

FUSÕES E AQUISIÇÕES: UM ESTUDO BIBLIOGRÁFICO DA CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA

*Tadeu Grando**

Resumo

Este artigo visa proporcionar um melhor entendimento do processo de fusões e aquisições. Através de uma pesquisa bibliográfica, foram descritos alguns conceitos, evolução, tipos, formas e motivos subjacentes destas operações. Foram expostos estudos nacionais e internacionais sobre o tema, com o objetivo de verificar qual foi o impacto das fusões e aquisições no valor para os acionistas. Nos temas nacionais encontraram-se conclusões divergentes quanto à criação ou não de valor nestas operações. Nos trabalhos onde houve criação de valor, o desacordo está em quem conseguiu maiores retornos, se foram os acionistas adquirentes ou adquiridos. Nos estudos internacionais, para a maioria dos autores, as fusões e aquisições ocasionaram ganhos anormais embora os motivos dos ganhos sejam divergentes, os ganhos maiores foram atribuídos às empresas adquiridas. Diante dos resultados opostos das pesquisas avaliadas, foram mencionados conflitos geralmente existentes nestas operações que precisam ser bem geridos/conduzidos pelos executivos/proprietários das empresas envolvidas para o sucesso destas operações. Fusões e Aquisições são processos complexos, em que sucesso depende de um conjunto de fatores, especialmente ligados ao processo de integração das empresas, momento de mercado, período do estudo, características das empresas e motivos subjacentes, pois todos esses fatores influenciam tanto nos ganhos para os acionistas como nos resultados econômico-financeiros das empresas.

Palavras-chave: Fusões. Aquisições. Criação de Valor.

1 Introdução

Há muito tempo as fusões e aquisições fazem parte do panorama corporativo das empresas, com ampla importância na realocação de recursos na economia e na execução de estratégias corporativas de expansão, pois se constituem como alternativas interessantes para adequação do porte e da estrutura organizacional das empresas ao mercado e a conjuntura econômica mundial.

As fusões ocorrem quando duas empresas se combinam para a criação de uma única empresa (WESTON; BRIGHAN, 2000). As aquisições ocorrem, segundo Gitman

* Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).
E-mail: <mtadeugrando@bol.com.br>.

(2004), quando duas ou mais empresas se unem e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas, normalmente os ativos e os passivos da empresa menor são incorporadas aos da maior.

As ocorrências de fusões e aquisições são caracterizadas por ondas, os movimentos de fusões e aquisições parecem ocorrer especialmente em situações de grande crescimento econômico e são impulsionados por modificações substanciais nas tecnologias e no ambiente (MATIAS; BARRETO; GORGATI, 1996). No Brasil, segundo dados da PWC (2012), as fusões e aquisições bateram recorde no número de operações em 2010, analisando os dados do primeiro trimestre de 2012, as operações vêm se mantendo aquecidas.

De acordo com Ross, Westerfiel e Jaffe (1995), os tipos de fusões e aquisições podem ser horizontais, verticais e conglomerados. As horizontais são caracterizadas por empresas do mesmo segmento, as verticais da união entre empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva e os conglomerados quando envolvem empresas de atividades não relacionadas.

A literatura de finanças e estratégia nos apresenta uma série de bons motivos para realização das fusões e aquisições. Para Gitman (2004), o principal motivo para as empresas se unirem é a criação de valor para os acionistas/proprietários, que reflete no preço da ação das empresas. Neste contexto, o objetivo deste artigo é proporcionar um melhor entendimento sobre as atividades de fusões e aquisições, através de uma pesquisa bibliográfica, relatando qual foi o impacto das fusões e aquisições na riqueza para os acionistas em nível nacional e internacional, além de procurar entender os fatores-chaves para o sucesso de tais operações.

Quanto à elaboração do artigo, apresenta-se a seguinte estrutura: além da introdução, na seção 2, abordam-se os conceitos, evolução (ondas), tipos, formas e motivos subjacentes das fusões e aquisições. No item 3, aborda-se a metodologia aplicada para realização do estudo, a parte 4 dedica-se aos resultados das pesquisas já existentes sobre o tema. Na seção 5, têm-se as conclusões e após as referências utilizadas no artigo.

2 Fundamentação teórica

2.1 Conceitos e Evolução das Fusões e Aquisições

Conforme a Lei das Sociedades Anônimas, Nº 6404/76 “fusão é a operação pela qual unem-se duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. A aquisição é quando uma das sociedades compra a outra, sucedendo-a em todos os direitos e obrigações”.

Ross, Weaterfield e Jaffe (1995) destacam que na fusão ou consolidação as empresas envolvidas usualmente têm porte semelhante e combinam-se mediante uma simples permuta de ações dando origem a outra empresa. Já na aquisição ocorre a compra de uma empresa pela outra, e somente uma delas mantém a identidade.

Segundo Camargos e Barbosa (2003), entre fusões e aquisições pode-se atribuir algumas distinções básicas, em uma fusão existe a criação de uma nova empresa, no entanto na aquisição uma das empresas envolvidas mantém sua identidade jurídica. Na fusão o pagamento é simplesmente uma permuta de ações, já na aquisição o pagamento pode ser em títulos, ações ou dinheiro, na fusão geralmente as empresas são do mesmo setor, enquanto nas aquisições é corriqueiro as empresas serem de setores diferentes.

Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy (2009) argumentam que fusões geralmente ocorrem em ondas, dirigidas por uma necessidade de reestruturação em face de choques econômicos e tecnológicos. Camargo e Barbosa (2003) apresentaram quatro ondas envolvendo a evolução dos processos de fusões e aquisições, baseadas principalmente no mercado norte-americano, as quais desempenharam papel relevante em âmbito mundial, nos quesitos concentração de capital, reestruturação patrimonial e no crescimento e consolidação de setores econômicos. No quadro 1, apresentam-se as quatro ondas de fusões e aquisições nos EUA.

Quadro 1 – As ondas de fusões e aquisições

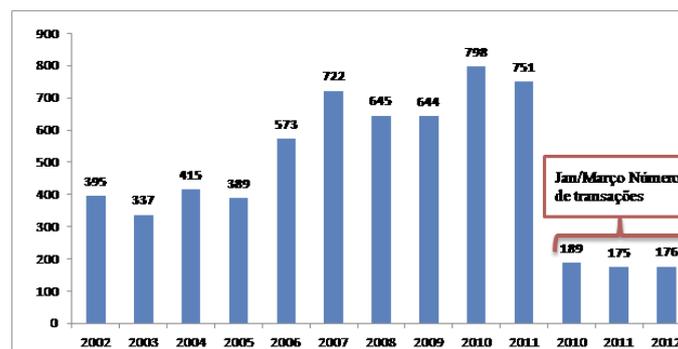
Onda	Características
The Great Merger Wave (1887-1904)	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883 perdurou até a depressão de 1904. Teve como características predominantes: as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.
The Merger Movement (1916-1929)	O boom do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por leis antitruste. Esta onda foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio (STIGLER, 1950).
The 1960s Conglomerate Merger Wave	Predominaram as fusões que visavam à diversificação do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste em 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo boom do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&As desta onda fracassaram, porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, pois ignorara o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996).
The Wave of the 1980s	Foi caracterizado pela expansão/crescimento empresarial, especialmente via aquisições, que ocorreu pela razão do baixo valor das ações no mercado na época, desse modo tornando as aquisições a maneira mais viável de crescimento. O crash da Bolsa de Nova York, em outubro de 1987, possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas de mesmo porte, diferentemente das demais ondas, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de takeovers. O boom das F&As dos anos 80 na economia norte-americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 90 esta atividade pôde ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e mudanças tecnológicas (TRICHES, 1996).

Fonte: CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 18-19.

No Brasil o número de fusões e aquisições vem aumentando nos últimos anos, de acordo com Barros (2003), as últimas décadas do século XX foram assinaladas por uma crescente nessas operações. Um dos fatores para o aumento desse tipo de operação deve-se as aquisições financiadas por caixas e ações das empresas durante o crescimento do mercado acionário, outro motivo foi a relação do aumento da entrada de capital estrangeiro no Brasil.

Analisando os dados da PWC (2012), as fusões e aquisições em 2010 bateram o recorde anual de operações. Considerando o primeiro trimestre de 2012, o número de operações vem se mantendo um pouco superior a 2011, mas ainda inferior a 2010. No gráfico 1, apresentam-se as ocorrências de fusões e aquisições no Brasil.

Gráfico 1 – Ocorrências de fusões e Aquisições no Brasil



Fonte: Elaborado pelos autores, adaptado a PWC fusões e aquisições no Brasil, 2012.

Segundo a PWC (2012), o interesse do investidor estrangeiro no país vem aumentando devido a incertezas encontradas nos mercados internacionais, nas fusões e aquisições de 2012 os investidores estrangeiros têm tido maior participação nos negócios em relação a 2011, esta situação deverá aumentar nos próximos meses devido à perspectiva de crescimento do país, bem como oportunidades multissetoriais de consolidação.

2.2 Tipos Formas e os Motivos Subjacentes das Fusões e Aquisições

Conforme Ross, Westerfiel e Jaffe (1995), os tipos de fusões e aquisições podem ser horizontais, verticais e conglomerados.

Horizontais: é a união entre empresas do mesmo segmento, geralmente concorrentes;

Vertical: quando derivam da união entre empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima em direção aos fornecedores, ou para baixo em direção aos distribuidores;

Conglomerado: é quando envolvem empresas de atividades não relacionadas, tendo a diversificação de investimento como principal objetivo.

No quadro 2, apresentam-se os tipos, as definições e objetivos das fusões e aquisições.

Quadro 2 - Tipos, definições e objetivos das fusões e aquisições

Tipo	Definição	Possíveis Objetivos
Horizontal	Fusões dentro de uma mesma indústria ou segmento.	Obter economias de escala e escopo; Elevação do market-share; Entrar rapidamente em novas regiões.
Vertical	Fusões de empresas que estão à frente ou atrás da cadeia produtiva.	Maior controle sobre as atividades; Proteção do investimento principal; Maior facilidade na distribuição dos produtos; Assegurar matérias-primas (eventualmente a custos mais baixos).
Concêntrica	Fusões de empresas com produtos ou serviços não similares que apresentam algum tipo de sinergia.	Diminuição dos custos de distribuição; Diversificação do risco; Adquirir rapidamente o know-how no setor; Ampliar a linha de produtos; Entrar em novos mercados.
Conglomerado Puro	Fusões sem qualquer tipo de sinergia.	Diversificação do risco; Aproveitar as oportunidades de investimento.

Fonte: BNDS, 1999, p. 2.

De acordo com Salgado (2010), as fusões e aquisições podem ser conduzidas de forma amigável ou hostil.

Amigáveis: são caracterizadas por uma mudança na propriedade corporativa sem consequente mudança no controle administrativo;

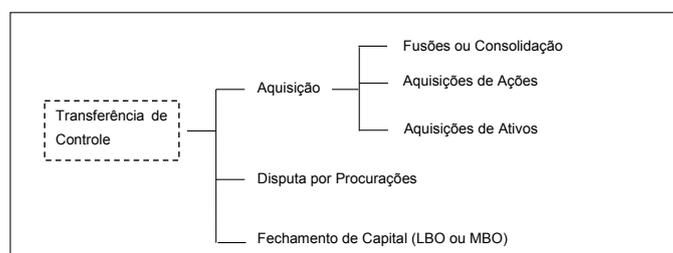
Hostis: seria uma tomada de controle não solicitada, tendo como resultado a mudança do controle administrativo da empresa-alvo.

Camargos e Barbosa (2003) salientam três mecanismos para se tomar o controle nos processos de fusão e aquisição:

Brigas por procuração: é o mecanismo mais incerto e caro, e o menos utilizado, necessita aprovação de dirigentes e controladores da empresa, o que é dificultado pelos estatutos.

Compra direta de ações: compra do número mínimo de ações para assumir o controle da empresa-alvo.

Fusão: aquisição comumente paga via ações da firma adquirente, mais do que em dinheiro. É o mecanismo mais eficiente para o alcance do controle corporativo, é desejável sobre o aspecto do bem-estar econômico, por evitar falências. As formas de transferência e controle serão apresentadas no quadro 3.

Quadro 3 - Formas de transferência e controle

Fonte: Adaptado de Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 589).

A literatura de finanças e estratégia traz uma série de boas razões para a realização de fusões e aquisições. De acordo com uma pesquisa da FGV com empresas brasileiras em 2004, evidenciou-se na amostra pesquisada que reagir ou se antecipar a um

movimento dos concorrentes é o primeiro motivo para uma empresa buscar um processo de fusão ou aquisição. A segunda razão é o surgimento de novos entrantes ou produtos e serviços substitutos, a terceira é a necessidade de criar economias de escala. É importante salientar que esses fatores constituem razões estratégicas. Outros fatores secundários ressaltados são razões políticas, institucionais, influência dos acionistas, etc.

Os motivos, segundo Ceausescu (2008), que levam uma empresa a optar pela estratégia de fusões e aquisições podem ser observados sob dois pontos de vistas:

Primeiro: dos vendedores, é a necessidade de conseguir reduções de custos via economias de escala e o acesso a melhores recursos possuídos pela empresa adquirente, além do possível aumento na geração de valor da empresa;

Segundo: dos compradores, a opção por esta estratégia pode ser impulsionada pela necessidade de aumento da geração de valor e a criação de sinergias operacionais, além do aumento da participação no mercado, à redução do número de concorrentes e a entrada em novos mercados, assim como a possibilidade de diversificação através de novos produtos e serviços.

3 Metodologia

De acordo com Silva (2005), a metodologia pode ser entendida como uma especialidade que estuda a origem, natureza, métodos e limites do conhecimento, observando os critérios que orientam a pesquisa.

A pesquisa bibliográfica, de acordo com Gil (2010, p. 50), “é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”. Para a realização deste artigo, utilizou-se o método de pesquisa bibliográfica, pois foi realizado através de levantamento de dados já analisados e publicados por meios escritos e eletrônicos, como livros e artigos.

De acordo com Gil (2010), a pesquisa bibliográfica é indispensável nos estudos históricos, como é o caso deste artigo que trata dos conceitos, evolução, tipos e motivos das fusões e aquisições, além de estudos do impacto destas operações na geração de valor para os acionistas.

4 Análise dos resultados

4.1 Temas nacionais do impacto das fusões e aquisições no valor para os acionistas

A importância das operações de fusões e aquisições no cenário econômico nacional é incontestável, seja pelo número crescente de ocorrências, ou pelo valor considerável que envolve tais operações. Diante disso, muitos estudos vêm sendo realizados visando à compreensão do assunto. Apresentam-se neste tópico alguns trabalhos que tratam diretamente ou indiretamente sobre a criação de valor para os acionistas nestas operações.

O objetivo de Camargos e Barbosa (2003) foi proporcionar o entendimento sobre o tema e a maneira que pode ser abordado empiricamente à teoria das fusões e aquisições. Para isso foram descritos alguns aspectos teóricos intrínsecos à atividade de fusões e aquisições, seus fundamentos e motivos subjacentes.

As evidências sugerem que as fusões e aquisições ocorrem com base tanto na maximização da riqueza dos acionistas quanto na utilidade gerencial, podendo ou não existir sinergismo nessas operações. A informação nova que é liberada para o mercado gera retornos anormais positivos, as firmas de maior porte são as que recebem maiores ganhos.

Junior (2008) objetivou em sua pesquisa investigar as operações de fusões e aquisições observadas entre empresas brasileiras, no período de 2002 a 2006, em que ao menos uma das empresas se encontrasse listada na Bovespa. Para tanto, extraiu-se uma amostra de 101 anúncios envolvendo 104 operações. Quanto a metodologia, utilizou-se o estudo de caso.

O autor concluiu que os anúncios das operações resultaram em retornos anormais positivos para os acionistas das empresas adquirentes e adquiridas, porém em níveis diferentes. Os acionistas preferencialistas das empresas adquirentes tiveram retornos maiores em relação aos demais. Ao se avaliar contabilmente a performance das firmas combinadas, as expectativas do mercado em termos de lucros anormais não foram comprovadas.

No artigo de Camargos e Barbosa (2009), cujo objetivo foi avaliar se as fusões e aquisições de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas, os autores buscaram identificar a existência de correlação entre três medidas utilizadas de criação de valor, com vista a justificar o seu uso como *proxies* alternativas do desempenho empresarial. Foi realizado um estudo descritivo utilizando os testes Wilcoxon Signed Rank Test e do Rank Test para analisar dados trimestrais de 72 processos de F&A's ocorridos entre janeiro/96 e dezembro/04.

Camargos e Barbosa (2009) concluíram que as F&A's criaram sinergias operacionais após a combinação, as empresas adquirentes apresentaram maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias quando comparadas com empresas adquiridas e fusionadas. Por fim, as fusões e aquisições resultaram em sinergias operacionais e na criação de valor das empresas pesquisadas e na riqueza dos acionistas.

Nascimento (2010), teve como objetivo fundamental relacionar as estratégias de crescimento (fusões, aquisições ou crescimento orgânico) com o desempenho da empresa identificada como geradora do maior retorno ao acionista no período de 1999 a 2009.

Para isso, a autora usou as cinco maiores empresas de mineração de acordo com o valor de mercado e dentre estas selecionou-se a empresa que acrescentou mais valor ao acionista ao longo dos últimos dez anos, além de ter mapeado e identificado a principal estratégia de crescimento utilizada pela empresa. A pesquisa utilizou testes estatísticos com dados empíricos e informações contábeis das empresas relacionadas.

A autora concluiu que o mercado precificou os eventos de fusões e aquisições indicados positivamente e que essa foi a principal estratégia utilizada para valorização das empresas de mineração, propiciando assim uma indicação da estratégia mais eficiente para a criação de valor aos acionistas nestas empresas.

Batista e Minardi (2010) tiveram como objetivo investigar se o fato das aquisições acontecerem em momentos de alta (ações superavaliadas) ou baixa (ações subavaliadas), influenciou no desempenho de operações de fusões e aquisições. Foi analisado 110 operações no Brasil ocorridas entre 1993 e 2007.

A metodologia empregada consiste em testes de diferença de média e regressões robustas a heterocedasticidade, controlando-se por outras variáveis que influenciam o desempenho das fusões e aquisições. Os resultados indicam que o grau de valoração na ocasião do anúncio do negócio influencia no desempenho das ações da compradora no curto e no longo prazo. Foram encontradas evidências de que as aquisições realizadas em momento de baixa valoração têm desempenho superior ao mercado no curto prazo, mas inferior ao mercado no longo prazo. Sendo estas evidências contrárias às encontradas na literatura para os Estados Unidos e Reino Unido.

O trabalho de Castro (2010) objetivou avaliar os processos de fusão e aquisição como estratégia de crescimento e identificar a criação de valor, além das características conceituais fundamentais e aspectos críticos para criação de valor. A metodologia aplicada foi um estudo de caso com três operações, Itaú e Unibanco, Sadia e Perdigão e a compra da Aracruz pela VCP.

No caso do Itaú e Unibanco os índices de rentabilidade decresceram se comparados ao índice históricos do Itaú, porém são melhores dos apresentados pelo Unibanco. Com relação à Aracruz e VCP a análise dos indicadores de desempenho das empresas não permite visualizar melhor desempenho em 2009. Para a *Brasil Foods*, os resultados em termos de lucratividade não apresentam desempenho favorável no ano de 2009. Cabe ressaltar neste caso que os dados refletem o desempenho financeiro em prazos curtos, seis meses no caso da BRF, e um ano no caso da Aracruz e do Itaú.

Pinheiro (2010) objetivou analisar os retornos anormais de fusões e aquisições no Brasil e verificar se os mesmos podem ser explicados por características das empresas. O trabalho contemplou operações do período de 1997 a 2009, analisando os retornos anormais em fusões e aquisições em diferentes sub-períodos, permitindo avaliar se houve alterações ao longo do tempo.

Os resultados indicam que os retornos anormais de ambas as empresas são positivos e estatisticamente significantes, sendo que os da firma adquirida são maiores do que os da adquirente.

Quinteiros, Oliveira e Barbosa (2011) apresentaram um estudo sobre o impacto da fusão do Banco Itaú e Unibanco sobre o valor das ações da nova empresa (ITUB4) no seu primeiro ano de negociação, com o objetivo de verificar se essa ação possibilitou aos seus investidores ganhos superiores à média do mercado medida pelo índice Bovespa.

Os autores fizeram uma comparação do comportamento de ITUB4 em relação à ação preferencial do Banco Bradesco – BBDC4. Esses valores foram comparados por meio de cálculo da correlação e do teste t. Os resultados demonstram que as ações do ITUB4 não geraram resultados superiores à média de mercado no período estudado. Somente permitiram resultados superiores à variação do IBOV e de BBDC4 para estratégias especulativas, caracterizadas por operações de compra e venda em curto prazo.

Silva (2011) abordou uma proposta embasada numa pesquisa bibliográfica, utilizando-se de dois caminhos essenciais para o sucesso de qualquer processo de fusão e aquisição: a estratégia adotada e a criação de valor.

Do ponto de vista de criação de valor, o autor afirma que as operações de fusões e aquisições valorizam as ações das organizações, mas devemos ter o cuidado nas análises de curto prazo, diversos estudiosos preferem associar esta análise ao longo prazo sobre o ponto de vista estratégico. No quadro 4, é apresentado o resumo de

trabalhos nacionais sobre o impacto das fusões e aquisições no valor para os acionistas de 2001 até 2006.

Quadro 4 – Resumo Trabalhos Nacionais 2001 até 2006

Autores / Ano	Amostra	Dados / Período	Conclusão
Rocha, Iooty, Ferraz (2001)	120 F&A's	Contábeis Anuais 1990/ 1997	Não há diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro após a F&A.
Matias e Pasin (2001)	22 F&A's	Contábeis Anuais	Grande parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas, com conseqüente aumento na rentabilidade, comprovando a existência de sinergias em F&A's.
Pasin (2002)	15 F&A'S	Contábeis Anuais 1996/ 1999	Os ganhos decorrentes de sinergias, integração entre empresas e melhor gestão administrativa em processos de F&A contribuíram para a redução de despesas das empresas.
Camargos e Barbosa (2005)	22 F&A's	Contábeis Anuais	Identificaram uma piora na situação financeira das empresas analisadas, uma melhora na situação econômica após a combinação e ganhos com sinergias operacionais e gerenciais.
Gomes, Aidar e Videira (2006)	120 F&A's	Contábeis Anuais 1998 a 2004	Existem claros sinais de aumento de lucratividade para toda a indústria, mas com mais vigor nas participantes em F&A's.

Fonte: CAMARGOS; BARBOSA, 2009, p. 210.

No quadro 5, demonstra-se um resumo dos estudos nacionais abordados neste artigo, com seus objetivos e conclusões.

Quadro 5 – Resumo Estudos Nacionais Abordados no Artigo

Autor	Ano	Objetivo	Resultado
Camargos, Barbosa	2003	Entendimento do tema e maneira que pode ser abordado empiricamente.	Informação que é liberada pelo mercado gera retornos anormais, as firmas de maior porte apresentam maiores retornos, operações que visem somente à diversificação não são alternativas racionais de desempenho.
Junior	2008	O objetivo da pesquisa consiste em investigar as operações de fusões e aquisições observadas entre empresas abertas brasileiras no período de 2002 a 2006.	O autor concluiu que os anúncios das operações resultaram em retornos anormais positivos para os acionistas das empresas adquirentes e adquiridas, porém em níveis diferentes. Os acionistas preferencialistas das empresas adquirentes tiveram retornos maiores em relação aos demais. Ao se avaliar contabilmente a performance das firmas combinadas, as expectativas do mercado em termos de lucros anormais não foram comprovadas.

Camargos, Barbosa	2009	Avaliar se as fusões e aquisições de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas.	Os autores concluíram que as F&A's criaram sinergias operacionais após a combinação, as empresas adquirentes apresentaram maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias quando comparadas com empresas adquiridas e fusionadas.
Nascimento	2010	O objetivo fundamental foi relacionar as estratégias de crescimento das empresas de mineração (fusões, aquisições ou crescimento orgânico) com o desempenho da empresa identificada como geradora do maior retorno ao acionista no período de 1999 a 2009.	A autora conclui que o mercado precificou os eventos de fusões e aquisições indicados positivamente e que essa foi a principal estratégia utilizada para valorização das empresas de mineração.
Batista e Minardi	2010	Tiveram como objetivo investigar se o fato das fusões e aquisições acontecerem em momentos de alta (ações superavaliadas) ou baixa (ações subavaliadas) influenciou no desempenho destas operações.	Os resultados indicam que a situação do mercado na ocasião do anúncio do negócio influencia no desempenho das ações da compradora no curto e no longo prazo. Foram encontradas evidências de que as aquisições realizadas em momento de baixa valoração têm desempenho superior ao mercado no curto prazo, mas inferior ao mercado no longo prazo. Sendo estas evidências contrárias às encontradas na literatura para os Estados Unidos e Reino Unido.
Castro	2010	Objetivou avaliar os processos de fusão e aquisição como estratégia de crescimento e identificar a criação de valor nestas operações. A avaliação foi sobre 3 casos Itaú e Unibanco, Sadia e Perdigão e a compra da Aracruz pela VCP.	No caso do Itaú e Unibanco os índices de rentabilidade decresceram se comparados aos índices históricos do Itaú, porém são melhores dos apresentados pelo Unibanco. Com relação à Aracruz e VCP a análise dos indicadores de desempenho das empresas não permite visualizar melhor desempenho em 2009. Para a Brasil Foods os resultados em termos de lucratividade não apresentam desempenho favorável no ano de 2009.
Pinheiro	2010	O objetivo foi é analisar os retornos anormais de Fusões e Aquisições no Brasil e verificar se os mesmos podem ser explicados por características das empresas.	Os resultados indicam que os retornos anormais de ambas as empresas são positivos e estatisticamente significantes, sendo que os da firma adquirida são maiores do que os da adquirente.
Quintairius, Oliveira e Barbosa	2011	Analisar o impacto da fusão do Banco Itaú e Unibanco sobre o valor das ações da nova empresa (ITUB4).	Os autores tiveram como resultados que as ações do ITUB4 não geraram resultados superiores à média de mercado no período estudado.

Silva	2011	Trazer uma proposta embasada numa pesquisa bibliográfica, utilizando-se de dois caminhos essenciais para o sucesso de qualquer processo de fusão e aquisição: a estratégia adotada e a criação de valor.	Do ponto de vista de criação de valor, o autor afirma que as operações de fusões e aquisições valorizam as ações das organizações, mas devemos ter o cuidado nas análises de curto prazo, diversos estudiosos preferem associar esta análise ao longo prazo sobre o ponto de vista estratégico.
-------	------	--	---

Fonte: Elaborado pelos autores.

De acordo com os trabalhos analisados têm-se algumas conclusões conflitantes. Em algumas pesquisas as operações de fusões e aquisições criam valor aos acionistas, contribuindo de forma positiva para ambas as empresas, entretanto há também resultados opostos em que estas operações não criaram valor. Quando ocorre criação de valor, tem-se divergência se os maiores ganhos estão relacionados à empresa adquirente ou pela adquirida.

Com relação à performance operacional-financeira das empresas, após as operações de fusões e aquisições, alguns autores concluíram que não houve lucros anormais, já outros autores relatam ganhos com sinergia e conseqüentemente melhora nos indicadores operacionais-financeiros.

Segundo Wood, Vasconcelos e Caldas (2004), os resultados divergentes e contraditórios nas operações de fusões e aquisições geralmente advêm do processo de integração das empresas envolvidas. Seguindo essa linha, e considerando também as pesquisas de Nunes e Vieira (2008) e Sousa e Sousa (2007), podemos mencionar alguns conflitos geralmente existentes nestas operações que precisam ser bem geridos/conduzidos pelos executivos/controladores das empresas envolvidas para o sucesso nestas operações.

- ◆ Diferenças culturais entre os modos de trabalho e condução de negócios das empresas;
- ◆ Conflitos de vaidades entre a alta diretoria, especialmente na escolha de cargos e processos;
- ◆ Resistência à mudança e dificuldade no entendimento dos novos processos por parte dos envolvidos;
- ◆ Falhas da comunicação com os funcionários sobre alterações estruturais;
- ◆ Transferência de habilidades e competências entre as empresas;
- ◆ Clima de apreensão nos funcionários especialmente da empresa adquirida;
- ◆ Retenção de talentos durante o processo transitório.

Além dos fatores acima, podem influenciar no resultado fatores como: momento de mercado, período do estudo, características das empresas e motivos subjacentes à fusão e aquisição, todos estes fatores influenciam tanto na criação de valor para os acionistas como nos resultados operacionais e financeiros das empresas.

4.2 Impacto das fusões e aquisições no valor para os acionistas estudos internacionais

Jensen e Ruback (1983) objetivaram evidenciar o efeito de fusões e aquisições no valor das empresas. Sumarizaram através de estudos de eventos existentes nos

EUA no período de 1978 a 1983 os ganhos anormais ocorridos nos preços das ações das empresas envolvidas. Os autores concluíram que os acionistas das empresas adquirentes conseguiram em média retornos anormais inferiores aos acionistas das empresas adquiridas. Os retornos anormais obtidos pelos acionistas das empresas adquirentes atingem 4% nas ofertas de compra e zero nas fusões. Os retornos anormais positivos recebidos pelos acionistas das empresas adquiridas são de 30% nas aquisições e 20% nas fusões.

Bradley, Desai e Kim (1988) tiveram por objetivo mensurar os ganhos com as sinergias nas aquisições, além de examinar os fatores que dividem estes ganhos entre os acionistas das duas empresas envolvidas. Em um estudo com 236 empresas americanas no período de 1963 até 1984 concluíram que em média os ganhos foram de 7,4% no valor das empresas envolvidas no processo. Este estudo fornece evidências teóricas e empíricas que uma possível concorrência de empresas interessadas pela empresa-alvo eleva os retornos desta, ao passo que diminui o retorno das empresas adquirentes. Segundo os autores, as mudanças no ambiente institucional/legal das aquisições não tiveram impacto sobre os ganhos totais nas sinergias criadas ao longo do período, mas alterou significativamente a distribuição dos ganhos entre os acionistas da empresa-alvo e da adquirente.

De acordo com os trabalhos de Seth (1990a) e Seth (1990b), cujo objetivo foi apurar os ganhos nas fusões e aquisições de empresas relacionadas e não relacionadas, o resultado foi que em ambos os tipos de fusões e aquisições houve criação de valor, as operações entre empresas relacionadas aparentaram não criar mais valor que as fusões e aquisições entre empresas não relacionadas, embora o fator sinergia nestas seja bem menor. Nestes termos o autor encontra indicativos que há criação de valor por economias de escala, eficiência operacional e poder de mercado em fusões e aquisições relacionadas. Já nas não relacionadas, a criação de valor parece ser resultante do efeito do co-seguro, não havendo criação de valor devido à diversificação.

Housto, James e Ryngaert (2001) estudaram os ganhos com sinergia de 41 grandes bancos entre 1985 e 1996 nos EUA. Foi apurada uma estimativa das administrações dos bancos da redução de custo e melhorias de receita, sendo constatado que a redução dos custos foi o item mais importante nos ganhos médios de cerca de 10% nas operações.

Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy (2009) ressaltam que há poucas evidências na literatura sobre a importância relativa das fontes subjacentes nos ganhos com fusões, os autores mensuram três potenciais ganhos para os acionistas provenientes das fusões, eficiências operacionais, razões fiscais e poder de mercado no caso de empresas do mesmo segmento.

Foi considerada uma amostra de 264 fusões no mercado americano no período de 1980 até 2004, os autores concluíram que o ganho médio total com fusões foi de 10,03% no valor patrimonial das empresas. Deste percentual, 1,64% refere-se à economia fiscal e 8,38% referente aos ganhos com sinergia operacional, o ganho com poder de mercado parece não ser relevante. Os ganhos com sinergia representam a grande parcela do ganho das fusões de empresas do mesmo segmento, já o ganho fiscal representa parcela maior do ganho em fusões das empresas de segmentos diferentes.

Wang e Xie (2009) tiveram o propósito de avaliar se as fusões e aquisições de empresas com baixo nível de governança corporativa com empresas de alto nível

de governança criaram mais valor do que as demais. A amostra utilizada foi de 396 aquisições nos EUA no período de 1990 a 2004, o trabalho trouxe duas contribuições importantes para a literatura. A primeira respeita a aquisição de empresas com baixo nível de governança corporativa por empresas com alto nível de governança corporativa que causaram ganhos totais maiores do que as demais aquisições. E a segunda, do ponto de vista que o trabalho oferece, uma abordagem alternativa para investigar o efeito de valorização dos direitos dos acionistas nas fusões e aquisições considerando a governança com uma variável do cálculo.

Flugt e Bartholdy (2009) estudaram o valor gerado pelo anúncio de fusões e aquisições para os acionistas de ambas as empresas envolvidas na operação, compradora e a empresa-alvo, na União Europeia no período de 2000 até 2008 em uma amostra de 288 ocorrências. Os autores concluíram que a empresa-alvo recebe em média um retorno anormal de 14,92% em uma janela de cinco dias em torno do dia do anúncio. Para os licitantes ou compradores os retornos anormais acumulados são em média zero.

Segundo os autores, existe uma distinção na valorização da ação dependendo do meio de pagamento, mas não houve evidência estatística suficiente para documentar a diferença, além disso, não foi possível encontrar diferença na valorização da ação em operações domésticas e estrangeiras. Flugt e Bartholdy (2009) concluíram que as operações feitas na Inglaterra, em média, recebem retornos anormais maiores do que seus países vizinhos, o que é consistente com estudos anteriores que atrelam essa maior valorização da Inglaterra devido às suas regulamentações, governança corporativa e a proteção aos acionistas.

Chidambaran *et al.* (2010) estudaram as fusões e aquisições no período de 1988 a 2005, utilizando uma amostra de 2.510 transações no mercado americano, apresentaram duas teorias concorrentes para explicar as ondas de fusões e os impactos destas sobre os retornos dos acionistas das empresas-alvo e adquirentes. A teoria neoclássica defende que as ondas de fusões são movidas por choques, podendo ser industriais ou tecnológicos e a teoria comportamental argumenta que estas ondas ocorrem quando o mercado está superavaliado.

Os resultados obtidos mostram que nas ondas de fusões e aquisições as ações das empresas adquirentes estavam superavaliadas, e que nestas ondas o financiamento via emissão de ações foi o meio mais utilizado como método de pagamento nestas operações. Consistentes com a teoria comportamental, os retornos para os acionistas das empresas adquirentes foram menores durante as ondas de fusões e aquisições, bem como para fusões financiadas com emissão de ações.

No quadro 6, é apresentado o resumo de alguns trabalhos nos EUA sobre o impacto das fusões e aquisições no valor para os acionistas de 1996 até 2002.

Quadro 6 – Resumo dos trabalhos nos EUA de 1996 a 2002

Autor(es)/ Ano/ Mercado	Período / Dados / Metodologia¹⁰	Considerações / Conclusões
Servaes (1996) (EUA)	1961 a 1976 (anuais)	Não encontrou evidências, em nenhum dos segmentos industriais analisados durante os anos 60 e 70, de que firmas diversificadas foram valorizadas.
Switzer (1996) (EUA)	1697 a 1987 (anuais) (regressão de fluxos de caixa)	O desempenho de firmas fusionadas melhorou após a sua combinação. Encontrou uma associação positiva entre a reavaliação anormal das firmas envolvidas no período do anúncio e as mudanças no desempenho operacional observado. Os <i>takeovers</i> são motivados por expectativas de melhoras operacionais (ganhos sinérgicos).
Maquieira, Megginson e Nail (1998) (EUA)	Jan./63- dez./93 (diários)	Não encontraram evidências de que fusões em conglomerado criam sinergias financeiras ou beneficiam credores às expensas de acionistas. Acionistas da firma adquirente perdem, enquanto todos os demais portadores de títulos das firmas nem ganham nem perdem.
Rau e Vermaelen (1998) (EUA)	Jan./80- dez./91 (mensais) (Estudo de Evento)	Acionistas adquirentes, em fusões, tiveram um desempenho ruim nos três anos seguintes à aquisição, enquanto os de <i>tender offers</i> obtiveram um pequeno retorno anormal positivo, mas estatisticamente significativo.
Ely e Song (2000) (EUA)	1989 a 1995 (anuais) (análise fatorial)	Os resultados empíricos foram consistentes com a hipótese da maximização da riqueza para acionistas adquirentes. Os benefícios estão associados mais às estratégias de expansão implementadas via grandes aquisições do que via várias aquisições de pequeno porte.
Song e Walkling (2000) (EUA)	Jan./82- dez./91 (mensais)	Firmas rivais obtêm retornos anormais positivos, desconsiderando-se a forma e o resultado da aquisição, os quais aumentam significativamente com a magnitude da surpresa ante a aquisição inicial. As firmas rivais que subsequentemente se tornaram alvos obtiveram retornos anormais mais elevados nos dias próximos ao anúncio.
Ghosh (2001) (EUA)	1981 a 1995 (anuais) (Análise de regressão)	Não encontrou evidências de melhora no desempenho operacional após aquisições. Conclui que o desempenho era melhor em aquisições em dinheiro e que os fluxos de caixa aumentam nessas aquisições e reduzem em aquisições via ações.
Graham, Lemmon e Wolf (2002) (EUA)	1980 a 1995 (diários) (Estudo de Evento)	A reação combinada de mercado para anúncios de aquisição é positiva, mas o excesso de firmas adquirentes declina após o evento da diversificação. Muito da redução desse excesso acontece porque as empresas da amostra adquirem unidades empresariais já descontadas, e não porque a diversificação destrói valor.

Fonte: CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 32-33.

Os estudos nacionais mostram conclusões conflitantes que podem advir dos motivos já citados no capítulo anterior, em suma, para maior parte das pesquisas internacionais as fusões e aquisições trouxeram ganhos anormais para os acionistas. Quando analisados, os ganhos para os acionistas das empresas adquirentes e adquiridas, os ganhos maiores são atribuídos para os acionistas das empresas adquiridas.

5 Considerações finais

Através de uma pesquisa bibliográfica, este artigo visou proporcionar um melhor entendimento do processo de fusões e aquisições. Para isso, foram descritos os conceitos, evolução, tipos, forma e motivos subjacentes destas operações. Foram expostos estudos nacionais e internacionais sobre o tema, além de descrever os fatores determinantes para o sucesso de tais operações preconizados pela literatura.

O fator principal do sucesso de uma fusão e aquisição é que esta resulte em ganhos para os acionistas das empresas envolvidas. Há, sem dúvida, muitas vantagens nestas operações como ganhos com sinergia operacional e financeira, ganhos de escala em produção e participação no mercado e oportunidades de melhoria de processos. No entanto, como relatado nos resultados nem todas as empresas conseguem transformar essas vantagens em ganhos reais.

Nos estudos nacionais observados encontraram-se conclusões conflitantes, pois em algumas pesquisas as operações de fusões e aquisições criam valor aos acionistas, contribuindo de forma positiva para ambas as empresas. Entretanto, há também resultados opostos em que estas operações não criaram valor. Quando ocorre criação de valor tem-se divergência se os maiores ganhos estão relacionados à empresa adquirente ou pela adquirida.

A literatura estudada postula que a chave do sucesso para uma fusão ou aquisição advém do processo de integração das empresas envolvidas e cita alguns cuidados que os gestores/proprietários devem ter como chave para o sucesso, dentre eles citam-se as diferenças culturais entre os modos de trabalho e condução de negócios; conflitos de vaidades entre a alta diretoria, especialmente na escolha de cargos e processos; resistência à mudança e dificuldade no entendimento dos novos processos por parte dos envolvidos; falhas da comunicação com os funcionários sobre alterações estruturais; transferência de habilidades e competências entre as empresas; clima de apreensão nos funcionários especialmente da empresa adquirida; retenção de talentos durante o processo transitório.

Além destes fatores, é importante considerar que os diferentes resultados podem advir do momento de mercado, período do estudo, características das empresas e motivos subjacentes à fusão e aquisição. Todos os fatores acima influenciam tanto na criação de valor para os acionistas como nos resultados operacionais e financeiros das empresas.

Com relação aos artigos internacionais, da mesma forma que nos estudos nacionais, percebe-se conclusões conflitantes que podem advir dos motivos já citados. Para maior parte dos estudos internacionais, as fusões e aquisições trouxeram ganhos anormais aos acionistas. Quando analisados os ganhos para os acionistas das empresas adquirentes e adquiridas, os ganhos maiores são atribuídos para os acionistas das empresas adquiridas.

Diante destas controvérsias entre os resultados, conclui-se que temos espaço para estudos futuros visando a maior compreensão desse tema. Fusões e Aquisições são processos complexos, em que o sucesso depende de um conjunto de fatores, especialmente ligados ao processo de integração das empresas, momento de mercado, período do estudo, características das empresas e motivos subjacentes, pois todos estes fatores influenciam tanto nos ganhos para os acionistas como nos resultados econômico-financeiros das organizações.

Referências

- BARROS, Betania Tanure de. *Fusões e Aquisições no Brasil*. Entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003.
- BATISTA, Denis Barreira; MINARDI, Andrea Maria Accioly F. Uma investigação sobre como a valoração do mercado (momentos de alta e de baixa) influencia o desempenho das operações de fusões e aquisições no Brasil. 2010. Disponível em: <<http://www.insper.edu.br/working-papers/2010/uma-investigacao-sobre-como-a-valoracao-do-mercado>>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- BNDES. Fusões e aquisições no setor de alimentos. Informe Setorial, abr. 1999. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/setorial/gsl_15.pdf> Acesso em: 28 Mai. 2012.
- BRADLEY, Michael; DESAI, Anand; KIM, E.Han. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 21 (1988) 3-40. North-Holland.
- BRASIL. Lei Federal nº 6404. Brasília: Congresso Nacional, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- CEAUSESCU, Andreea. Merger and acquisition – A strategic option for companies. *Annals of the University of Petrosani Economics*, v. 8, p. 59-64, 2008.
- CAMARGOS, Marcos Antonio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, aquisições e takeovers: Um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n2art2.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- CAMARGOS, Marcos Antonio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v49n2/v49n2a07.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- CASTRO, Denise Maria Fanhan de. *Criação de Valor em Fusões e Aquisições*. 2010. Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo Programa de Pós Graduação em Administração Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-03112010-194441/pt-br.php>>. Acesso em: 06 jul. 2012.
- CHIDAMBARAN, N. K.; JOHN, Kose; SHANGGUAN, Zhaoyun; VASUDEVAN, Gopala. Hot and cold merger markets. *Review of quantitative finance and accounting*, p. 327-349, 2010.
- DEVOS, Erik; KADAPAKKAM, Palani Rajan; KRISHNAMURTHY, Srinivasan. How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 3, 2009.
- FLUGT, Gasper; BARTHOLDY, Jan. Shareholder wealth effects of merger and acquisitions: An empirical investigation of short-term performance in the European market. 2009. Disponível em: <<http://pure.au.dk/portal/files/8464/217003.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2012.

- GIL, Antonio C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.
- JENSEN, Michael C.; RUBACK, Richard S. The market for corporate control: the Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* v.11, p. 5-50, 1983.
- JUNIOR, Jorge Vieira da Costa. *Retornos Anormais Versus Performances Operacionais Anormais de Firms Brasileiras Envovidas em Fusões e Aquisições no Período de 2002 a 2006*. 2008. Tese de Doutorado da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-30062008-113212/pt-br.php>>. Acesso em: 06 jul. 2012.
- HOUSTON, Joel F.; JAMES, Christopher M.; RYNGAERT, Michael D. Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, v. 60, p. 285-331, 2008.
- MATIAS, Alberto Borges; BARRETO, Antonio Carlos Pizzaro de Mattos; GORGATI, Vlamir. Fusões e aquisições no Brasil atual: Possibilidades de ocorrência de uma onda. SEMEAD, 1996. Disponível em: <http://www.cepefin.org.br/publicados_pdf/fusoes_aquisicoes_brasil_atual.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- NASCIMENTO, Lopes Ludmila. *Desempenho e criação de valor: Crescimento orgânico e fusões & aquisições análise do setor de mineração*. 2010. Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Administração. Faculdade de Economia e Finanças IBMEC Programa de Pós Graduação em Pesquisa em Administração e Economia. Disponível em: <http://www.ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert_mestrado/ADM_ludmilanascimento_jul10.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- NUNES, E. P.; VIEIRA, O. V. Fusões e aquisições de empresas no Brasil: administrando o choque entre culturas organizacionais distintas. In: V Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia – SEGeT. Anais 2008. Resende (RJ), 2008.
- PINHEIRO, Amanda Freire Maia. *Retornos Anormais em Fusões e Aquisições: Novas Evidências do Mercado Brasileiro*. 2010. Dissertação de Mestrado da Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6873/Retornos%20anormais%20em%20F%26A_Amanda%20Pinheiro.pdf?sequence=1>. Acesso em: 06 jul. 2012.
- PWC – Fusões e Aquisições no Brasil, disponível em: <www.pwc.com.br/pt_BR/br/estudos-pesquisas/assets/cf-ma-marco-2012.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2012.
- QUINTAIROS, Paulo; OLIVEIRA, Edson AP. de Araujo Querido; BARBOSA, Rogério. Fusões e aquisições no setor bancário brasileiro: um estudo sobre os impactos do Itaú-unibanco nas ações preferenciais ITUB4.2011. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, ISN 1984-6266. Disponível em: <<http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs-2.2.4/index.php/rcc/article/viewFile/21778/16569>>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira: corporate finance*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

- SALGADO, Rodrigo Mendonça. *Uma análise da evolução dos processos de fusões e aquisições no Brasil no período de 1994 a 2009*. 2010. Dissertação de Mestrado. Núcleo de pós-graduação e pesquisa em economia. Universidade Federal de Sergipe. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&co_obra=196047>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- SETH, Anju. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, n. 11, p. 431-446, out. 1990a.
- SETH, Anju. Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, p. 99-115, 1990b.
- SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da. *Metodologia da pesquisa aplicada a contabilidade*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- SILVA, Maicon José Assis da. Fusões e aquisições como caminhos para a competitividade. VII Congresso Nacional de Exigência em Gestão. 2011. Disponível em: <http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/documents/cneg7/anais/T11_0340_2167.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- SOUSA, Caissa V.; SOUSA, Erich V. A Influencia da Cultura Organizacional nas Operações de Fusões e Aquisições. 2007. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/artigos07/1414_1414_Artigo_SegetII-1.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2012.
- WANG, Cong; XIE, Fei. Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions. *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 2, 2009.
- WESTON, Fred J.; BRIGHAM, Eugene F. *Fundamentos da Administração Financeira*. São Paulo: Makron Books, 2000.
- WOOD, Thomaz J.; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P. *Fusões e Aquisições no Brasil*. São Paulo: FGV-EAESP, 2004.