a ocorrência de evidências de HME tornou-se mais freqüente e destas a maior parte apresentando características da forma semi-forte. Dentre essas pesquisas destacam-se as de Kimura (2003); Camargos e Barbosa (2005) onde constataram que os processos de fusões e aquisições geraram valor para os acionistas, o que corrobora com a hipótese de mercado eficiente, o estudo de Antunes, Bressan e Lamounie (2006), além das pesquisas nacionais citadas na sessão 2.2 (justificativa).

Os artigos internacionais publicados sobre o assunto apresentam resultados diferenciados, dentre os quais podemos destacar: Eckbo (1985) cujo resultado encontrado rejeita a hipótese testada de que o anúncio de uma fusão horizontal traga retornos anormais positivos para as empresas e para a indústria. Luo (2005) conclui com sua pesquisa que as empresas fundidas respondem a reação do mercado diferentemente e em vários níveis. Loughran e Vijh (1997) encontram

resultados condizentes com as hipóteses testadas, os ganhos adquiridos na pós-aquisição são maiores em fusões hostis em comparação com as amigáveis e gestores adquirentes preferem fazer o pagamento em ações quando suas ações estão supervalorizadas e pagar em dinheiro quando estão desvalorizadas. Datta, Narayanan e Pinches (1989) cujos resultados sugerem que as aquisições criaram mais valor para os vendedores do que para os compradores. Singal (1996) afirma com seus resultados encontrados que retornos anormais nas ações estão relacionados com mudanças na lucratividade e o mercado de ações se antecipa a essas mudanças e se ajusta de acordo com elas. Moeller, Schlingermann e Stulz (2005) destacam entre os resultados encontrados que os anúncios de perdas das empresas não são suficientes para prever a mudança nos retornos com anúncios de aquisições, desde que essas empresas tenham vantagens comparativas onde o anúncio prévio de fusões e aquisições está associado com retornos anormais positivos. Halpern (1983) chega a indícios de que cada aquisição possui diferentes motivações para maximizar o valor e os impactos serão verificados apenas em aquisições que representem eventos que realmente maximizem o valor das empresas. Maksimovic e Phillips (2001) cujos resultados encontrados revelam que as empresas tem diferentes níveis de habilidade para explorar os ativos e vantagens comparativas entre suas indústrias, por exemplo, a baixa produtividade de divisões periféricas favorece a venda, mas não necessariamente implica em gestores ineficientes, apenas na maior eficiência gerada com os novos adquirentes desses ativos.

Outras pesquisas internacionais relevantes são as de Benston, Hunter e Wall (1995), Allen et. al (2004), Eckbo (1985), Luo (2005), Servaes e Zenner (1996), Morck, Shleifer e Vishny (1990), Loughran e Vijh (1997), Datta, Narayanan e Pinches

(1989), Singal (1996), Moeller, Schlingermann e Stulz (2005), Hardford (1999), Halpern (1983) e Maksimovic e Phillips (2001), especificadas na sessão anterior.

Desta forma a maior parte dos resultados encontrados nessas pesquisas está condizente com as características apresentadas na hipótese do mercado eficiente.

## Capítulo 3

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 MODELO DE RETORNOS AJUSTADOS AO MERCADO

A metodologia adotada nessa pesquisa, assim como, na maioria das pesquisas nacionais e internacionais citadas é a de estudo de evento, pois é a mais adequada para que se possa verificar o impacto da divulgação de fatos relevantes nos preços das ações de empresas. Para isso é necessário que se calcule os retornos anormais nas datas de publicação dos eventos e em datas próximas. A técnica escolhida para esse cálculo é o modelo de retornos ajustados ao mercado.

O modelo de retornos ajustados ao mercado é a diferença entre o retorno da ação e o retorno do índice de mercado (IBOVESPA – Índice Bovespa) numa mesma data. Com essa técnica pode-se calcular os retornos anormais e foi utilizada por Camargos, Barbosa e Romero (2008) sendo expresso pela seguinte equação:

$$RA_{it} = Ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) - Ln\left(\frac{Ibov_t}{Ibov_{t-1}}\right)$$

Onde:

$L_n$  = Logaritmo enésimo;

$P_t$  = Preço da ação na data atual;

$P_{t-1}$  = Preço da ação na data anterior;

$Ibov_t$  = Cotação do Ibovespa na data atual;

$Ibov_{t-1}$  = Cotação do Ibovespa na data anterior.

Segundo Lemgruber, Becker e Chaves (1998), os retornos diários das ações da empresa foram calculados utilizando os retornos normalizados, com a seguinte expressão:

$$R_t = \ln[(P_t + D_t)/P_{t-1}]$$

Onde:

$R_t$  = Retorno diário do título (correspondente a  $P_t$  ajustado da fórmula anterior);

$\ln$  = logaritmo natural;

$P_t$  = cotação de fechamento do dia t;

$D_t$  = dividendo pago no dia t.

Para que se possa verificar se a divulgação dos fatos relevantes causou um impacto nos preços das ações foram comparadas as médias dos retornos anormais das janelas dos eventos (10 dias antes e 10 dias depois da divulgação dos fatos relevantes) com a média dos retornos anormais da amostra. Se houverem diferenças entre essas médias considerou-se que existem indícios de impacto, caso contrário a hipótese foi rejeitada. A média dos retornos anormais da amostra foi calculada de acordo com os métodos adotados por Beaver (1968) e Sarlo Neto (2006), para que se possa retirar valores negativos. Mas para isso é necessário que se calcule primeiro a variância dos retornos anormais, pois ela compõe esse cálculo, sendo obtida da seguinte forma:

$$U_{it} = \frac{U_{it}^2}{S_i^2}$$

Onde:

$U_{it}^2$  = quadrado do retorno anormal para as empresas  $i$  no tempo  $t$  (correspondente a  $RA_{it}$  da fórmula anterior);

$S_i^2$  = Variância dos retornos anormais das empresas  $i$  durante a janela do evento.

Essas variâncias precisam ser calculadas para que se considerem os impactos médios e se possa fazer o teste estatístico de diferença de médias (teste t, utilizado quando o desvio padrão da população não é conhecido – Levine, 2005).

Após realizado o cálculo da variância dos retornos anormais a média dos retornos anormais será dada por:

$$\bar{U}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n U_{it}$$

Onde:

**U<sub>it</sub>** = Variância do retorno anormal das empresas em cada dia do evento;

**n** = Número de dias em cada janela do evento.

O teste de diferença e médias é dado por:

$$t = \frac{x - \mu}{\frac{s}{\sqrt{n-1}}}$$

Onde:

**X** = média aritmética da amostra;

**μ** = média aritmética da população;

**s** = desvio padrão da amostra;

**n** = tamanho da amostra.

O valor calculado pela fórmula representa o t teste que será confrontado com o t crítico (considerado pelo tamanho da amostra e o grau de confiança que nesse caso será considerado como 95%). Caso o valor calculado esteja entre o intervalo oferecido pelo t crítico, a hipótese pode ser aceita. Se o valor não estiver compreendido no intervalo, a hipótese é rejeitada.

Seguindo a metodologia do estudo de eventos o levantamento realizado abrangeu os preços das ações de todas as empresas que negociavam ações na Bovespa em datas condizentes com as janelas dos eventos no período entre 2000 à 2008 (período correspondente ao início da estabilização monetária no Brasil). Algumas empresas foram desconsideradas devido a ausência de dados ou cotação insuficiente.

### 3.2 COLETA DE DADOS E AMOSTRA

Todos os fatos relevantes considerados na amostra 1 referente a informações sobre fusões, aquisições e incorporações e os considerados na amostra 2 onde são consideradas todas as informações referentes a mudança na composição do controle acionário (no caso de cisões ou fusões) estão dispostos no apêndice A e B. Porém a Tabela 2 mostra resumidamente a classificação dos eventos por ano de acordo com as amostras.

Tabela 2 – Eventos considerados em cada amostra por ano

<b>Ano</b>	<b>Eventos</b>	<b>Eventos de Empresas Ativas</b>	<b>Eventos de Empresas Passivas</b>
2003	23	15	8
2004	21	14	7
2005	29	19	10
2006	36	26	10
2007	68	59	9
2008	103	90	13

Fonte: Elaborado pelo autor

A cotação dos preços das ações das empresas foi realizada através das informações fornecidas pelo Economática. Também do Economática foram extraídos os dados referente às ações do Ibovespa. Foram coletadas as cotações das ações ordinárias (porém em alguns eventos foram consideradas as ações preferenciais devido a inexistência de cotações das ações ordinárias) e os valores utilizados foram os de fechamento, ajustados pelos dividendos.

Os eventos escolhidos representam novas informações divulgadas em fatos relevantes pelas empresas, dessa forma foram considerados para verificar a influência da divulgação desses fatos no preço das ações das empresas, de acordo com a forma semi-forte de HME. Foram considerados dentre os fatos relevantes apenas os que compreendiam informações referentes a processos de fusão, aquisição, incorporação e cisões. Para isolar o efeito dessas informações em empresas adquirentes e adquiridas foram separadas duas amostras (os eventos considerados em cada amostra estão descritos na Tabela 2). A primeira considerando informações sobre fusões, aquisições e incorporações (para empresas ativas) e a segunda considerando informações de empresas que foram fundidas ou passaram por processos de cisões tendo assim sua estrutura de controle acionário alterada (empresas passivas).

Para analisar o efeito do impacto da informação nova não somente na data da divulgação do evento mas em datas próximas foram consideradas janelas de 10 dias anteriores e posteriores a eles para cada evento. Serão comparadas as médias dos retornos anormais calculadas pelo modelo dos retornos ajustados de cada evento às médias dos retornos anormais da amostra (as tabelas correspondentes a todos esses cálculos poderão ser solicitadas ao autor).

### 3.3 HIPÓTESE

Em mercados eficientes os preços dos ativos negociados incorporam rapidamente a divulgação de uma nova informação, seja ela um fato relevante ou uma informação contábil, pois influenciam nas expectativas dos investidores. O comportamento do mercado pode ser afetado por fatores sistemáticos como porte da empresa, índices de preço e lucro, informações relevantes para o setor, etc.

Na forma semi-forte de eficiência considera-se essa influência somente no caso de informações publicamente disponíveis da mesma forma a todos os investidores. Um dos testes para se verificar a influência dessas novas informações no preço das ações das empresas é o estudo de eventos onde o mercado reage a eventos informativos, de forma positiva ou negativa, indicando a eficiência do mercado.

Sendo assim a hipótese a ser testada será se a publicação de novas informações dos fatos relevantes causam impactos nos preços das ações das empresas negociantes na Bovespa. Porém como foram consideradas informações que afetam as empresas adquirentes e as adquiridas, processos de fusões, aquisições, incorporações e cisões, foram consideradas duas amostras. Uma amostra contendo informações referentes a mudança na composição do controle acionário (empresas que foram cindidas ou fundidas) e outra amostra contendo informações de empresas que realizaram aquisições, incorporações e fusões. A hipótese foi aplicada para testes em uma amostra geral, para cada amostra em separado e para a comparação de uma amostra com a outra. Desta forma os resultados podem ser ampliados e os impactos podem ser analisados para cada tipo de situação, nos eventos onde as empresas sofrem o processo de união e as que

agem no processo, assim como a comparação entre essas duas situações e a união de todos os eventos considerados.

H1 – Existe impacto da divulgação de fatos relevantes referentes a processos de fusões, aquisições ou incorporações nos preços das ações das empresas que negociam na Bovespa, indicado pela diferença entre as médias dos retornos anormais dessas ações e as médias dos retornos anormais da amostra.

Como a amostra será também separada entre empresas ativas e passivas outras duas hipóteses adicionais serão:

H2 – Existe impacto da divulgação dos fatos relevantes nos preços das ações das empresas ativas nos processos de mudança na composição do controle acionário.

H<sub>3</sub> – Existe impacto da divulgação dos fatos relevantes nos preços das ações das empresas passivas nos processos de mudança na composição de controle acionário.

Além disso serão comparadas as médias dos retornos anormais para os dois tipos de empresas (ativas e passivas), por isso será considerada ainda uma outra hipótese:

H<sub>4</sub> - Existe diferença nas médias dos retornos anormais para empresas ativas e passivas nos processos de mudança na composição do controle acionário.

A aceitação ou negação dessas hipóteses para cada caso considerado dependerá do resultado do teste estatístico de diferença de médias (teste t), a aceitação indica que os retornos médios das ações são diferentes de 1, o que representa o impacto, a negação indica retornos médios iguais a 1 o que significa ausência de impacto. Como a aceitação indica influência das informações

divulgadas nos preços das ações, isso condiz com a hipótese de mercado eficiente na forma semi-forte.

## Capítulo 4

### 4 RESULTADOS DO ESTUDO

#### Amostra Geral – Todos os eventos considerados

Tabela 3 – Resultados do Teste Estatístico para a amostra geral

Dias	Amostra Geral		
	Hipótese: $H_1: \mu_g = 1$		
	<i>T crítico</i>	<i>T teste</i>	<i>Resultado</i>
-10	-/+ 1,9600	-1,9150	Aceita H1
-9	-/+ 1,9600	0,8866	Aceita H1
-8	-/+ 1,9600	-0,0063	Aceita H1
-7	-/+ 1,9600	-0,4716	Aceita H1
-6	-/+ 1,9600	-2,1852	Rejeita H1
-5	-/+ 1,9600	-1,3542	Aceita H1
-4	-/+ 1,9600	-0,8156	Aceita H1
-3	-/+ 1,9600	-1,0347	Aceita H1
-2	-/+ 1,9600	0,7475	Aceita H1
-1	-/+ 1,9600	-0,5154	Aceita H1
0	-/+ 1,9600	0,1980	Aceita H1
1	-/+ 1,9600	3,2303	Rejeita H1
2	-/+ 1,9600	1,2975	Aceita H1
3	-/+ 1,9600	0,5120	Aceita H1
4	-/+ 1,9600	-1,0539	Aceita H1
5	-/+ 1,9600	-0,2606	Aceita H1
6	-/+ 1,9600	0,5472	Aceita H1
7	-/+ 1,9600	-0,5451	Aceita H1
8	-/+ 1,9600	-1,2021	Aceita H1
9	-/+ 1,9600	0,2550	Aceita H1
10	-/+ 1,9600	0,0303	Aceita H1

Fonte: Elaborado pelo autor

Verifica-se na Tabela 3 que apenas no 6º dia antes da divulgação dos fatos relevantes e no primeiro dia após o anúncio ocorreram retornos anormais médios, ou seja, logo após a divulgação existe indícios de que tenha havido impacto da divulgação dos fatos relevantes nos preços das ações, pois as médias dos retornos foram estatisticamente diferentes de 1. Dizer que  $H_1$  é rejeitado significa dizer que  $H_0$  é aceito, já que é a hipótese geral e as demais são as alternativas. Nas demais datas da janela considerada os resultados são desfavoráveis à  $H_1$ , não encontrou-se retornos anormais médios, retornos estatisticamente testados como iguais a 1,



-2	-/+ 1,9600	0,7374	Aceita H2
-1	-/+ 1,9600	-1,4885	Aceita H2
0	-/+ 1,9600	-0,0843	Aceita H2
1	-/+ 1,9600	2,9169	Rejeita H2
2	-/+ 1,9600	0,9963	Aceita H2
3	-/+ 1,9600	0,9486	Aceita H2
4	-/+ 1,9600	-0,7442	Aceita H2
5	-/+ 1,9600	-0,6033	Aceita H2
6	-/+ 1,9600	0,6071	Aceita H2
7	-/+ 1,9600	-0,8961	Aceita H2
8	-/+ 1,9600	-0,9290	Aceita H2
9	-/+ 1,9600	0,1679	Aceita H2
10	-/+ 1,9600	-1,7834	Aceita H2

Fonte: Elaborado pelo autor

Na maioria dos dias da janela considerada (10 dias antes da divulgação do fato relevante e 10 dias após) houve aceitação de  $H_2$ , ou seja, não houve retornos anormais, as médias dos retornos das ações foram estatisticamente testados como iguais a 1, indicando inexistência de retornos anormais.

Porém o primeiro dia após o anúncio do fato relevante apresentou indícios de ter havido impacto da divulgação dos fatos relevantes nos preços das ações das empresas consideradas, indicado pela existência de retornos anormais em média nessas datas, pois os retornos foram estatisticamente considerados como diferentes de 1, ou seja a divulgação de fatos relevantes referentes a fusões, aquisições e incorporações realizados pelas empresas causam impacto nos preços das ações das empresas negociadas na Bovespa, característica de mercado eficiente semi-forte. A hipótese 2 também pode ser aceita de acordo com os resultados encontrados, assim como os resultados encontrados para as amostras unificadas, pois são semelhantes aos encontrados para a primeira amostra.

Conforme a Figura 2 também confirma esses resultados, indicando que 1 dia após a divulgação dos fatos relevantes existiram indícios de impacto no preço das ações:



-7	-/+ 2,0025	-1,0296	Aceita H3
-6	-/+ 2,0025	-2,2045	Rejeita H3
-5	-/+ 2,0025	-2,6197	Rejeita H3
-4	-/+ 2,0025	0,0136	Aceita H3
-3	-/+ 2,0025	-0,4524	Aceita H3
-2	-/+ 2,0025	0,1282	Aceita H3
-1	-/+ 2,0025	0,3798	Aceita H3
0	-/+ 2,0025	0,9029	Aceita H3
1	-/+ 2,0025	1,4558	Aceita H3
2	-/+ 2,0025	0,7391	Aceita H3
3	-/+ 2,0025	-1,1315	Aceita H3
4	-/+ 2,0025	-1,6293	Aceita H3
5	-/+ 2,0025	0,2172	Aceita H3
6	-/+ 2,0025	-0,5660	Aceita H3
7	-/+ 2,0025	-0,4263	Aceita H3
8	-/+ 2,0025	-0,9848	Aceita H3
9	-/+ 2,0025	0,1916	Aceita H3
10	-/+ 2,0025	1,8261	Aceita H3

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como na amostra 1 interpreta-se a maioria dos resultados encontrados como desfavoráveis à  $H_3$ , pois as médias dos retornos das ações das empresas foram estatisticamente iguais a 1, indicando ausência de retornos anormais na maioria dos dias da janela considerada. Mas os dias 6 e 5 antes da divulgação dos fatos relevantes apresentam resultados favoráveis à hipótese, as médias dos retornos das ações foram estatisticamente testados como diferentes de 1, ou seja, presença de retornos anormais nessas datas. Porém como os impactos são considerados somente após a divulgação das informações (eficiência semi-forte), na data da publicação e nas datas posteriores não existiram indícios de impactos da informação divulgada, o que significa dizer que a hipótese 3 é rejeitada.

Os retornos anormais que aparecem antes das divulgações dos fatos relevantes podem indicar, de acordo com a literatura, a presença de informações privilegiadas ou a eficiência de mercado na forma forte, já que ainda nem tinham sido divulgados os fatos relevantes. Também podem dever-se ao fato de que muitas empresas publicam várias informações a respeito de negociações relacionadas a fusões e aquisições antes da publicação da efetivação desses processos, e isso

pode influenciar as intenções dos investidores. Esse resultado correspondente a presença de retornos anormais antes da divulgação dos fatos relevantes são confirmados pela Figura 3:

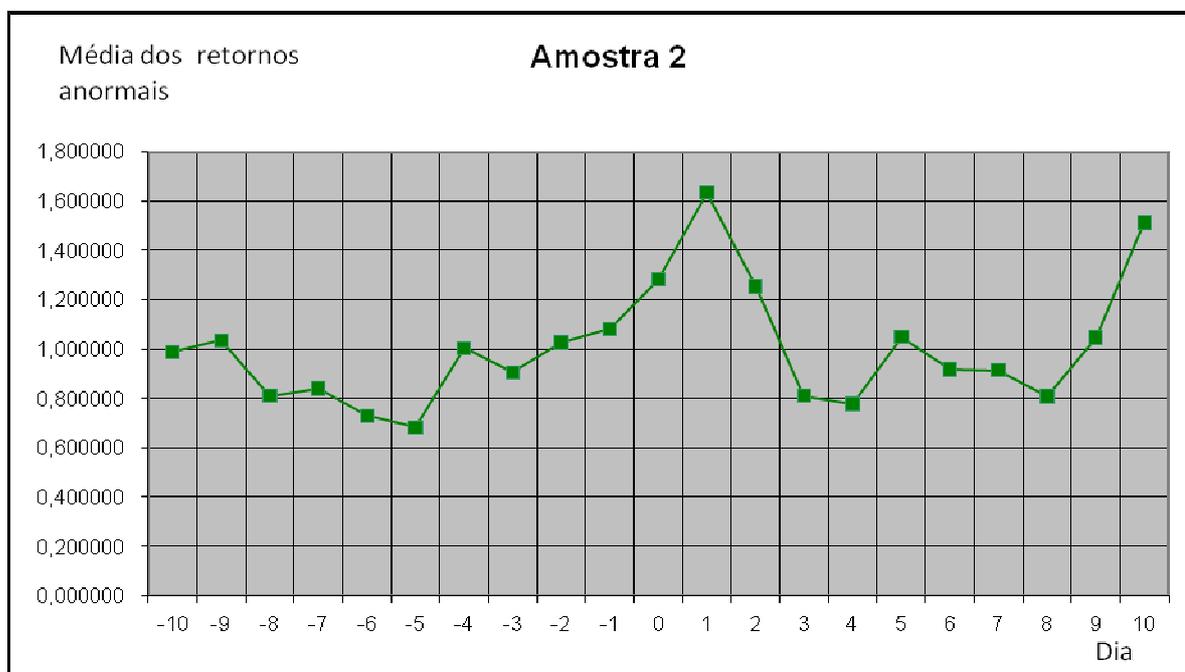


FIGURA 3: Médias dos retornos anormais dos eventos e suas janelas ( $Y_t$ ) na amostra 2  
 FONTE: Elaborado pelo autor

As justificativas econômicas para os resultados encontrados na amostra 2, ausência de indícios de impactos após a informação relevante divulgada, podem estar relacionados a conflitos de agência, inexistência de sinergias, pela divulgação de notícias a respeito de fusões e aquisições antes da aprovação final das partes envolvidas nos processos, pois causam impactos negativos na credibilidade de tais empresas, segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) e Luo (2005).

### **Amostra 1 x Amostra 2 - Empresas Ativas x Empresas Passivas**

Tabela 6 – Resultados dos Teste Estatístico para a amostra 1 x amostra 2

Dias	Amostra 1 x Amostra 2				
	Médias	Médias	Hipótese: $H_4: \mu_1 = \mu_2$		
	Amostra 1	Amostra 2	$T_{crítico}$	$T_{teste}$	Resultado
-10	1,03	0,99	-/+ 1,9600	0,4015	Aceita $H_4$
-9	1,11	1,03	-/+ 1,9600	0,6667	Aceita $H_4$
-8	1,13	0,81	-/+ 1,9600	2,8955	Rejeita $H_4$
-7	0,99	0,84	-/+ 1,9600	1,7341	Aceita $H_4$
-6	0,87	0,73	-/+ 1,9600	1,4621	Aceita $H_4$

-5	0,94	0,68	-/+ 1,9600	2,7622	Rejeita H4
-4	0,92	1,00	-/+ 1,9600	-0,7891	Aceita H4
-3	0,90	0,91	-/+ 1,9600	-0,0473	Aceita H4
-2	1,08	1,03	-/+ 1,9600	0,4998	Aceita H4
-1	0,89	1,08	-/+ 1,9600	-2,4238	Rejeita H4
0	0,99	1,28	-/+ 1,9600	-2,4885	Rejeita H4
1	1,37	1,63	-/+ 1,9600	-1,8652	Aceita H4
2	1,12	1,25	-/+ 1,9600	-1,0641	Aceita H4
3	1,11	0,81	-/+ 1,9600	2,6350	Rejeita H4
4	0,93	0,78	-/+ 1,9600	1,7524	Aceita H4
5	0,94	1,05	-/+ 1,9600	-1,0773	Aceita H4
6	1,07	0,92	-/+ 1,9600	1,3886	Aceita H4
7	0,90	0,91	-/+ 1,9600	-0,0938	Aceita H4
8	0,91	0,81	-/+ 1,9600	1,0547	Aceita H4
9	1,02	1,05	-/+ 1,9600	-0,2895	Aceita H4
10	0,85	1,51	-/+ 1,9600	-7,2134	Rejeita H4

Fonte: Elaborado pelo autor

Quando são confrontadas a amostra 1 com a amostra 2 para testar a diferença entre as médias dos retornos das ações considerando duas situações diferentes, uma onde as empresas foram ativas nos processos de fusão e aquisição e outra onde as empresas foram passivas nesses processos encontram-se os seguintes resultados: em 6 datas da janela considerada são encontrados retornos estatisticamente testados como diferentes, contra 15 iguais. As datas onde são encontrados retornos médios estatisticamente diferentes foram nos dias 8, 5 e 1 antes da divulgação dos fatos relevantes, nas datas do anúncio e nos dias 3 e 10 após a divulgação dos fatos relevantes. Nesses casos aceita-se  $H_4$  considerada de igualdade de médias para as duas amostras, indicando diferenças entre as reações dos investidores quanto ao tipo de informação divulgada, já que as médias dos preços das ações reagiram de formas diferentes nesses dois casos. Mas como na maioria das datas as médias foram estatisticamente iguais pode-se dizer que a hipótese é negada.

A Figura 4 também confirma os resultados encontrados:

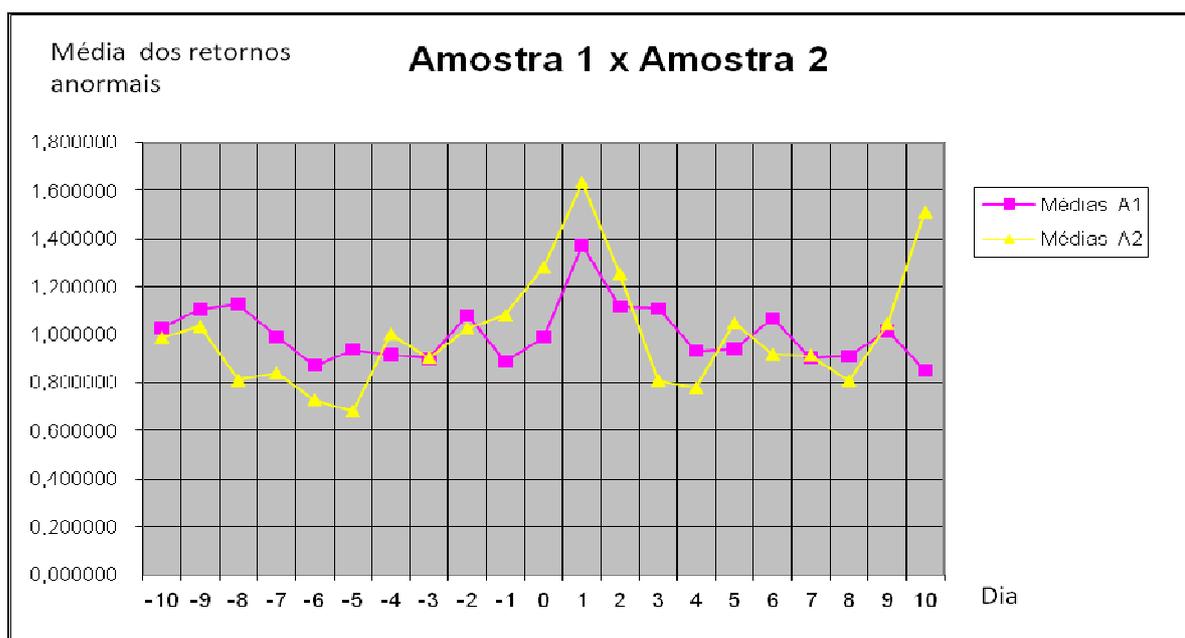


FIGURA 4: Médias dos retornos anormais dos eventos e suas janelas ( $\bar{U}_t$ ) da amostra 1 em comparação com a amostra 2

FONTE: Elaborado pelo autor

Em geral os resultados apresentam indícios de que em algumas datas das janelas consideradas as informações relevantes causaram impactos nos preços das ações das empresas listadas na Bovespa, o que corresponde com a forma semi-forte de eficiência de mercado, a informação relevante foi rapidamente incorporada ao preço. Todos os dados e cálculos referentes as Figuras de 1 a 4 e resultados estão dispostos nos anexos. Conclui-se desta forma que a divulgação dos fatos relevantes sobre essas novas informações pode ter impactado nos preços das ações das empresas para a amostra geral e para a amostra 1.

De acordo com a hipótese considerada para cada teste realizado, as datas onde as médias dos retornos foram estatisticamente iguais a 1 (onde se rejeita a hipótese) indicam ausência de impacto do fato relevante nos preços das ações, e onde foram estatisticamente diferentes de 1 (aceitação da hipótese) após a divulgação dos fatos relevantes apresentam indícios de presença de impacto da informação relevante nos preços. Isso permite interpretar que em alguns momentos

da janela considerada os preços das ações sofreram os impactos dos fatos relevantes divulgados. Dentre esses resultados pode-se destacar a data seguinte a da divulgação no caso da primeira amostra onde se consideram fatos relevantes relacionados a empresas que foram ativas nos processos de fusão e aquisição, e esses resultados são comprovados quando se considera as duas amostras em conjunto.

Existiram então indícios de ocorrência de impactos da divulgação dos fatos relevantes nos preços das ações das empresas, o que é condizente com a HME na forma semi-forte, as informações foram rapidamente incorporadas aos preços. Aceita-se dessa forma as hipóteses nas situações apresentadas de que os preços das ações no mercado de capitais brasileiro reagiram a divulgação de fatos relevantes, comprovado pelo teste de diferença de médias.

Os resultados encontrados nesse estudo em geral são semelhantes aos encontrados pela maioria das pesquisas nacionais e internacionais sobre o assunto citados na introdução e nas pesquisas apresentadas por Sarlo Neto (2004).

## Capítulo 5

### 5 CONCLUSÃO

Esse trabalho buscou evidências de que a divulgação de fatos relevantes cause impacto nos preços das ações no mercado de capitais brasileiro, para isso foram escolhidos fatos relevantes referentes a informações específicas tais como: fusões, aquisições, incorporações e fusões pela ótica das empresas que provocaram esses processos e das empresas que sofreram esses processos. Esse impacto no preço das ações corresponde com a HME na forma semi-forte, onde os preços das ações rapidamente incorporam a divulgação de informações novas.

Para isso foram comparadas as médias dos retornos anormais durante os eventos com as médias dos retornos anormais das amostras, chegando-se as seguintes conclusões:

Foram encontradas diferenças entre as médias dos retornos anormais em algumas datas das janelas e as médias dos retornos anormais das amostras, isso foi detectado nos testes das duas amostras em conjunto e na amostra 1 (empresas ativas), nas datas imediatamente posteriores a divulgação dos fatos relevantes. Tal resultado mostra indícios de que as novas informações tenham impactado nos preços das ações das empresas, pois tendem a modificar as expectativas dos investidores.

Porém esse resultado não se apresenta na amostra 2 (empresas passivas), não houve diferença de médias após a divulgação dos fatos relevantes, as diferenças encontradas apresentaram-se antes da divulgação de tais fatos (dias 6 e 5), o que não está alinhado com a hipótese do estudo, já que apenas informações

divulgadas estão sendo consideradas (mercado eficiente semi-forte). Algumas possíveis causas desses resultados podem estar relacionadas a divulgações anteriores dos processos de fusão, aquisição, incorporação e cisão que estas empresas possam posteriormente ter sofrido, influenciando nas expectativas dos investidores nessas datas. Dessa forma no momento da efetivação do processo a informação já pode ter sido incorporada anteriormente nos preços dos ativos.

Conclui-se então que para a amostra unificada e para eventos que contemplam empresas ativas nos processos de fusão, aquisição, incorporação e cisão (amostra 1), existem indícios de que os preços das ações das empresas negociadas na Bovespa sofreram influência das informações novas contidas nos fatos relevantes logo após a divulgação de tais fatos. Essa característica alinha-se com o comportamento do mercado eficiente na forma semi-forte, pois as informações divulgadas são refletidas nos preços dos ativos.

Pelos resultados encontrados verifica-se que as informações sobre os fatos relevantes a respeito de mudanças na composição do controle acionário não parecem ter impactado nas expectativas dos acionistas de empresas adquiridas, já que não causaram impacto nos preços dos ativos. Tal resultado é esperado em casos onde há ausência de sinergias entre as empresas combinadas ou conflitos de interesses entre acionistas e gestores. Desta forma os resultados esperados nesse estudo estão de acordo com os obtidos.

Os resultados encontrados são semelhantes aos encontrados no estudo apresentado na revisão da bibliografia de Datta, Narayanan e Pinches (1989), pois os processos de mudança na composição do controle acionário foram maiores para os compradores do que para os vendedores.

As divulgações dos fatos relevantes referentes a processos de fusões, aquisições, cisões e incorporações de acordo com Camargos e Barbosa (2008) criam nos investidores a expectativa de aumentar sua participação e valor de mercado, pois podem criar valor para a empresa e seus acionistas. Tais processos afetam a distribuição da riqueza gerada pelas empresas, criam novos arranjos organizacionais, incentivam o empenho dos participantes do processo e contribuem para uma melhor forma de se conduzir o negócio.

A contribuição dessa pesquisa está na ampliação do conhecimento sobre a importância da publicação de fatos relevantes para trazer novas informações aos investidores e assim, modificar suas expectativas, que podem ter reflexos positivos e negativos sobre os preços das ações. Em comparação com os estudos anteriores apresentados esse estudo apresenta resultados mais completos já que considera uma amostra substancial e todos os fatos relevantes referentes aos tipos de informações considerados. E a limitação dele está na escolha de alguns tipos de fatos relevantes, relacionados aos processos de fusões, aquisições, incorporações e cisões, no tamanho das janelas, para que se possa verificar mais tempo para impactos e no período analisado. Tais limitações poderiam incitar novas pesquisas com janelas maiores dos eventos, períodos maiores ou numa pesquisa mais detalhada a consideração de todos os tipos de fatos relevantes.

## REFERÊNCIAS

- ALLEN, L., JAGTIANI, J., PERISTIANI, S. and SAUNDERS, A. The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions. **Journal of Money, Credit and Banking**, April/2004, v. 36. nº 2, p. 197-215.
- ANTUNES, G. A.; BRESSAN, A. A.; LAMOUNIE, R. W. M. Análise do “efeito tamanho” nos retornos das ações de empresas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, jan-abr/2006, nº 40, p. 87-101.
- ARAÚJO, A. P.; VICENTE, J. V. M. Risk Regulation in Brazil: a general equilibrium model. **Brazilian Review of Econometrics**, Maio/2006, v. 26, nº1, p. 3-29.
- ASSAF N., Alexandre, **Finanças corporativas e valor**. Atlas: São Paulo, 2007.
- BAIMA, F. R.; COSTA JUNIOR, N. C. A. Avaliação de desempenho dos investimentos dos fundos de pensão. \_\_\_\_\_. **Mercado de Capitais: Análise Empírica no Brasil**. Atlas: São Paulo, 2000.
- BALL, R.; BROWN, P. Na Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, nº 2 (1968), p. 159-178.
- BEAVER, W. H. The information Content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies, 1968 (1968), p. 67-92.
- \_\_\_\_\_. Market Efficiency. In: **The Accounting Review**, New York: American Finance Association, v. 56, n. 1, p. 23-37, jan 1981.
- BENSTON, G. J., HUNTER, W. C. and WALL, L. D. Motivations for Bank Mergers and Acquisitions: enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification. **Journal of Money, Credit and Banking**, August/ 1995, v. 26. nº 1, p. 777-787.
- BONE, R. B. e RIBEIRO, E. P. Eficiência fraca, efeito dia-de-semana e efeito feriado no mercado acionário brasileiro: uma análise empírica, sistemática e robusta. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, v. 6, n. 1, p. 189-37, Jan-abr/2002.
- BRIGHAM, Eugene F; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira – Teoria e Prática**. Atlas, São Paulo: 2001.
- BRITO, N. R. O. A eficiência informacional fraca no mercado à vista da BVRJ o período 1980/1984. **COPPEAD/UFRJ Relatório técnico n. 78**, 03/1985.
- BUENO, A. L., BRAGA, R. F.; ALMEIDA, R. J. Pesquisa sobre eficiência informacional no mercado brasileiro nos casos de fusões e aquisições. In: 24º Enanpad, Florianópolis (SC) **Anais... ANPAD**, 2000.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. e ROMERO, J. A. R. Retorno anormal e eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições. In: 28º Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Rio de Janeiro (RJ), 2008.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994-2001. **Revista de Administração da USP (Rausp)**, v. 42, n. 4, out-dez/2007.

\_\_\_\_\_. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-plano real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração da USP (Rausp)**, v. 41, n. 1, p. 43-58, jan-mar/2006.

\_\_\_\_\_. Análise empírica do retorno acionário anormal e da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994-2001. In: 29º Enanpad. Curitiba (PR) **Anais... ANPAD**, 2005.

CERETTA, P. S. Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina. In: 25º Enanpad, Campinas (SP) **Anais... ANPAD**, 2001.

CORDEIRO, F. F.; PEROBELLI, F. S.; ARBEX, M. A. Expectativas racionais e eficiência informacional no mercado acionário brasileiro num cenário de regras no período 1997-1999. In: 23º Enanpad, Foz do Iguaçu (PR) **Anais... ANPAD**, 1999.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Qualitymark: Rio de Janeiro, 2008.

DUARTE, Daniel; LUCIANO, Edimara Mezzamo; TESTA, Mauricio Gregianin. Proposta de uma metodologia de avaliação da TI para empresas em processo de fusão e aquisição. In: 32º Enanpad, Rio de Janeiro (RJ) **Anais... ANPAD**, 2008.

ECKBO, B. E. Mergers and the Market Concentration Doctrine: evidence from the capital market. **Journal of Business**, Jul/1985, v. 58, nº 3, p. 325-348.

Economática – Software de apoio aos investidores.

FAMA, Eugene. F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, New York: American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, may 1970.

\_\_\_\_\_. **Efficient Capital Markets**: The Journal of Finance, Vol. 46, p.1875-1617, Issues 5, December, 1991.

GALDÃO, A.; FAMÁ, R. Avaliação de eficiência no mercado acionário brasileiro por volatilidades comparadas, no período de 1977-1996. In: 22º Enanpad, Foz do Iguaçu (PR) **Anais... ANPAD**, 1998.

GUJARATI; Damodaran. **Econometria Básica**: Makron, 2002.

HALPERN, P. Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. **The Journal of Finance**, May/1983, v. XXXVIII, nº 2, p. 297-316.

HARFORD, J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions. **The Journal of Finance**, December/1999, v. LIV, nº 6, p.1969-1996.

<http://www.novaoi.com.br/portal/site/RI/menuitem.79c16079f73530ccb8aeab95f26d02a0/?vgnnextoid=197a43b24dbc7110VgnVCM10000090cb200aRCRD> – acesso em 20 de março de 2009, às 14:34hs

<http://www.cvm.gov.br/> - acesso em 19 de março de 2009, às 13:40hs

<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp> - acesso em 19 de março de 2009, às 16:00hs

<http://info.abril.com.br/busca/resultado.shtml?qu=telemar&si=info&si=infocorporate&ac=0&np=10&rd=1&ao=0> – acesso em 20 de março de 2009, às 11:32hs

KAYO, Eduardo Kazuo; PATROCÍNIO, Maurício Réa; MARTIN, Diogenes Manoel Leiva. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. In: 32º Enanpad, Rio de Janeiro (RJ) **Anais... ANPAD**, 2008.

KIMURA, Herbert. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **RAE eletrônica**, v. 2, n. 1, jan-jun/2003.

LEAL, R. P.; AMARAL, A. S. Retornos anormais e sinalização nas aberturas de capital. **Revista Brasileira do Mercado de Capitais**, v. 14, n. 40, p. 22-48, 1988/1989.

LEMGRUBER, E. F.; BECKER, J. L e CHAVES, T. B. S. O efeito fim de semana no comportamento dos retornos diários de índices de ações. In: 22º Enanpad, Foz do Iguaçu (PR) **Anais... ANPAD**, 1998.

LEVINE, Stephan; KREHBIEL, Berenson. **Estatística: Teoria e Aplicações**. LTC: Rio de Janeiro, 2005.

LOUGHRAN, T. and VIJH, A. M. Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? **The Journal of Finance**, December/1997, v. LII, nº 5, p. 1765-1789.

LUO, Y. Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions. **The Journal of Finance**, August/2005, v. LX, nº 4, p. 1951-1978.

MAKSIMOVIC, V. and PHILLIPS G. The Market for Corporate Assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? **The Journal of Finance**, December/2001, v. LVI, nº 6, p. 67-81.

MINARDI, A. M. A. F. Retornos passados prevêm retornos futuros? **Revista de Administração de Empresas (RAE) eletrônica – FGV**, São Paulo, jul-dez/2004, v. 3, n. 2, art.14.

MOELLER, S. B., SCHLINGEMANN, F. P. and STULZ, R. M. Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. **The Journal of Finance**, April/2005, v. LX, nº 2, p. 757-782.

MORCK, R., SHLEIFER, A. and VISHNY, R. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? **The Journal of Finance**, March/1990, v. XLV, nº 1, p. 31-48.

PATROCÍNIO, Maurício Réa; KAYO, Eduardo Kazuo; KIMURA, Herbert. Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: uma análise dos retornos anormais do período de 1994-2004. In: 29º Enanpad, Brasília (DF) **Anais... ANPAD**, 2005.

PEROBELLI, F. F. C.; NESS JR., W. L. Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. In: 24º Enanpad, Florianópolis (SC) **Anais... ANPAD**, 2000.

PROCIANOY, J. L. P.; ANTUNES, M. A. Os efeitos das decisões de investimentos das firmas sobre os preços de suas ações no mercado. In: 25º Enanpad, Campinas (SP) **Anais... ANPAD**, 2001.

ROSS A., WESTERFELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

SARLO NETO, A. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis**: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade

no mercado acionário brasileiro. 2004. 243f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória, 2004.

\_\_\_\_\_. O conteúdo informativo da contabilidade: um estudo sobre o impacto da divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro abordando o efeito liquidez. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2006.

SCHIELL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro**: um estudo sobre a variação no preço das ações. 1996. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - PPGA/UFRGS, Porto Alegre, 1996.

SERVAES, H. and ZENNER, M. The Role of Investment Banks in Acquisitions. **The Review of Financial Studies Fall**, 1996, v. 9, nº 3, p. 787-813.

SINGAL, V. Airline Mergers and Competition: na integration of stock and product and product price effects. **Journal of Business**, April/1996, v. 69, nº 2, p. 233-265.

SOUZA, L. C. Conteúdo informacional dos fatos relevantes: uma análise do comportamento do valor da empresa ante a divulgação de fatos relevantes. 2006. 90f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória, 2006.

TEIXEIRA, A. J. C.; LOPES, A. B.; NETO, A.; LOSS, L. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, jan-abr/2005, nº 37, p. 46-58.

TERRA, P. R. S e LIMA, J. B. N. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, set-dez/2006, n. 42, p. 35-49.

TIZZIANI, Emerson; BARBOSA, José Geraldo Pereira; SILVA, Antônio Carlos Magalhães da. Táticas de defesa contra aquisições hostis: o caso Perdigão x Sadia. In: 32º Enanpad, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** ANPAD, 2008.

VAN BREDA, M. F., HENDRIKSEN, E. S. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

## APENDICE A – FATOS RELEVANTES DA AMOSTRA 1

Fatos Relevantes	Data da Publicação	Empresa
Aquisição por sua subsidiária CSN Panamá S.A. da Tanguá Incorporated	13/1/2003	Cia Siderúrgica Nacional - CSN
Aquisição da Elkem Rana A.S.	14/2/2003	CVRD
Incorporação da Nitrocarbono S.A., Econômico S.A. Empreendimentos e da OPP Química S.A.	14/3/2003	Braskem
Adquire o controle acionário do BBV (Bilbao Vizcaya Argentina Brasil S.A.)	22/5/2003	Banco Bradesco
Aquisição de 40% do CS votante da Santista	18/6/2003	São Paulo Alpargatas
Aquisição de 100% do capital social da Ibest S.A. (internet)	27/6/2003	Brasil Telecom
Aquisição da Riocell S.A.	2/7/2003	Aracruz Celulose
Aquisição de 50% das ações ordinárias e 40% das preferenciais da Caemi Mineração e Metalurgia S.A.	18/7/2003	CVRD
Aquisição da Formato Editorial Ltda.	26/8/2003	Saraiva Livreiros Editores
Aquisição de 99% das ações da Eletron	27/8/2003	Bradespar
Incorporação de sua controlada Companhia Santista de Papel	14/10/2003	Ripasa Celulose e Papel
Aquisição das Instituições Financeiras Zogbi	7/11/2003	Banco Bradesco
Aquisição de 88,62% do CS da Latasa S.A.	26/11/2003	Rexam Beverage Com South América
Incorporação da Trikem e Poliaden Petroquímica S.A.	2/12/2003	Braskem
Incorporação da Braskem S.A.	9/12/2003	Trikem
Adquire 50,67% da BSB Participações Ltda.	8/1/2004	Cemepe Investimentos
Incorporação da Telasa, Telpa, Teleceará, Telepisa e Telern	30/1/2004	Tele Nordeste Celular Participações
Aquisição da Anafi - Opportunity Anafi Participações S.A.	10/2/2004	Bradespar
Incorporação da Copene Monômetros	9/3/2004	Braskem
Incorporação de sua controlada Macsol Manufatura de Café Solúvel Ltda.	13/5/2004	Cia Iguaçu de Café Solúvel
Aquisição da MetroRED Telecommunications Group Ltd. (telefonia e internet) e da Vant Telecomunicações S.A. (telefonia e internet)	13/5/2004	Brasil Telecom
Incorporação da Labatt Brewing Company Limited	27/8/2004	Cia Bebidas das Américas - AMBEV
Aquisição do controle acionário da Pará Pigmentos S.A.	20/10/2004	Caemi Mineração e Metalurgia
Aquisição da Viaoeste Participações controladora da Viaoeste S.A.	22/10/2004	Cia de Concessões Rodoviárias
Incorporação de sua subsidiária Celular CRT S.A.	4/11/2004	Celular CRT Participações
Aquisição da Ripasa S.A. Celulose e Papel	10/11/2004	Suzano Papel e Celulose
Adquire o controle da Ripasa	10/11/2004	Votorantim Celular e Papel
Aquisição de ações da IG, passando a deter 73% do seu capital social	24/11/2004	Brasil Telecom
Incorporação da Draft I e Participações S.A.	30/11/2004	Companhia Paulista de Força e Luz
Aquisição de 68,67% do capital votante e 58,48% do capital total da Belgo - Mineira.	11/2/2005	Arcelor Brasil
Aquisição de 65% do CS da OGMA - Indústria Aeronáutica de Portugal S.A.	9/3/2005	Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica

Fusão por absorção da Telefônica com a Terra Networks S.A.	14/3/2005	Telefônica
Incorporação da Odebrecht Química S.A.	15/3/2005	Braskem
Incorporação de sua controlada Só Frango Produtos Alimentícios Ltda.	29/3/2005	Sadia
Incorporação da Sudameris Administradora de Cartão de Crédito e Serviços S.A.	31/3/2005	Banco Sudameris Brasil
Incorporação de sua controlada Companhia Brasileira de Bebidas - CBB	10/5/2005	Cia Bebidas das Américas - AMBEV
Incorporação da Tim Sul e da Tim Nordeste	30/5/2005	Tim Participações
Aquisição de 51,1% da Cesky Telecom	16/6/2005	Telefônica
Aquisição de 2,99% o capital social da China Netcom Group Corporation Ltd.	1/7/2005	Telefônica
Aquisição de mais ações da IG, passando a deter 98,2% do seu capital social	27/7/2005	Brasil Telecom
Aquisição da Polibrasil Resinas S.A.	1/9/2005	Quattor Petroquímica
Aquisição de 5% do capital social da China Netcom Group Corporation Ltd.	5/9/2005	Telefônica
Aquisição pela sua subsidiária Benavente Participações Ltda da Ingresso.com S.A.	31/10/2005	Submarino
Aquisição da Travelweb Viagens e Turismo Ltda.	29/11/2005	Submarino
Aquisição de 99,36% do CS da TV Sky Shop S.A.	1/12/2005	Lojas Americanas
Aquisição de 50% do capital votante do grupo Pujal Marti (Laminadora Costarricense S.A e Trefileria Colima S.A.)	20/12/2005	Arcelor Brasil
A Telefônica Móveis adquire 8% do capital social da Telefônica Móveis México, passando a controlar 100% do seu capital	21/12/2005	Telefônica
Aquisição do controle acionário do Banco do Estado do Ceará S.A.	21/12/2005	Banco Bradesco
Aquisição de 75,75% das ações da Acesita tornando-se sua controladora	6/1/2006	Arcelormittal Inox Brasil
Aquisição do grupo Corona - Açucareira Corona S.A.	8/2/2006	Cosan Indústria e Comércio
Incorporação da Tim Celular	16/3/2006	Tim Participações
Aquisição de participação societária de 79,57% do CS da Light S.A.	28/3/2006	Cia Energética de MG - Cemig
Incorporação da Santista Espanha	30/3/2006	São Paulo Alpargatas
Aquisição da RM Sistemas S.A.	12/4/2006	Totvs
Incorporação da RJZ Participações e Investimentos	17/4/2006	Cyrela Brazil Realty Empreendimentos e Participações
Aquisição da Fondelec e Funcef pela Sobrapar	20/4/2006	Energisa - MG Distrib. de EE
Aquisição da Usina Bom Retiro S.A.	27/4/2006	Cosan Indústria e Comércio
Aquisição do controle integral da Lusosider Projectos Siderúrgicos S.A.	10/5/2006	Cia Siderúrgica Nacional - CSN
Aquisição da Ipê Energia Ltda, da PSEG Brasil Ltda e da PSEG Trader S.A.	10/5/2006	Companhia Paulista de Força e Luz
Incorporação da Polialden Petroquímica S.A.	15/5/2006	Braskem
Aquisição da Via Norte S.A.	19/5/2006	Obrascon Huarte Lain Brasil
Aquisição de 51% do CS da Batávia S.A. Indústria de Alimentos	26/5/2006	BRF - Brasil Foods
Incorporação das ações da Brasil Ferrovias e da Novoeste Brasil S.A.	16/6/2006	ALL - América Latina Logística Malha Norte
Incorporação de sua subsidiária Sudameris Empreendimentos e Serviços Ltda.	29/9/2006	Banco Sudameris Brasil
Incorporação de suas controladas: EMA Empresa Matogrossense de Alimentos Ltda e Intergen Ltda.	3/10/2006	Sadia

Incorporação do Banco Sudameris de Investimento S.A.	31/10/2006	Banco Sudameris Brasil
Incorporação da AES Transgás Empreendimentos S.A.	1/11/2006	Companhia Brasileira de Energia
Aquisição de 70% do CS da Sociedade BSC Shopping Center S.A.	1/11/2006	João Fortes Engenharia
Adquire 86,57% da Inco Limited	6/11/2006	CVRD
Fusão da Americanas.com S.A. com eletrônico com a Submarino S.A. e incorporação da Toulon Empreendimentos e Participações Ltda.	27/11/2006	Lojas Americanas
Fusão com a Lojas Americanas S.A. e incorporação da Toulon Empreendimentos e Participações Ltda.	27/11/2006	Submarino
Aquisição da Informenge Processamento de Dados Ltda.	13/12/2006	Datasul
Incorporação da Bungue Fertilizantes	15/12/2006	Fertilizantes Fosfatados - Fosfertil
Aquisição do controle acionário da Companhia de Gás de S.C. (SCGAS)	18/12/2006	Centrais Elétricas de S.C.
Aquisição do BMC e suas controladas BMC Asset Managment Ltda, BMC Previdência Privada s.A. e Credicerto Promotora de Vendas Ltda.	24/1/2007	Banco Bradesco
Aquisição da AMCI Holdings Austrália Pty	26/2/2007	CVRD
Aquisição da MVH Ventures do Brasil Ltda (empresa Holding)	9/3/2007	Brasil Telecom
Aquisição do Grupo Ipiranga	19/3/2007	Braskem
Aquisição da VRG Linhas Aéreas S.A.	28/3/2007	Gol Linha Aéreas Inteligentes
Aquisição da Oeste Organização de Ensino Superior e Tecnologia S/C Ltda.	9/4/2007	Anhanguera Educacional Participações
Aquisição da Próxima Software e Serviços S.A.	16/4/2007	Datasul
Participação em consórcio onde participará em 23,6% no capital da Telecom Itália se tornando a principal acionista da operadora italiana	30/4/2007	Telefonica
Aquisição da Refrigeración Nieto S.A.	30/4/2007	Metal frio Solutions
Aquisição de 50% na participação societária do Shopping Center Galeria	14/5/2007	Iguatemi Empresa de Shopping Centers
Aquisição do Shopping Tamboré	18/5/2007	BR Malls Participações
Aquisição de 80% do CS da YMF Arquitetura Financeira de Negócios S.A.	24/5/2007	Datasul
Aquisição da Transtex S.A.	1/6/2007	American Banknote
Aquisição de 61% de participação societária no Shopping Center Iguatemi Rio	29/6/2007	Iguatemi Empresa de Shopping Centers
Incorporação da Key West Participações S.A. e da C.H.L. XV Incorporações Ltda.	2/7/2007	PDG Realty Empreendimentos e Participações
Aquisição da AVG Mineração S.A.	5/7/2007	MMX Mineração e Metálicos
Incorporação da Tegal - Terminal de Gases Ltda.	10/7/2007	Braskem
Aquisição da Calçados Azaléia S.A.	12/7/2007	Vulcabras
Aquisição da Officer Distribuidora de Produtos de Informática S.A.	13/7/2007	Ideias Net
Incorporação da Yanchep Participações S.A.	16/7/2007	Anhanguera Educacional Participações
Aquisição da Faculdade Atlântico Sul de Pelotas e do Rio Grande	20/7/2007	Anhanguera Educacional Participações
Aquisição da Cia de Fomento Mineral Participações (CFM)	23/7/2007	Cia Siderúrgica Nacional - CSN
Aquisição da Isofilme Indústria e Comércio de Plásticos Ltda.	17/8/2007	Companhia Providência Indústria e Comércio

Aquisição da Inep Sociedade de Ensino Superior, Médio e Fundamental Ltda e da Faculdade Radial de Curitiba Sociedade Ltda.	20/8/2007	Estácio Participações
Aquisição da Sisp Participações S.A.	27/8/2007	Iguatemi Empresa de Shopping Centers
Incorporação da Aerosystems - A Empreendimentos e Participações	11/9/2007	Tam
Incorporação da TP (AES Tietê Participações S.A.)	12/9/2007	AES Tietê
Aquisição da Cooperativa Central de Laticínios de SP	12/9/2007	Eleva Alimentos
Aquisição de 80% do CS da Sociedade Educacional e Cultural de Divinópolis Ltda.	17/9/2007	Kroton Participações
Aquisição de participação societária de 50% na Sueme Metalúrgica Ltda.	18/9/2007	Indústrias JB Duarte
Aquisição do Centro de Ensino Superior de Campo Grande S/S Ltda. e da União da Associação Educacional Sul-Matogrossense Ltda.	1/10/2007	Anhanguera Educacional Participações
Incorporação da Companhia de Navegação das Lagoas e da Companhia de Navegação das Lagoas Norte	2/10/2007	Wilson Sons
Assume o controle da WayTV, operadora de serviços de TV a cabo em quatro cidades de MG	15/10/2007	Oi
Aquisição da Txai Agropecuária e Turismo S.A. e da TX Assessoria e Gerenciamento de Hotéis S.A.	18/10/2007	Invest Tur Brasil - Desenv. Imob. Tur.
Aquisição da empresa Rentech	29/10/2007	Bematech
Aquisição da Mesquita S.A.	1/11/2007	Santos Brasil Participações
Aquisição da Companhia Brasileira de Sandálias S.A.	8/11/2007	São Paulo Alpargatas
Incorporação da Cia Setin de Empreendimentos Imobiliários	12/11/2007	Klabin Segall
Aquisição do Cascavel JL Shopping	13/11/2007	General Shopping Brasil
Aquisição da São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.	14/11/2007	General Shopping Brasil
Aquisição da Goldfarb	21/11/2007	PDG Realty Empreendimentos e Participações
Aquisição da totalidade do capital da Olimpia	26/11/2007	Telefônica
Aquisição de 70% do CS da Midbyte Informática S.A.	26/11/2007	Totvs
Aquisição da Sociedade de Educação Continuada Ltda e da Sociedade Técnica Educacional da Lapa S/C Ltda.	27/11/2007	Estácio Participações
Aquisição da Sale Empreendimentos e Participações Ltda.	28/11/2007	General Shopping Brasil
Incorporação da PPC (Portobello Participações Cerâmicas S.A.) e sua extinção	29/11/2007	Portobello
Aquisição de 70% do CS da TQTV Software Ltda.	29/11/2007	Totvs
Aquisição da Big Foods Indústria de Produtos Alimentícios Ltda.	3/12/2007	Sadia
Aquisição pela Techold Participações S.A (controlada da Brasil Telecom) da Brasilco	5/12/2007	Brasil Telecom
Aquisição da Plusfood Group BV	7/12/2007	BRF - Brasil Foods
Aquisição da Pigmento Editorial S.A.	7/12/2007	Saraiva Livreiros Editores
Aquisição do Instituto de Ensino Superior Senador Fláquer de Santo André Ltda e da Unia Imóveis Administração de Imóveis e Prestação de Serviços Ltda.	10/12/2007	Anhanguera Educacional Participações
Aquisição da BCS Comércio e Serviços de Informática Ltda, BCS - Engenheiros Associados Ltda, BCSflex Comércio e Serviços de Informática Ltda e HBA Informática Ltda.	10/12/2007	Totvs
Aquisição da União Capixaba de Ensino Superior	11/12/2007	Kroton Participações
Aquisição da União Metropolitana de Ensino Paranaense Ltda.	12/12/2007	Kroton Participações

Aquisição da Instituição Educacional Terra da Uva Ltda.	14/12/2007	Kroton Participações
Aquisição da Paggo Empreendimentos S.A.	18/12/2007	Oi
Passa a deter 75% de participação na Sena Holdings Ltda.	21/12/2007	Açúcar Guarani
Incorporação da Cotrasa Comércio de Transportes e Veículos Ltda pela Battistella Veículos Pesados Ltda.	27/12/2007	Battistella Administração e Participações - APABA
Aquisição da AESG - Administração de Ensino Superior de Guarapari Ltda e da SESG - Sociedade de Ensino Superior de Guarapari Ltda.	18/1/2008	Kroton Participações
Aquisição de 75% do CS da Nabec (Nova Associação Brasileira de Educação e Cultura Ltda.)	24/1/2008	Kroton Participações
Aquisição da JAC Indústria Metalúrgica Ltda.	28/1/2008	Indústrias Romi
Aquisição da Drogaria Vison Ltda.	13/2/2008	Drogasil S.A.
Aquisição da Sociedade Educacional Garra Ltda.	18/2/2008	Anhanguera Educacional Participações
Aquisição da Sociedade Educacional de Ensino Superior do Lago Ltda.	21/2/2008	Anhanguera Educacional Participações
Aquisição da Malte Investimentos Imobiliários Ltda.	27/2/2008	Klabin Segall
Aquisição da JGM Consultoria Imobiliária S.A. e Marcos Koenigkon Consultoria Imobiliária S.A.	28/2/2008	Brasil Brokers Participações
Aquisição da Educar - Instituição Educacional S/S Ltda e da Intesc (Instituto Tecnológico de Educação Superior e Pesquisa de Santa Catarina Ltda.	29/2/2008	Anhanguera Educacional Participações
Aquisição da Minerminas Minas Gerais Ltda.	3/3/2008	MMX Mineração e Metálicos
Aquisição de 53,90% das ações ordinárias e 4,27% das ações preferenciais da Telemig Celular Participações pela Vivo Participações S.A. (controlada pela Telefônica S.A.)	4/3/2008	Telefônica
Aquisição de 90% do CS da Tools Arquitetura Financeira de Negócios S.A.	4/3/2008	Datasul
Aquisição da Trema Consultoria de Imóveis Ltda.	5/3/2008	Brasil Brokers Participações
Aquisição da Redentora Consultoria Imobiliária S.A.	6/3/2008	Brasil Brokers Participações
Aquisição da Siciliano S.A.	6/3/2008	Saraiva Livreiros Editores
Incorporação de sua controlada Usina Tanabi Ltda.	14/3/2008	Açúcar Guarani
Aquisição do Complexo Market Place Participações e Empreendimentos Imobiliários Ltda.	18/3/2008	Iguatemi Empresa de Shopping Centers
Aquisição da União Educacional Minas Gerais S/A – Uniminas	28/3/2008	Kroton Participações
Incorporação de sua controlada Nova Flora Participações Ltda.	31/3/2008	Natura Cosméticos
Aquisição da Tele Norte Celular Participações, controladora da Amazônia Celular S.A., passando a operar em mais cinco Estados da Região Norte	3/4/2008	Oi
Aquisição da Sociedade Unificada de Ensino Superior e Cultura S.A. (Suesc)	7/4/2008	Kroton Participações
Aquisição da indústria de alimentos Bongosto Ltda.	7/4/2008	M. Dias Branco Indústria e Comércio de Alimentos
Incorporação da Eleva Alimentos S.A.	11/4/2008	BRF - Brasil Foods
Aquisição da Sociedade Capixaba de Educação Ltda.	14/4/2008	Kroton Participações
Aquisição de 70% do capital da Asacorp Empreendimentos e Participações S.A.	29/4/2008	Agra Empreendimentos Imobiliários
Aquisição do IERC - Instituto de Ensino de Rio Claro e	29/4/2008	Kroton Participações

Representações Ltda.		
Incorporação de sua subsidiária Ferro-Gusa Carajás S.A.	29/4/2008	CVRD
Aquisição da Global Consultoria Imobiliária S.A.	5/5/2008	Brasil Brokers Participações
Aquisição da Sociedade de Ensino Superior Itapecerica da Serra SS Ltda.	7/5/2008	Ananguera Educacional Participações
Aquisição de 80% do CS da Rede Morar S.A.	13/5/2008	Brasil Brokers Participações
Aquisição de 16,79% da Sogecable S.A.	26/5/2008	Telefônica
Aquisição da Sociedade Educacional Sul Santa Catarinense S/S Ltda. (FAENAC) e da Sociedade Brasileira de Ensino Superior Ltda (Fabrai)	30/5/2008	Ananguera Educacional Participações
Aquisição de 70% do CS da Triumphe Consultoria Imobiliária S.A.	6/6/2008	Brasil Brokers Participações
Aquisição da União Terminais e Armazéns Gerais Ltda.	6/6/2008	Ultrapar Participações
Aquisição do CEPEO - Centro de Ensino e Pesquisa Odontológica Ltda.	13/6/2008	Kroton Participações
Aquisição da SBS Engenharia e Construções Ltda.	25/6/2008	Trinfo Participações e Investimentos
Aquisição de 73,9% do CS da Baumhardt Comércio e Participações Ltda.	26/6/2008	Sadia
Incorporação da Unicert Brasil Ltda, pela sua subsidiária Interprint Ltda.	27/6/2008	American Banknote
Incorporação da Fors Holding S.A.	27/6/2008	Paraná Banco
Aquisição da Setware Informática Ltda.	1/7/2008	Totvs
Aquisição da Isa (Interconexión Elétrica S.A.), da Lemig e da APS	3/7/2008	CTEEP _ Companhia de Transmissão de EE Paulista
Aquisição da Misterchef Sistemas de Automação Ltda.	23/7/2008	Bematech
Incorporação das ações do Banco Real e da AAB Dois Par e de subsidiárias integrais do Banco Santander	29/7/2008	Banco Santander Brasil
Aquisição da Logic Controls Inc.	30/7/2008	Bematech
Aquisição das ações da Companhia de Participações Aliança da Bahia, da Companhia de Seguros Aliança Brasil e do BB Banco de Investimentos	5/8/2008	Banco do Brasil
Aquisição da Urion Armazenagem e Operações Portuárias S.A.	6/8/2008	Santos Brasil Participações
Aquisição da Sociedad de Ensiñanza Superior S.A.	14/8/2008	Estácio Participações
Incorporação da Pendipi Participações Ltda, da Javelini Participações Ltda., da Tipori Participações Ltda e da Uniarte Participações Ltda.	15/8/2008	Ananguera Educacional Participações
Incorporação de sua controlada Avícola Industrial Buriti Alegre Ltda.	27/8/2008	Sadia
Aquisição da Sociedade Brasil Central de Educação e Cultura S/S Ltda.	1/9/2008	Ananguera Educacional Participações
Aquisição adicional no capital social da China Netcom Group Corporation Ltd., passando a deter 5,74% do seu capital	9/9/2008	Telefônica
Aquisição do Centro de Ensino Unificado de Taguatinga Ltda.	17/9/2008	Ananguera Educacional Participações
Aquisição da Pioneira Educacional Ltda.	22/9/2008	Ananguera Educacional Participações
Aquisição da Tecval S.A. Válvulas Industriais	30/9/2008	Lupatech
Incorporação de sua controlada Lord Meat Ind. Com. Import. E Export. Ltda	1/10/2008	Minerva
Incorporação da FIT Residencial Empreendimentos Imobiliários Ltda.	3/10/2008	Construtora Tenda
Aquisição da QMRA	3/10/2008	Rede Energia

Aquisição do CS da LFG Business e Participações Ltda.	7/10/2008	Anhanguera Educacional Participações
Incorporação da Cordoaria São Leopoldo Offshore S.A., da Metalúrgica Nova Americana Ltda, da Metalúrgica Ipê Ltda, da CVS Participações Ltda, da K&S Tubular Serviços Ltda, da Gávea Sensors Sistemas de Medição Ltda, da Lupatech Petroima Equipamentos para Petróleo Ltda, da Fiberware Equipamentos e Serviços para Indústria Ltda, da Carbonox Fundição de Precisão Ltda e da TVC Participações Ltda	15/10/2008	Lupatech
Aquisição do controle acionário da IENNE (Interligação Elétrica, Norte e Nordeste S.A.)	16/10/2008	CTEEP _ Companhia de Transmissão de EE Paulista
Incorporação de suas controladas BVSP e Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC)	21/10/2008	BMF Bovespa
Incorporação das ações da Company S.A. (sua subsidiária)	22/10/2008	Brascan Residential Properties
Aquisição da Smithfield Beef	23/10/2008	JBS
Aquisição de 75% do CS da Praetorium (Instituto de Ensino, Pesquisa e Atividades de Extensão em Direito Ltda.)	24/10/2008	SEB - Sistema Educacional Brasileiro
Aquisição da SAE (Serviços de Análises Especializadas Ltda.)	27/10/2008	Medial Saúde
Aquisição da Hemocat Comércio e Importação Ltda e da Biamed Comércio de Materiais Médicos Ltda.	31/10/2008	Cremer
Aquisição da Sepao (Assistência Odontológica Empresarial Ltda.)	31/10/2008	Odontoprev
Aquisição da MayPark (Europa) e de outras empresas do grupo OSI no Brasil	3/11/2008	Mafrig Frigoríficos e Com. de Alim.
Aquisição do grupo LWB	5/11/2008	Magnesita Refratários
Aquisição da Maria Montessori de Educação e Cultura Ltda, da Cultura e Educação de Cotia Ltda e da Unidade de Ensino Superior Montessori de Ibiúna S/C Ltda	7/11/2008	Estácio Participações
Incorporação de suas controladas Delpho Empreendimentos e Participações Ltda e da E-Nova Odontologia Ltda	12/11/2008	Medial Saúde
Incorporação da S.R.J. SPE Empreendimentos e Participações Ltda, da Care Plus Dental Ltda e da Biodent Assistência Odontológica S.A.	12/11/2008	Odontoprev
Aquisição da Fiberware Equipamentos e Serviços para Indústria Ltda	12/11/2008	Lupatech
Incorporação de sua subsidiária Mineração Onça Puma S.A. (MOP)	13/11/2008	CVRD
Aquisição da Esso Brasileira de Petróleo Ltda	1/12/2008	Cosan Indústria e Comércio
Incorporação da Metrus	4/12/2008	Forjas Taurus
Aquisição da Tupan Energia Elétrica S.A. e da Hidropower Energia S.A.	5/12/2008	Tractebel Energia
Aquisição da Tecon Salvador S.A.	9/12/2008	Wilson Sons
Aquisição da Concima Participações	16/12/2008	Cyrela Brasil Realty
Aquisição da Odontoprev Ltda (Adcon - Administradora de Convênios Odontológicos Ltda)	18/12/2008	Odontoprev
Aquisição do controle acionário da Zamproгна S.A.	18/12/2008	Usiminas
Aquisição de 60% do CS da Corporación Sidenor S.A. (Espanha)	19/12/2008	Gerdau
Aquisição da Norpatagônica S.R.L.	19/12/2008	Lupatech
Incorporação da EDRJ91 Participações Ltda e da Murkden Participações Ltda	19/12/2008	Magnesita Refratários

Aquisição de 51% do CS da CNNET Soluções em Informática e Agência de Viagens e Turismo Ltda	22/12/2008	Bematech
Aquisição da Eólica Beberibe S.A. pela sua controlada Gama Participações Ltda da Hidrelétrica Areia Branca S.A. e da Econergy Brasil Serviços Corporativos Ltda.	22/12/2008	Tractebel Energia
Aquisição do controle acionário do Banco Nossa Caixa	22/12/2008	Banco do Brasil
Incorporação da Promovac Distribuidora de Vacinas Ltda	22/12/2008	Profarma
Aquisição de ações da Companhia de Telecomunicações do Chile S.A., passando a deter 96,75% do seu capital social	25/12/2008	Telefônica
Aquisição da BIGTV (TV por assinatura e internet banda larga)	29/12/2008	Net

## APÊNDICE B – FATOS RELEVANTES DA AMOSTRA 2

Fatos Relevantes	Data da Publicação	Empresa
Transferência do controle acionário para a Telesp Celular Participações S.A.	24/3/2003	Tele Centro Oeste Celular Participações
Venda da quase totalidade das ações da Oi pela Tele Norte Leste para a Telemar (unindo telefonia móvel com fixa)	30/5/2003	Oi
Transferência de suas ações na Riocell S.A. para a Aracruz	30/5/2003	Klabin
Camargo Corrêa S.A. passou a deter 45,31% do seu CS	18/6/2003	Santista Têxtil
CVRD assume o controle de 60,2% de seu CS.	3/9/2003	Caemi Mineração e Metalurgia
Transferência da Celpe para a Guaraniana S.A.	17/10/2003	Cia Energética de Pernambuco – Celpe
Cisão de sua controlada Odebrecht Química S.A.	9/12/2003	Braskem
Passa o controle acionário de sua controlada Villares Metals para a Böhler Uddeholm AG.	23/12/2003	Aços Villares
Cisão parcial da Belgo Mineira Participação Indústria e Comércio S.A. (sua controlada)	12/1/2004	Arcelor Brasil
Transferência para a SVM Participações e Empreendimentos Ltda da sua controlada Companhia Elétrica do Maranhão (CEMAR)	3/2/2004	Centrais Elétricas Brasileiras
Incorporada pela Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	1/7/2004	Companhia Suzano de Papel e Celulose
Incorporada pela Tim Participações S.A.	30/8/2004	Tele Nordeste Celular Participações
Venda de 82% do CS da Pará Pigmentos S.A. para sua controlada Caemi Mineração e Metalurgia S.A.	20/10/2004	CVRD
Transferência para a Neoenergia S.A. de 42% do CS da Itapebi Geração de Energia S.A.	24/11/2004	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia – Coelba
Adquirida pela Cemig	23/12/2004	Rede Energia
Sudestececel Participações S.A. passa a controlar 22,080% do seu CS	31/1/2005	Tele Leste Celular Participações
Adquirida pela Cargil Agrícola S.A.	28/2/2005	Seara Alimentos
Cisão parcial da Ferroban (sua controlada) e incorporação pela FCA - Ferrovia Centro Atlântico S.A.	14/3/2005	ALL - América Latina Logística Malha Paulista
Incorporada pela Timpart	30/5/2005	Tim Nordeste Telecomunicações
Venda de sua participação acionária ns Quebec Cartier Mining Company (QCM)	9/6/2005	Caemi Mineração e Metalurgia
Arcelor passa a controlar 94,7% do capital votante e 72,8% do capital total	10/6/2005	Companhia Siderúrgica de Tubarão – CST
Cisão parcial	30/6/2005	Escelsa
VCP e Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. adquirem seu controle acionário	20/7/2005	Ripasa Celulose e Papel
Cisão da Contax Participações, antiga subsidiária de Call Center da Tele Norte Leste	19/8/2005	Oi

Cisão parcial com a criação de uma nova sociedade - Investluz S.A.	13/9/2005	Ampla Energia e Serviços
As ações da Corporación Sidenor S.A. detentora de 58,44% do CS da Aços Villares, foram todas compradas pelas Indústrias Fêrricas del Norte Inversiones S.L.	15/12/2005	Aços Villares
Cisão parcial da SVM Participações e Empreendimentos Ltda sua controlada	7/3/2006	Companhia Energética do Maranhão – Cemar
Convertido em subsidiária integral do Banco ABN AMRO Real	8/3/2006	Banco Sudameris Brasil
Incorporada pela Multibrás	28/3/2006	Embrasco - Empresa Brasil. Compres.
Incorporada pela Nova Embraer	31/3/2006	Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica
Adquirida pela International Automitive Components Group Brazil LLC	12/4/2006	Plascar Participações Industriais
Aquisição da Fondelec e Funcef (controladas) pela Sobrapar	20/4/2006	Energisa - MG Distrib. de EE
Transferência de suas ações para a Sabricorp Participações Ltda.	27/6/2006	Ampla Energia e Serviços
Transferência para a Newco de 86,71% do seu CS e de 55% do seu capital votante.	24/7/2006	Bombril
Transferência de suas ações para a RME - Rio Minas Energia Participações S.A.	10/8/2006	Cia Energética de MG – Cemig
Transferência de suas ações para a RME - Rio Minas Energia Participações S.A.	10/8/2006	Light
Cisão da Minas-Rio para duas novas sociedades: LLX Minas-Rio Logística Ltda e LLX Porto do Açú Ltda.	22/3/2007	MMX Mineração e Metálicos
Cisão parcial formando a Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações	12/4/2007	Cyrela Brazil Realty Empreendimentos e Participações
Venda de sua controlada Granóleo S.A. Comércio e Indústria de Sementes Oleag. e Derivados	29/6/2007	Eleva Alimentos
Cisão parcial de sua controlada AES Tietê Participações S.A. e incorporação do patrimônio cindido	12/9/2007	Companhia Brasileira de Energia
Cisão parcial incorporada pela Amaro & Aviation Participações Ltda.	11/10/2007	Tam
Adquirida pela Ultrapar Participações S.A.	12/11/2007	Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga
Venda da Way TV Belo Horizonte S.A. para a TNL PCS Participações S.A.	14/11/2007	Cia Energética de MG – Cemig
Incorporada pela Synteco Produtos Químicos S.A.	3/12/2007	GPC Participações
Adquirida pela PCP Latin America Powerfund Ltda.	21/12/2007	Equatorial Energia
Agoult Participações Ltda (sua controladora) vendeu 56% do seu CS para a Bertin S.A.	28/2/2008	Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor
Transferência de controle da Petroflex Indústria e Comércio S.A. (controlada)	1/4/2008	Braskem
Transferência para a Lanxen de 69,68% do seu CS	1/4/2008	Petroflex Indústria e Comércio
Controle societário adquirido pela Vivo Participações S.A.	3/4/2008	Telemig Celular

Cisão parcial de sua controlada Market Place	24/4/2008	Iguatemi Empresa de Shopping Centers
Passou a ser controlada 60% pela Unipar, 8,1% pela Petroquisa e 31,9% pela Petrobrás	11/6/2008	Quattor Petroquímica
Cisão parcial e incorporação pela Ironx Mineração S.A. e pela LLX Logística S.A.	19/6/2008	MMX Mineração e Metálicos
Venda para a Rede Energia S.A. de toda a sua participação no capital da QMRA Participações	3/10/2008	Inepar Energia
Alienação da totalidade das quotas de sua controlada União Terminais e Armazéns Gerais Ltda	13/10/2008	Unipar
Venda da sua controlada Masaflex Indústria e Comércio Ltda.	15/10/2008	Indústrias JB Duarte
Incorporada pela Brascan Residential Properties S.A.	22/10/2008	Company
Venda de 54% de suas ações da MVC (sua controlada) para a Artecole Templásticos Ltda.	4/11/2008	Marcopolo
Transferência de todas as suas quotas na Lexington para a Tequimar	18/11/2008	Unipar

## APÊNDICE C - PESQUISAS EMPÍRICAS SOBRE HME

Artigo	Autor	Data	Local	Rejeita/Aceita HME	Tipo de Eficiência
Eficiência fraca, efeito dia-da-semana, e efeito feriado no mercado acionário brasileiro: uma análise empírica, sistemática e robusta	BONE, R. B.; RIBEIRO, E. P.	Jan-abr/2002	RAC, v. 6, n.1, p. 19-37	Rejeita	
Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais	KIMURA, H.	Jan-jun/2003	RAE eletrônica, v. 2, n. 1	Aceita	Semi-forte
Eficiência dos mercados futuros: um estudo utilizando testes de cointegração para commodities agrícolas	AMADO, C. F. P.; CARMONA, C. U. M.	Set/2003	XXVII Enanpad, 27º anais ANPAD Fin1598, 16p.	Aceita	Fraca
Eficiência no mercado de ações latino-americano: contribuição da teoria do caos	CERETTA, P. S.	Set/2003	XXVII Enanpad, 27º anais ANPAD Fin2318, 16p.	Rejeita	
Um estudo sobre a relevância das companhias abertas para a associação brasileira dos analistas do mercado de capitais	COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P. R. S.	Set/2003	XXVII Enanpad, 27º anais ANPAD Fin510, 16p.	Aceita	Semi-forte
Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes	LIMA, L. A. O.	Out-dez/2003	Revista de Economia Política, v. 23, n. 4 (92) 42p.	Rejeita	
Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais	RABELO JR., T. S.; IKEDA, R. H.	Jan-abr/2004	Revista de Contabilidade e Finanças – USP, n. 34, p. 97-107	Rejeita	
Retornos passados prevêm retornos futuros?	MINARDI, A. M. A.,F.	Jul-dez/2004	RAE eletrônica – FGV, SP, v. 3, n. 2, art. 14	Rejeita	
O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro	TEIXEIRA, A. J. C.; LOPES, A. B.; SARLO NETO, A.; LOSS, L.	Jan-abr/2005	Revista de Contabilidade e Finanças – USP, n. 37, p. 46-58	Aceita	Semi-forte
Análise empírica do retorno acionário anormal e da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994-2001	CAMARGOS M. A.; BARBOSA, F. V.	Set/2005	XXIX Enanpad, 29º anais ANPAD Fic- c2443, 16p.	Aceita	Semi-forte
Emissões públicas de ações, volatilidade e <i>insider information</i> na Bovespa	MEDEIROS, O. R.; MATSUMOTO, A. S.	Jan-abr/2006	Revista de Contabilidade e Finanças – USP, n. 40, p. 25-36.	Aceita	Forte
Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-plano real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições	CAMARGOS M. A.; BARBOSA, F. V.	Jan-mar/2006	Revista de Administração da USP (RAUSP), v. 41, n. 1, p. 43-58.	Rejeita	
Análise do “efeito tamanho” nos retornos das ações de empresas listadas na Bovespa	ANTUNES, G. A.; BRESSAN, A. A.; LAMOUNIER W. M.	Jan-abr/2006	Revista de Contabilidade e Finanças – USP, n. 40, p. 87-101	Aceita	Semi-forte
Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação	TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N.	Set-dez/2006	Revista de Contabilidade e Finanças – USP, n.	Aceita	Semi-forte

das informações contábeis			42, p. 35-49		
Estudo empírico sobre a eficiência da carteira teórica do índice Bovespa	NAKAMURA, W. T.	Maio/1997	Revista de Administração Makenzie, ano 1, n. 1, p. 67-81	Aceita	Semi-forte
Alterações de <i>ratings</i> de países emergentes e efeitos no IBX.	TAVARES, R. M. S, MORENO, R.	Set/2007	XXXI Enanpad, 31º anais ANPAD 16p.	Aceita	Semi-forte
Teste empírico da eficiência do mercado brasileiro na ocorrência de eventos favoráveis e desfavoráveis	BARBOSA, G. C.; MEDEIROS, O. R.	Out-dez/2007	Revista de negócios, Blumenau, v. 12, n. 4, p. 44-54	Rejeita	
Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994-2001	CAMARGOS M. A.; BARBOSA, F. V.	Out-dez/2007	Rausp, v. 42, n. 4.	Rejeita	