

UFRRJ
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E
ESTRATÉGIA EM NEGÓCIOS

DISSERTAÇÃO

**Análise do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas
de Capital Aberto que Sofreram Processo de Fusão &
Aquisição**

Jordana Luiza Barbosa da Costa Veiga

2011



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA EM
NEGÓCIOS**

**ANÁLISE DO DESEMPENHO CONTÁBIL-FINANCEIRO DE EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO QUE SOFRERAM PROCESSO DE FUSÃO & AQUISIÇÃO**

JORDANA LUIZA BARBOSA DA COSTA VEIGA

Sob a orientação do professor

Marco Antônio Ferreira de Souza

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração, curso de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia em Negócios.

Seropédica, RJ

Fevereiro de 2011

658.160981
V426a

T

Veiga, Jordana Luiza Barbosa da
Costa, 1981-

Análise do desempenho contábil-
financeiro de empresas de capital
aberto que sofreram processo de
fusão & aquisição / Jordana Luiza
Barbosa da Costa Veiga - 2011.

137 f.: il.

Orientador: Marcos Antônio
Ferreira de Souza.

Dissertação (mestrado) -
Universidade Federal Rural do Rio de
Janeiro, Curso de Pós-Graduação em
Gestão e Estratégia em Negócios.

Bibliografia: f. 115-122.

1. Empresas - Fusão e
incorporação - Brasil - Teses. 2.
Empresas - Finanças - Teses. 3.
Sociedades comerciais -
Reorganização - Teses. I. Souza,
Marcos Antônio Ferreira de, 1971-
II. Universidade Federal Rural do
Rio de Janeiro. Curso de Pós-
Graduação em Gestão e Estratégia em
Negócios. III. Título.

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA EM NEGÓCIOS**

JORDANA LUIZA BARBOSA DA COSTA VEIGA

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Ciências**, no curso de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia em Negócios.

DISSERTAÇÃO APROVADA EM 02/02/2011.

Marco Antônio Ferreira de Souza. Dr. UFRRJ
(Orientador)

Marcelo Álvaro da Silva Macedo. Dr. UFRRJ

José Ricardo Maia de Siqueira. Dr. UFRJ

Dedico este trabalho aos meus pais, Ana
Luiza e José Antônio, ao meu marido,
Mauricio, e ao meu irmão, Iago.

AGRADECIMENTOS

À UFRuralRJ pela oportunidade de estudar e finalizar o mestrado na instituição.

Ao Professor Marcelo Álvaro pela atenção.

Ao Professor Marco Souza pela total confiança em mim depositada.

Aos meus pais, Ana Luiza e José Antônio, pela ajuda e apoio na realização desta dissertação.

Ao meu irmão, Iago, pelo auxílio na realização desta dissertação.

RESUMO

Veiga, Jordana Luiza Barbosa da Costa. **Análise do desempenho contábil-financeiro de empresas de capital aberto que sofreram processo de fusão & aquisição**. Rio de Janeiro, 2011. 137p Dissertação de Mestrado (Mestrado em Gestão e Estratégia em Negócios). Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Departamento de Ciências Administrativas e Contábeis, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica, RJ, 2011.

O objetivo principal das empresas ao recorrerem ao processo de F&A é a busca por alguma vantagem competitiva considerada importante em seu planejamento estratégico. O processo de F&A pode ser caracterizado pela concentração de capitais, reestruturação patrimonial, organizacional e societária, e por movimentos cíclicos. Esta dissertação, tem por objetivo descrever e analisar o desempenho contábil-financeiro de sociedade anônima de capital aberto, registrado em bolsa de valores, pré e pós F&A ocorrido no ano de 2005 com o intuito de avaliar a geração de valor decorrente do processo de F&A para os acionistas das empresas envolvidas como adquirentes, através da análise da evolução dos dados, aplicação de estatística descritiva e formulação de teste estatístico de hipótese; também foi realizada análise do comportamento das ações, em mercado secundário, por meio de análise técnica, estatística descritiva, avaliação do beta, teste de hipóteses e verificação de ganhos anormais. As análises foram feitas utilizando as seguintes variáveis: lucro líquido, receita líquida de vendas, Ebitda, dívida líquida, produção comercializada, lucro por ação, preço por ação, dividendo pago por ação, liquidez geral e liquidez corrente, presença nos pregões, nº de negócios diário da ação negociada, volume de negócios diário da ação negociada, preço de fechamento da ação negociada todas na BM&FBovespa. Com o intuito de avaliar a geração de valor para os acionistas, foram realizadas as análises em empresas brasileiras escolhidas do setor de papel e celulose, de capital aberto para haver disponibilidades nas informações necessárias para análise, e que passaram pelo processo de fusão ou aquisição no ano de 2005. As empresas adquirentes e adquiridas deveriam ter porte similar para que o processo de F&A pudesse ser observado com clareza nas variáveis em estudo. Foi selecionada uma única empresa alvo adquirida por 2 empresas adquirentes, que formaram o universo da análise. O estudo contemplou análises de curto prazo, dias antes e depois do anúncio, divididos em 2 grupos 10 dias antes e 10 dias depois e 30 dias antes e 30 dias depois do anúncio; e de longo prazo, períodos de 3 anos antes e 3 anos após o evento. Com os resultados das análises é possível constatar aumento na geração de valor para os acionistas das empresas envolvidas como adquirentes no processo de F&A, no período estudado. As variáveis nº de negócios, volume negociado e quantidade de ações tiveram papel importante na avaliação do ganho do acionista. É possível constatar que as empresas Suzano Papel e Celulose e Votorantim Celulose e Papel, tiveram alterações substanciais nas variáveis estudadas depois do processo de F&A. Constatou-se a valorização no preço da ação negociada, aumento no nº de negócios, na quantidade de ações negociadas por pregão e no volume movimentado diariamente. O beta, indicador de risco, pós F&A, em ambas as empresas, aproximou-se de 1, aumentando o risco não diversificável das empresas. Os parâmetros contábeis-financeiros apresentaram resultados inconclusivos, provavelmente pela pequena quantidade de dados analisada e pela influência de fatores externos.

Palavras-chave: Fusão & Aquisição, Mercado de ações, Desempenho contábil-financeiro.

ABSTRACT

Veiga, Jordana Luiza Barbosa da Costa. **Analysis of financial accounting performance and behavior of traded firms that passed through merger&acquisition Process.** Rio de Janeiro, 2011. 137p Dissertation (Master in Gestão e Estratégia em Negócios). Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Departamento de Ciências Administrativas e Contábeis, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica, RJ, 2011.

The main objective for firms to perform a Merger&Acquisition (M&A) process is the search for a competitive advantage considered important in their strategic planning. The process of M&A can be characterized by the concentration of capital, patrimonial, organizational and societal restructuring, and cyclical movements. This dissertation, has the aim to describe and analyze the financial accounting performance of a traded corporation, registered in the stock exchange pre and post M&A performed in the year of 2005 in order to assess the value creation due to the M&A process for the shareholder of firms involved as buyer. This aim was carried out through the analysis of the data evolution, use of descriptive statistics and hypothesis test; was also analyzed the stock behavior, on stock market, by technical analysis, descriptive statistics, beta assessment, hypothesis testes and abnormal results. The analysis were carried out using the variables: earning after taxes, net sales, Ebitda, net debt, sales, earning per stock ratio, stock price, dividends payed, total assets divided by total liabilities e current ratio, presence in trading market, number of daily deals of the stock, daily turnover, closing price variation, all traded on BM&FBovespa. In order to assess the value creation for shareholders, were performed analysis in Brazilian firms on the pulp and paper industry, the chosen firms shall be traded to have all the necessary information for the assess, and shall have passed through the M&A process in 2005. Acquiring and acquired companies should also have similar size, so the process of M&As could be clearly observed in the studied variables. Only 1 target company acquired by 2 acquiring companies was chosen, which composes the universe of analysis. The study included analysis of short term, days before and after the announcement, divided into two groups 10 days before and 10 days after and 30 days before and 30 days after the announcement, and long term, periods of three years before and three years after the event. With the analysis results it was possible to observe increase on value creation for shareholders of companies involved as buyers in the process of M&A during the studied period. The variables number of daily deals of the stock, number of daily deals of the stock and daily turnover had important role on the stock-holder assess earning. It is possible to observe that the firms Suzano papel e celulose and Votoratim Celulose e Papel had substantial changes on the studied variables after the M&A process. Were observed increase on stock price, number of daily deals of the stock, number of traded stocks and daily turnover. The beta, risk indicator, after M&A, on both companies, get close to 1, improving the non-diversifiable risk of the firms. The accounting and financial parameters have showed inconclusive results probably beause of the small amount of data analyzed and the major influence of external factors.

Key words: Merger and acquisition, Stock market, Performance in financial-accountings.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Maiores Produtores Mundiais de Papel - 2009.....	1
Tabela 2 – Maiores Produtores mundiais de Celulose	2
Tabela 3 - Evolução da Posição Acionária.....	27
Tabela 4 - Relação de Substituição entre as Ações das Empresas Envolvidas	30
Tabela 5 - Relação de troca entre Ripasa e ações VCP e Suzano Bahia Sul.....	30
Tabela 6 – Situação Acionária.....	33
Tabela 7 - Posição Acionária em 30 de Maio de 2009	40
Tabela 8 – Variação anual do dólar e do Ibovespa.....	57
Tabela 9 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2002	59
Tabela 10 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2003	61
Tabela 11 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2004	62
Tabela 12 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2005	63
Tabela 13 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2006	65
Tabela 14 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2007	66
Tabela 15 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2008	67
Tabela 16 – Resultado do teste de hipótese	72
Tabela 17 – Estatística descritiva para o período anterior e posterior ao evento	73
Tabela 18 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2002	74
Tabela 19 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2003	75
Tabela 20 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2004	76
Tabela 21 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2005	77
Tabela 22 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2006	78
Tabela 23 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2007	79
Tabela 24 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2008	80
Tabela 25 – Resultado do Teste de Hipótese – VCP.....	84
Tabela 26 – Estatística Descritiva para o Período Anterior e Posterior ao Evento – VCP	86
Tabela 27 – Beta ações Suzano anual e do período antes e depois da aquisição – Suzano.....	89
Tabela 28 – Beta ações VCP anual e do período antes e depois da aquisição - VCP	90
Tabela 29 – Resultado hipótese ganhos normais – Suzano	93
Tabela 30 – Resultado estatística descritiva para antes (D-30 e D-10) para depois do evento (D+10 e D+30) – Suzano.....	97
Tabela 31 – Resultado hipótese ganhos normais – VCP	98
Tabela 32 – Resultado estatística descritiva para antes (D-30 e D-10) para depois do evento (D+10 e D+30) – VCP.....	101
Tabela 33 – Indicadores Contábeis-Financeiros – Suzano.....	103
Tabela 34 – Indicadores Contábeis-Financeiros – Suzano (continuação).....	103
Tabela 35 - Resultado estatística descritiva para as variáveis Contábeis-Financeiras - antes (D-4 anos) e depois do evento (D+4 anos) – Suzano.....	106
Tabela 36 – Indicadores Contábeis-Financeiros – VCP.....	108
Tabela 37 – Indicadores Contábeis-Financeiros – VCP (continuação).....	108
Tabela 38 - Resultado estatística descritiva para as variáveis Contábeis-Financeiras - antes (D-3 anos)e depois do evento (D+3 anos) – VCP.....	109
Tabela 39 – Resultado hipótese não ganho com o evento – Suzano	111
Tabela 40 - Resultado Hipótese Não Ganho com o Evento – VCP	112

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Classificação dos processos de fusões e aquisições.	9
Quadro 2 – Classificação dos processos de fusões e aquisições.	10
Quadro 3 – Motivos para Fusões e Aquisições	12
Quadro 4 – Ondas de F&A	14
Quadro 5 – Relação Final de Substituição das Ações da Ripasa	30
Quadro 6 – Composição do Capital Social.....	33
Quadro 7 – Pagamento de Dividendos por Ação no Período	35
Quadro 8 - Composição do Capital Social em 22 de dezembro de 2009	40
Quadro 9 - Pagamento de Dividendos no Período	41

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Evolução da balança comercial do setor 1990-2009.....	2
Figura 2 – Maiores produtores de pasta de celulose (pasta de mercado)	3
Figura 3 - Destino das exportações brasileiras 2009 (a) Celulose e (b) Papel	4
Figura 4 – Histórico de nº de fusões&aquisições ocorridas no setor de madeira e papel.....	5
Figura 5 - Classificação das aquisições	8
Figura 6 – Número de transações de F&As.....	16
Figura 7 – Linha do tempo Suzano.....	33
Figura 8 – Crescimento da Produção de Celulose e Papel	34
Figura 9 - Curtose	50
Figura 10 – Beta – Regressão Linear.....	51
Figura 11 – Beta	51
Figura 12 – Ibovespa do período em estudo - 1999 a 2008.....	56
Figura 13 – Dólar Comercial Cotação Diária de Venda do período em estudo - 1999 a 2008	56
Figura 14 – Preço de fechamento Cia Suzano – Ano 2002	60
Figura 15 – Preço de fechamento Cia Suzano – Ano 2003	61
Figura 16 – Preço de fechamento Cia Suzano – Ano 2004.....	62
Figura 17 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2005.....	64
Figura 18 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2006.....	65
Figura 19 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2007.....	66
Figura 20 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2008.....	67
Figura 21 – Quantidade Negociada Suzano – Período Completo	68
Figura 22 – Volume Negociado Grupo Suzano – Período Completo	69
Figura 23 – Número de Negócios Suzano – Período Completo.....	70
Figura 24 – Preço de fechamento Suzano – Evolução no Período Pré-Aquisição Ripasa, o ano de 2005 e Pós-Aquisição Ripasa	70
Figura 25 – Preço de fechamento VCP – Ano 2002.....	74
Figura 26 – Preço de fechamento VCP – Ano 2003.....	75
Figura 27 – Preço de fechamento VCP – Ano 2004.....	76
Figura 28 – Preço de fechamento VCP – Ano 2005.....	77
Figura 29 – Preço de fechamento VCP – Ano 2006.....	78
Figura 30 – Preço de fechamento VCP – Ano 2007.....	80
Figura 31 – Preço de fechamento VCP – Ano 2008.....	81
Figura 32 – Quantidade negociada VCP – período completo	81
Figura 33 – Volume Negociado Grupo VCP – Período Completo	82
Figura 34 – Número de Negócios VCP – Período Completo.....	83
Figura 35 – Preço de fechamento VCP – Evolução no Período Pré-Aquisição Ripasa, o ano de 2005 e Pós-Aquisição Ripasa	84
Figura 36 - Beta de cada ano (a) 2002, (b) 2003, (c) 2004, (d) 2006, (e) 2007, (f) 2008 – Suzano	87
Figura 37 – Beta do período (a) antes e (b)depois da F&A – Suzano.....	88
Figura 38 - Beta de cada ano (a) 2002, (b) 2003, (c) 2004, (d) 2006, (e) 2007, (f) 2008 – VCP	90
Figura 39 - Beta do período (a) antes e (b) depois da F&A – VCP	92
Figura 40 – Ajuste com o mercado para 30 dias antes e 30 dias depois da aquisição.....	94
Figura 41 – Ajuste com o mercado para 200 dias antes e 30 dias depois da aquisição.....	94
Figura 42 – Variação do valor da ação 10 dias antes e 10 dias depois do anúncio em relação ao mercado diário	95

Figura 43 – Ajuste com o mercado para 30 dias antes e 30 dias depois da aquisição.....	98
Figura 44 – Ajuste com o Mercado para 200 dias antes e 30 dias depois da aquisição	99
Figura 45 - Variação do valor da ação 10 dias antes e 10 dias depois do anúncio em relação ao mercado diário	100
Figura 46 – Evolução dos dados contábeis-financeiros - índices	104
Figura 47 – Evolução dos dados contábeis-financeiros.....	105
Figura 48 – Evolução dos dados contábeis-financeiros - índices	107
Figura 49 – Evolução dos dados contábeis-financeiros.....	109

LISTA DE ABREVIACÕES, SIGLAS E SÍMBOLOS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
ADS	<i>American Depositary Share</i>
AGE	Assembléia Geral e Extraordinária
At	Amplitude total
Bracelpa	Associação Brasileira de Celulose e Papel
BP	Balanco Patrimonial
BNDESPAR	BNDES Participações S. A.
BM&FBovespa	Bolsa de Mercadoria e Futuros de São Paulo
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômico
CCL	Capital Circulante Líquido
Cia Suzano	Companhia Suzano de Papel e Celulose Sociedade Anônima
Cenibra	Celulose Nipo Brasileira S. A.
Celpav	Celulose e Papel Votorantim
CDI	Certificados de Depósitos Interfinanceiros
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
DOAR	Demonstrações das Origens e Aplicações de Recursos
CVRD	Companhia Vale do Rio Doce
EBITDA	Do inglês <i>Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização)
F&A	Fusões e Aquisições
H ₀	Hipótese zero
H _a	Hipótese alternativa
H	Hipótese
i	Nº de controle
IPI	Imposto sobre produtos industrializados
I	Valor do Índice de Mercado
ICMS	Imposto sobre circulação de mercadorias e serviços
Ibovepa	Índice Bovespa
IP	<i>International Paper</i>
JBP	<i>Japan Brasil Paper and Pulp Resources development</i>
LC	Índice Liquidez Corrente
LG	Índice Liquidez Geral
LN	Logaritmo neperiano ou natural
LPA	Lucro por ação
n	Número total
P	Preço da ação
PC	Passivo Circulante
P/L	Índice Preço Lucro
Q	Quantidade de ação na carteira
RA	Retorno Anormal
Rio Branco	Cimento Rio Branco S. A.
Ripasa	Ripasa Celulose e Papel
s	Desvio padrão da amostra
s ²	Variância da amostra
SBA	<i>Strategic Business Agreement</i>
SBDC	Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência

SDE	Secretaria de Direito Econômico
SEAE	Secretaria de Acompanhamento Econômico
Suzano	Suzano Papel e Celulose Sociedade Anônima
Suzano Bahia Sul	Suzano Bahia Sul Papel e Celulose Sociedade Anônima
t	Data/instante t
VCP	Votorantim Celulose e Papel Sociedade Anônima
Votorantim	Votorantim Celulose e Papel Sociedade Anônima
VCP Florestal	VCP florestal S. A.
VEP	VCP Exportadora e Participações Ltda
VID	Votorantim Industrial S. A.
x	Dado
x_{\max}	Dado máximo da amostra
x_{\min}	Dado mínimo da amostra
\bar{X}	Média Aritmética
α	Nível de significância do teste t
β	Beta

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
1.2	Objetivos.....	5
1.2.1	Objetivo geral	5
1.2.2	Objetivos específicos	5
1.3	Delimitações	6
2	REVISÃO DA LITERATURA	7
2.2	Fusões e Aquisições	7
2.2.1	Conceitos e definições	7
2.2.2	Classificação das F&As.....	9
2.2.3	Motivos.....	10
2.2.4	Vantagens e desvantagens	13
2.2.5	Histórico	13
2.2.6	F&A no mercado brasileiro	15
2.3	Mercado Secundário de Ações	15
2.4	Análise das Demonstrações Financeiras.....	19
3	METODOLOGIA.....	22
3.2	Classificação do Estudo.....	22
3.3	Caso a Ser Estudado	22
3.3.1	Suzano Papel e Celulose Sociedade Anônima (Suzano).....	23
3.3.1.1	Histórico Suzano	23
3.3.1.2	Fatos relevantes em 2002	25
3.3.1.3	Fatos relevantes em 2003	26
3.3.1.4	Fatos relevantes em 2004	26
3.3.1.5	Fatos relevantes em 2005: compra da Ripasa.....	28
3.3.1.6	Fatos relevantes em 2006	31
3.3.1.7	Fatos relevantes em 2007	31
3.3.1.8	Fatos relevantes em 2008	32
3.3.1.9	Situação da Empresa em 2009.....	32
3.3.1.10	Pagamento de dividendos	34
3.3.2	Votorantim Celulose e Papel Sociedade Anônima (VCP)	34
3.3.2.1	Histórico VCP	35
3.3.2.2	Fatos relevantes em 2003	36
3.3.2.3	Fatos relevantes em 2004	36
3.3.2.4	Fatos relevantes em 2005: compra da Ripasa.....	37
3.3.2.5	Fatos relevantes em 2006	37
3.3.2.6	Fatos relevantes em 2007	38
3.3.2.7	Fatos relevantes em 2008	38
3.3.2.8	Situação da Empresa em 2009.....	40
3.3.2.9	Pagamento de Dividendos	40
3.3.3	Ripasa S. A. Celulose e Papel (Ripasa).....	41
3.4	Variáveis do Estudo.....	41
3.4.1	Lucro líquido	42
3.4.2	Receita líquida de vendas	42
3.4.3	Ebitda.....	43
3.4.4	Dívida líquida	43
3.4.5	Produção comercializada.....	43

3.4.6	Indicadores de análise de ação.....	44
3.4.6.1	Índice lucro por ação (LPA).....	44
3.4.6.2	Índice Preço/Lucro (P/L).....	44
3.4.6.3	Dividendo pago por ação.....	45
3.4.7	Valor de mercado.....	45
3.4.8	Liquidez.....	45
3.4.8.1	Liquidez geral.....	46
3.4.8.2	Liquidez corrente.....	46
3.4.9	Variáveis de mercado.....	46
3.5	Período de Análise.....	47
3.6	Instrumentos de Análise.....	48
3.6.1	Estatística descritiva.....	49
3.6.2	Beta (β).....	50
3.6.3	Inferência baseada numa população: teste de hipótese.....	51
3.6.4	Ganhos anormais.....	52
3.6.5	Análise técnica.....	54
3.7	Análises comparativas.....	54
3.7.1	Índice de mercado: Ibovespa.....	54
3.7.2	Dólar.....	55
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	58
4.2	Ação.....	58
4.2.1	Análise Técnica.....	58
4.2.1.1	Suzano.....	59
4.2.1.2	VCP.....	73
4.2.2	Beta.....	86
4.2.2.1	Suzano.....	86
4.2.2.2	VCP.....	89
4.2.3	Hipótese de ganhos anormais.....	91
4.2.3.1	Suzano.....	93
4.2.3.2	VCP.....	96
4.3	Parâmetros Contábeis-Financeiros.....	101
4.3.1	Apresentação e Evolução dos dados.....	102
4.3.1.1	Suzano.....	102
4.3.1.2	VCP.....	106
4.3.2	Teste de Hipótese: Pareamento de Dados.....	110
4.3.2.1	Suzano.....	110
4.3.2.2	VCP.....	111
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES DE PESQUISA.....	113
5.2	Conclusões.....	113
5.3	Recomendações de Pesquisa.....	114
6	REFERÊNCIAS.....	115

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O setor de papel & celulose apresenta grande importância e valor estratégico para o Brasil. Macedo e Mattos (1996) informam em seu trabalho que até 1978 o Brasil era um importador líquido de papel e celulose, mas a trajetória foi totalmente modificada há alguns anos, e o Brasil é hoje um importante fornecedor mundial.

A produção mundial e o comércio internacional são concentrados em grandes grupos/empresas que atuam nos diversos segmentos do mercado de papel e celulose em diferentes países (BNDES, 2011). No Brasil, as empresas são em sua grande maioria de origem nacional.

A produção e o consumo mundiais de papel vêm crescendo há mais de quinze anos (BNDES, 1996). Historicamente a importação de papel é concentrada (cerca de 50%) em seis países: Estados Unidos da América (EUA), Alemanha, Inglaterra, França, China e Itália (BNDES, 1996). E, segundo pesquisa da Bracelpa (2011b) os principais países produtores de papel são China, EUA, Japão e Alemanha, representando mais de 50% da produção mundial (Tabela 1).

Tabela 1 – Maiores Produtores Mundiais de Papel - 2009

Colocação	País	Mil toneladas
1	China	86.391
2	EUA	71.613
3	Japão	26.279
4	Alemanha	20.902
5	Canadá	12.857
6	Suécia	10.933
7	Finlândia	10.602
8	Coréia do Sul	10.481
9	Brasil	9.428
10	Indonésia	9.363
11	Índia	8.693
12	Itália	8.449
13	Demais	84.696
Total Mundo		370.687

Fonte: Bracelpa (2011b).

Os 4 maiores produtores mundiais de celulose¹ representam mais de 50% da produção total mundial, são eles EUA, China, Canadá e o Brasil que é o quarto produtor mundial de celulose (Tabela 2) de todos os tipos.

¹ O setor de fibras (celulose e pastas) constitui o fornecedor da principal matéria-prima para a produção de papéis. As fibras dividem-se em curtas (comprimento entre 1,0 e 2,0 mm) e longas (maiores de 2,0 mm). O processo de fabricação de cada tipo de papel utiliza um tipo de fibra diferente, pelo fato de as fibras curtas e longas terem características mecânicas diversas. No Brasil, as fibras longas são obtidas, principalmente, da madeira de pinus e as curtas, da madeira de eucalipto (DORES et al., 2007).

Tabela 2 – Maiores Produtores mundiais de Celulose

Colocação	País	Mil toneladas
1	EUA	48.329
2	China	20.813
3	Canadá	17.079
4	Brasil	13.315
5	Suécia	11.463
6	Finlândia	9.003
7	Japão	8.506
8	Rússia	7.235
9	Indonésia	5.971
10	Chile	5.000
11	Índia	3.803
12	Alemanha	2.542
13	Demais	24.898
Total Mundo		177.957

Fonte: Bracelpa (2011).

Segundo Dores et al. (2007), o grande destaque do Brasil para o setor é sua competitividade na produção da celulose de fibra curta de eucalipto: o Brasil é o maior produtor mundial, responde por 60% da capacidade e é um grande exportador desse produto.

No Brasil, no setor de papel e celulose em 2009 atuavam 222 empresas com atividades em 539 municípios, em 18 estados. O setor gerou, também em 2009, US\$ 5,0 bilhões em exportação e saldo positivo de US\$ 3,7 bilhões na balança comercial (Figura 1), que representa 14,4% do saldo da balança comercial do Brasil (BRACELPA, 2011). Isto mostra a importância das exportações do setor como gerador de divisas. Neste período ainda foram gerados 115 mil empregos diretos. E os investimentos nos últimos 10 anos ficaram na ordem de US\$ 12 bilhões (BRACELPA, 2011b).

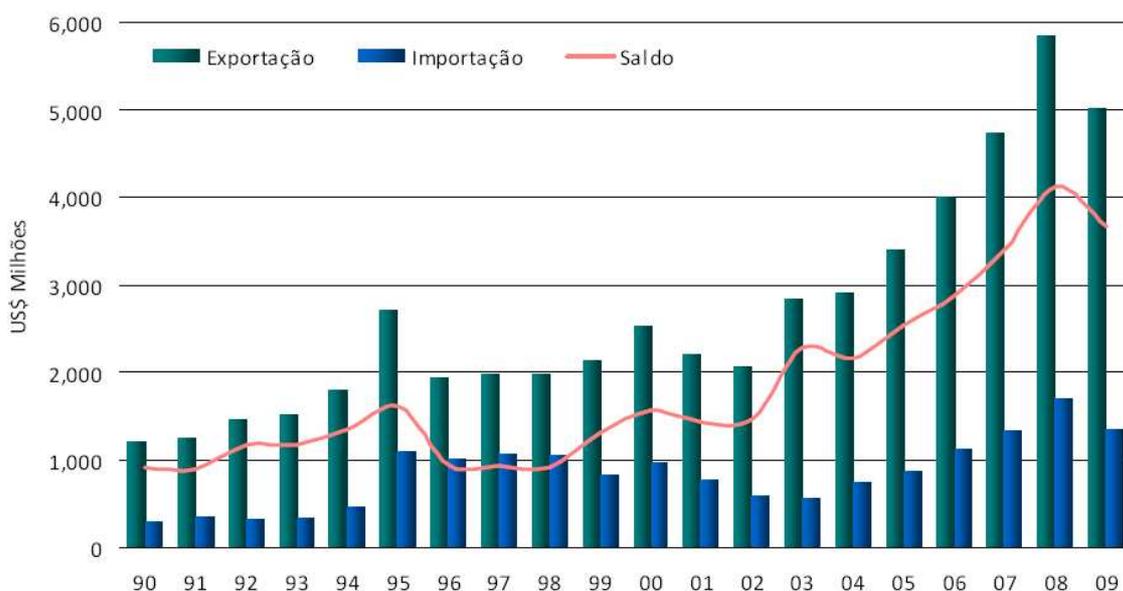


Figura 1 – Evolução da balança comercial do setor 1990-2009

Fonte: Bracelpa (2011b).

Já o número das produtoras brasileiras de celulose de mercado, de acordo com Figura 2, é bem menor: são 18 empresas com representatividade, das quais 5 são responsáveis por mais de 70% da produção. Entre elas estão a Suzano Papel e Celulose (Suzano) e a Votorantim Celulose e Papel (VCP).

Empresas	Produção		Participação	
	2007	2008	2007	2008
Aracruz Celulose SA	3.097.000	3.106.498	25,8%	24,5%
Suzano Papel e Celulose	1.516.837	2.120.324	12,6%	16,7%
Votorantim Celulose e Papel SA	1.447.004	1.500.302	12,1%	11,8%
Klabin SA	1.268.545	1.496.694	10,6%	11,8%
Celulose Nipo-Brasileira SA Cenibra	1.164.400	1.158.482	9,7%	9,1%
International Paper do Brasil Ltda	782.225	810.620	6,5%	6,4%
Veracel Celulose SA (Stora Enso)	528.206	550.178	4,4%	4,3%
Jari Celulose SA	355.700	390.346	3,0%	3,1%
Lwarcel Celulose e Papel Ltda	215.956	223.011	1,8%	1,8%
Rigesa Celulose, Papel e Embs Ltda	219.374	222.667	1,8%	1,8%
Norske Skog Pisa Ltda	181.550	173.808	1,5%	1,4%
Melhoramentos Papéis Ltda	142.050	130.851	1,2%	1,0%
Iguaçu Celulose, Papel SA	109.355	112.784	0,9%	0,9%
Orsa Celulose, Papel e Embs SA	101.179	109.624	0,8%	0,9%
Celulose Irani SA	92.459	96.313	0,8%	0,8%
Stora Enso Arapoti Ind de Papel Ltda	78.703	82.410	0,7%	0,6%
Nobrecel SA - Celulose e Papel	65.305	61.794	0,5%	0,5%
Primo Tedesco SA	58.562	59.285	0,5%	0,5%
Subtotal	11.424.410	12.405.991	95,2%	97,7%
Demais	573.254	290.555	4,8%	2,3%
Brasil	11.997.664	12.696.546		

Figura 2 – Maiores produtores de pasta de celulose (pasta de mercado)

Fonte: Bracelpa (2011a).

Registre-se que, conforme explicam Dores et al. (2007) a Suzano e a VCP também são produtoras de papel.

As exposições brasileiras de celulose tem como destino principal Europa, China e América do Norte (Figura 3 (a)). Já a produção de papel tem destino principalmente na América Latina, Europa e América do Norte (Figura 3 (b)).

A celulose de mercado, segundo Dores et al. (2007), é caracterizada como uma *commodity*. E assim tem pouca ou nenhuma variação entre os produtos de diferentes origens. Desta forma, a competição mundial, crescentemente acirrada pela busca de ampliação dos mercados, reforça a concorrência por preço e qualidade na produção (BNDES, 2011).

A competição nesta indústria se dá exclusivamente por preço e qualidade. As escalas de produção das novas plantas são cada vez maiores proporcionando menores custos unitários mas exigindo vultosos investimentos que, associados à disponibilidade de matéria-prima florestal, constituem-se nas principais barreiras à entrada (BNDES, 2011).

Devido a necessidade de grandes investimentos para entrada no setor de papel e celulose é comum a entrada de novos *players* ocorrer por meio de Fusões&Aquisições (F&A), assim como este também é um método utilizado para expansão de produção ou de mercado das empresas já inseridas neste setor.

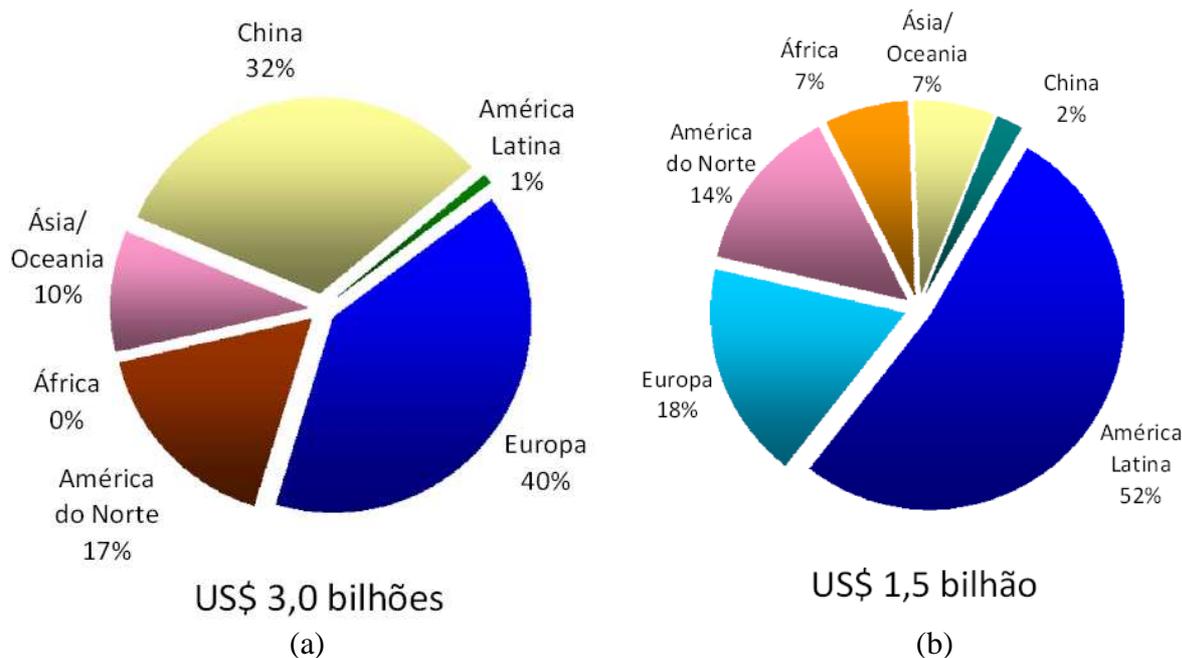


Figura 3 - Destino das exportações brasileiras 2009 (a) Celulose e (b) Papel
 Fonte: Bracelpa (2011b).

Na 1ª metade da década de 1990 foi constante a concentração produtiva e a reestruturação patrimonial no setor de Papel&Celulose. Boa parte envolveu a penetração de empresas americanas e canadenses na Europa e a formação de grandes empresas de capital americano e europeu. Também observou-se um movimento de reestruturação através de fusões entre indústrias de papel japonesas. Como resultado desse movimento, a participação das 150 maiores empresas do setor na produção mundial passou de 56%, em 1985, para 65% em 1994 (BNDES, 1996).

No Brasil também ocorreu esse movimento, e entre 1995 e 1996, ocorreram aquisições de pequenas empresas do setor por parte dos grandes grupos de papel (BNDES, 2011). Nos anos que se seguiram tanto o setor de celulose como o de papel viram intensas movimentações acionárias, parcerias e Fusões & Aquisições (F&A) ocorrerem. A consultoria KPMG (KPMG, 2010) fez um levantamento das F&A ocorridas no setor de madeira e papel desde 1994 até 2009, apresentada na Figura 4, e neste período ocorreram 97 negócios. O setor ficou em 18º no ranking da KPMG (KPMG, 2010) dos setores que mais tiveram movimentação, mas percentualmente em relação ao número de empresas do setor, as movimentações foram moderadas, pois é um mercado restrito com pequeno número de empresas pertencentes a ele.

O setor de papel e celulose no Brasil tem papel importante não só no mercado interno como no mercado externo, e as particularidades de novas entradas e crescimento do setor o tornam extremamente atrativo para estudos de geração de valor a partir do processo de F&A.

Nesse contexto, tem-se como problema de pesquisa a seguinte questão: qual o impacto causado em sociedade anônima, de capital aberto registradas em bolsa, pelo processo de fusão & aquisição, nas demonstrações financeiras e nas variáveis do mercado secundário de ações.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

Este estudo tem por objetivo em descrever e analisar o desempenho contábil-financeiro de sociedade anônima de capital aberto, registrada em Bolsa de Valores, pré e pós-fusão & aquisição ocorrida no ano de 2005 com o intuito de avaliar se houve ganho de performance e geração de valor decorrente do processo de F&A para os acionistas das empresas envolvidas como adquirentes.

Para isto serão feitas análises das demonstrações financeiras, utilizando índices contábeis-financeiros, e análise do comportamento das ações, em mercado secundário da BM&FBovespa, das empresas adquirentes no processo de F&A.

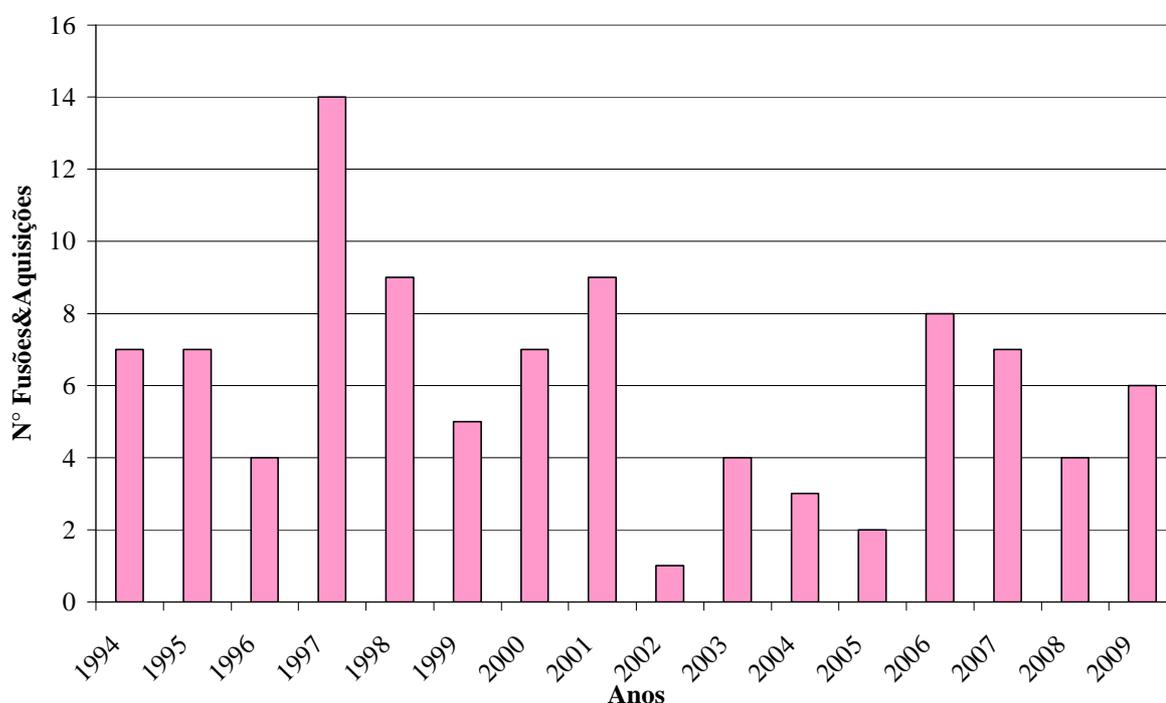


Figura 4 – Histórico de nº de fusões&aquisições ocorridas no setor de madeira e papel
Fonte: KPMG (2010).

Para as análises serão feitas avaliações estatísticas por meio de teste de hipóteses e estatística descritiva.

1.2.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos nesta dissertação são:

- Identificar Sociedades Anônimas de capital aberto que sofreram F&As no setor de Celulose e Papel;
- Descrever o comportamento das ações de Sociedades Anônimas de capital aberto antes e depois do processo de F&As;

- Investigar o comportamento das ações de Sociedades Anônimas de capital aberto antes e depois do processo de F&As;
- Investigar o comportamento de variáveis contábeis-financeiras de Sociedades Anônimas de capital aberto antes e depois do processo de F&As;
- Avaliar se houve ganho ao acionista de Sociedades Anônimas de capital aberto após F&As.

1.3 Delimitações

Serão avaliadas empresas que passaram pelo processo de fusão & aquisição.

O marco temporal foi dado pelo ano de ocorrência do processo de F&A, o período de estudo está limitado aos sete anos próximos à F&A, 3 anos no período pré F&A, 3 anos no período pós F&A, sendo descartado o ano que o evento ocorreu. Foi escolhido o mercado de papel e celulose, com F&A ocorrida no ano de 2005 como ano alvo.

Optou-se por um estudo em que uma única empresa foi adquirida por mais de uma empresa (adquirentes), neste caso 2 empresas. Dessa forma, procurou-se verificar o impacto de uma mesma aquisição por empresas diferentes.

A condição das empresas adquirentes estarem listadas em bolsa é fundamental, não só para permitir a análise da evolução dos preços de mercado de suas ações, como também pela acessibilidade a esses dados.

Levou-se em consideração ainda, a condição de que a empresa adquirida tivesse porte contábil-financeiro expressivo diante das adquirentes para ter-se expectativa prévia, do impacto das F&As.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Uma revisão bibliográfica, introdutória e sintética, se faz necessária para facilitar o entendimento do que será descrito e analisado neste estudo.

2.2 Fusões e Aquisições

Para Donega et al. (2006), as organizações que sobrevivem às constantes mudanças são as que têm capacidade de reagir a esses desafios porque prevêm a mudança e desenvolvem rapidamente suas estratégias. Uma organização sensível e flexível avalia os seus recursos e sua utilização para decidir a forma de alocação de recursos necessários para ajustar os objetivos e metas para implementar suas novas estratégias.

Dentro dessas novas estratégias surgem as reorganizações societárias. As reestruturações organizacionais estão ligadas a domínio de mercado para ganhar economia de escala e controle sobre canais de distribuição, expansão geográfica, aquisição e ou alavancagem de competências, aquisição de recursos, ajuste ao mercado competidor (DREHER ASSOCIADOS, 2008).

A reorganização societária envolve 4 operações, a saber: transformação, incorporação, fusão e cisão. Por meio de tais operações, as pessoas jurídicas mudam de tipo societário, aglutinam-se ou dividem-se, visando os sócios a dotar a respectiva sociedade de perfil mais adequado à realização do seu objeto social (MONTEIRO; PEREIRA NETO, 2008).

2.2.1 Conceitos e definições

Para Damodaram (2004) as aquisições ou tomadas de controle acionário, que parecem oferecer um atalho para os objetivos estratégicos da empresa, podem ser feitas por outra empresa ou por seus próprios administradores e investidores. Como são feitas de formas diferentes, as aquisições, segundo Damodaram (2004) podem ser classificadas conforme Figura 5.

As aquisições por meio de fusão e consolidação resultam na combinação dos ativos das empresas envolvidas (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) definem fusão como a combinação de duas ou mais empresas onde há a absorção de uma empresa por outra que deixa de existir como entidade. A empresa que procede a absorção conserva seu nome e sua identidade, e adquire todos os ativos e passivos da empresa absorvida. A empresa absorvida deixa de existir como entidade separada. E definem consolidação como uma fusão na qual é criada uma empresa inteiramente nova.

Segundo Gitman (2004) fusão envolve a junção de duas ou mais empresas para formar uma sociedade completamente nova, que absorve ativos e passivos das empresas pela qual é formada. E aquisição ocorre quando duas ou mais empresas se unem e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas.

Para Brealey e Myers (2003) fusão é a aquisição em que todos os ativos e passivos são absorvidos pelo comprador. De forma mais geral, qualquer associação entre duas empresas.

Brighan, Gapenski e Ehrhardt (2001) utilizam o termo fusão de maneira que significa qualquer combinação para a formação de uma única empresa a partir de duas ou mais empresas existentes.

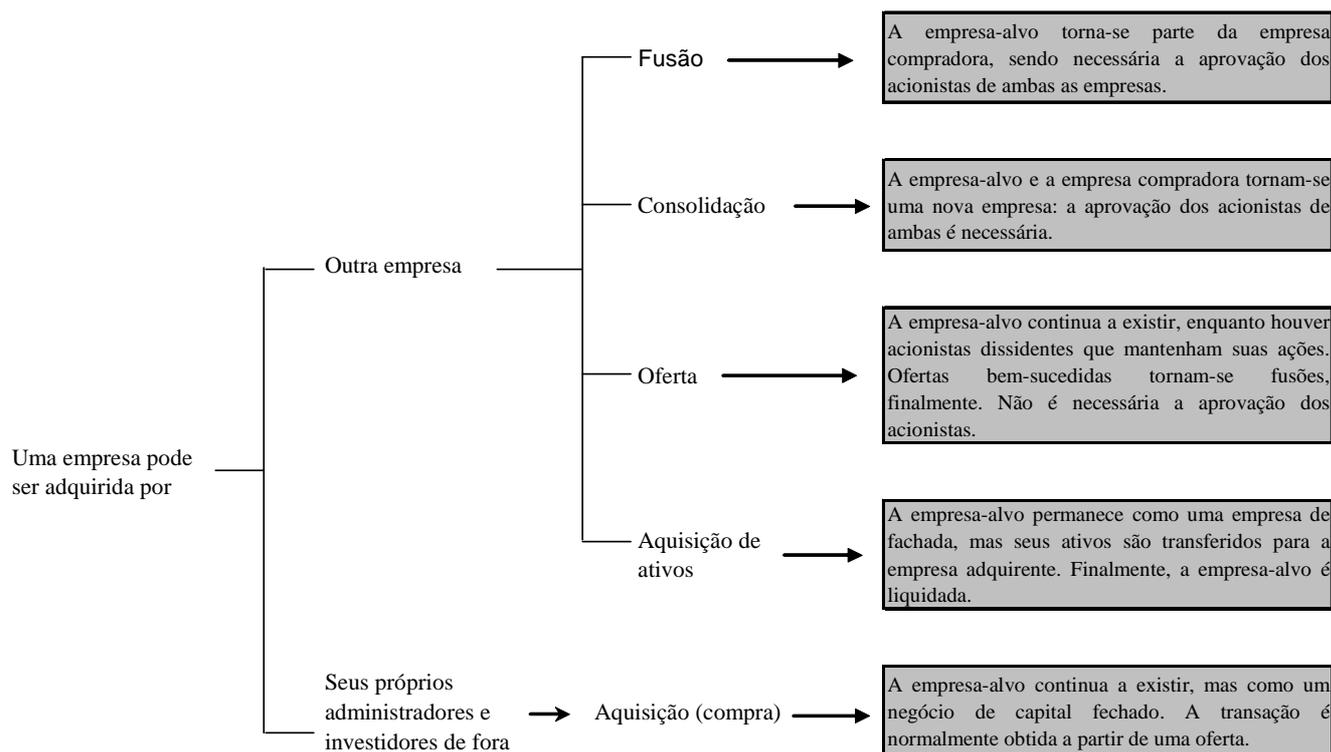


Figura 5 - Classificação das aquisições

Fonte: Damodaran (2004).

Para van Horne (2001) fusão é uma combinação de duas ou mais companhias na qual somente uma delas irá sobreviver. A companhia alvo deixa de existir.

No Brasil, ocorre uma nomenclatura técnica e específica, na maioria dos casos, diferentes da utilizada na literatura americana, trata-se da Lei n.6.404 de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), que dispõe sobre as sociedades por ações e que é comumente conhecida como Lei das Sociedades Anônimas.

A Lei das Sociedades Anônimas (BRASIL, 1976), em seu artigo 227 conceitua incorporação como sendo a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. E em seu artigo 228, propõe a seguinte definição para fusão: operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

Segundo este diploma legal a fusão levaria ao desaparecimento das duas empresas anteriores, resultando em uma nova empresa. No enfoque de autores de finanças, segundo Camargos e Barbosa (2005), esta seria a definição da chamada Consolidação (no inglês *Consolidation*).

A definição para cisão aparece no artigo 229, em que diz que é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

Destaca-se que, como a ênfase no estudo são os aspectos contábeis e financeiros fundamentais das fusões não vai se ater às distinções, sob os aspectos legais, que há entre as várias formas de combinações.

2.2.2 Classificação das F&As

Levando-se em consideração os seus aspectos subjacentes, um processo de F&A pode ser classificado sob diversos aspectos, dentre eles, econômicos, financeiros e nacionalidade da empresa.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), os analistas financeiros tipicamente classificam as aquisições em três tipos:

- Aquisição horizontal – ocorre quando uma empresa se combina com outra de sua mesma linha de negócios;
- Aquisição Vertical – ocorre quando empresas com potencial cliente-fornecedor se combinam;
- Conglomerado – a empresa compradora e a empresa adquirida não estão relacionadas de forma alguma.

Já Camargos e Barbosa (2001) possuem uma abordagem diferente na classificação, para eles os tipos de aquisição são:

- Consolidação: a empresa adquirida deixa de existir legalmente e perde sua identidade;
- Aquisição de ações: é uma operação de compra de ações com direito a voto por meio da bolsa de valores;
- Aquisição de ativos: consiste na compra de todos ou parte dos ativos de uma organização.

Os autores Gitman (2004) e Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) classificam as fusões em quatro tipos: horizontal, vertical, congênere e conglomerado.

Onde uma fusão congênere envolve empresas relacionadas, mas não produtoras do mesmo produto (horizontal), ou empresas de uma relação produtor-fornecedor (vertical).

A classificação de um processo de F&A sob os aspectos da nacionalidade das empresas pode ser visto no Quadro 1.

Quadro 1 – Classificação dos processos de fusões e aquisições.

Aspecto	Classificação	Definição
Nacionalidade das Empresas	Doméstica	Quando envolve empresas originárias do país na qual ocorreram
	<i>cross-border</i>	Quando envolve uma ou mais empresas que têm sedes em países diferentes

Fonte: Hitt, Ireland e Hoskisson (2002).

A classificação de um processo de F&A sob os aspectos financeiros das empresas pode ser visto no Quadro 2.

Quadro 2 – Classificação dos processos de fusões e aquisições.

Aspecto	Classificação	Definição
Financeiro	Operacional ou Estratégica	Quando as operações de duas ou mais empresas são integradas com a expectativa de se obter sinergias e acesso a novos mercados
	Financeira	Quando as empresas combinadas não serão operadas como uma unidade única e a partir da qual nenhuma economia operacional significativa seja esperada

Fonte: Hitt, Ireland e Hoskisson (2002).

As F&A ainda podem ser amigáveis, quando a operação é aceita pela administração da empresa adquirida, aprovada pelos acionistas e concretizada de forma simples; ou *hostis*, também conhecida pelo termo em inglês *takeover*, quando uma empresa propõe a realização da transação, apesar da discordância da administração da outra empresa, fazendo-se necessário recorrer à bolsa de valores para comprar as ações no mercado (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005).

2.2.3 Motivos

Para Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) os principais motivos que levam as companhias a fazerem fusões são sinergia, considerações fiscais, compra de ativos abaixo de seu custo de reposição, diversificação, incentivo pessoal de gestores (manutenção do controle) e valor em partes.

Para os autores sinergia é a condição pela qual o todo é maior que a soma das partes. Em uma fusão sinérgica, o valor pós-fusão supera a soma dos valores pré-fusão das empresas separadas.

Para que isto ocorra os efeitos sinérgicos podem surgir de quatro fontes, segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001): economias operacionais, que resultam de economias de escala na administração, marketing, produção ou distribuição; economias financeiras, incluindo custos de transação mais baixos e melhor cobertura pelos analistas de títulos; eficiência diferencial, que implica a gestão de uma empresa ser mais eficiente e que os ativos da empresa mais fraca serão mais produtivos após a fusão; e, aumento de poder de mercado, em função da redução na competição.

Para Gitman (2004) sinergias são economias de escala que geralmente resultam da redução do custo indireto das empresas fundidas. As economias de escala que geralmente resultam da fusão de empresas reduzem os custos indiretos das empresas combinadas, elevando como consequência seu lucro a um nível superior à soma dos seus lucros como empresas independentes.

Onde uma empresa que é altamente lucrativa e se encontra na faixa de alíquota de imposto de renda mais alta poderia adquirir uma empresa com grandes prejuízos fiscais acumulados e, então, utilizar esses prejuízos para ter economia imediata de impostos, em vez de serem postergados e usados no futuro (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001). Para Gitman (2004) considerações tributárias motivam a F&A para que a empresa possa adquirir prejuízos transferíveis para o futuro.

Fusões podem servir para reduzir pagamento de impostos, quando há excesso de caixa e poucas oportunidades internas de investimentos e as suas opções para dispor desse excesso

de caixa são: pagar um dividendo extra, investir em aplicações financeiras, recompra de suas ações, ou aquisição de outra empresa.

Muitas vezes uma empresa torna-se candidata à aquisição porque o custo de reposição de seus ativos é consideravelmente maior do que o seu valor de mercado.

Para Gitman (2004) o objetivo básico de uma fusão ou aquisição é a maximização da riqueza dos proprietários, refletida no preço da ação da empresa compradora.

O autor cita ainda, além dos aqui já descritos, como motivos para a realização de F&A crescimento ou diversificação, levantamento de fundos, aumento da capacidade administrativa ou da tecnologia e considerações tributárias.

O crescimento ou diversificação ocorrem em empresas que desejam crescer rapidamente em termos de tamanho ou participação no mercado, ou diversificar suas linhas de produtos.

As empresas ainda podem se unir para aumentar sua capacidade de captação de fundos. Isto ocorre quando uma empresa que possui um nível elevado de ativos líquidos e um nível baixo de obrigações une-se a uma empresa desprovida de fundos, e aumentando assim, imediatamente a capacidade da empresa para tomar empréstimos e reduz sua alavancagem financeira. Isto permite que ela levante recursos externamente, a custos mais baixos.

As empresas também podem se unir para adquirir capacidade gerencial ou tecnologia quando se sentem incapazes de desenvolver-se integralmente por força de deficiências nessas áreas (GITMAN, 2004 e ORSI, 2005).

Segundo Camargos e Coutinho (2008), os principais motivos para que ocorram as F&As apresentados pela literatura econômico-financeira são apresentados no Quadro 3.

Outros motivos ainda não citados são a F&A para ativos estratégicos intangíveis como marca e canais de distribuição e limitar a concorrência.

Diversos autores, como Tanure e Caçado (2005), Camargos e Barbosa (2001), Camargos e Barbosa (2003), Camargos e Barbosa (2005) e Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005) propõem motivos que podem levar organizações a optar por operações de F&A: a criação de valor, quando a empresa adquirida pode contribuir estrategicamente nos negócios da adquirente; o aumento de valor da empresa e de liquidez para o acionista; o crescimento da participação em determinado setor da economia; a necessidade de diversificação de produtos ou negócios; a assimilação de tecnologia e conhecimento; o ganho de benefícios fiscais; a eliminação de ineficiências em empresas mal administradas; a redução do custo do capital, devido ao aumento do porte da corporação; projetos de expansão dos negócios; a possibilidade de sinergia e compra de ativos com preços favoráveis; e uma atitude de proteção contra aquisição hostil, por meio do fortalecimento da empresa no mercado.

Uma empresa, quando resolve adquirir outra, deve ter como motivo primordial a maximização, a longo prazo, da riqueza do proprietário, que é refletida pelo valor da ação. Segundo van Horne (2001) uma fusão bem sucedida, portanto, será aquela que elevar o preço de mercado da ação da firma, acima do que teria alcançado, caso não houvesse fusão alguma.

Camargos e Barbosa (2005) afirmam que a lógica subjacente a um processo de fusão ou aquisição geralmente é a potencial criação de riqueza para os acionistas na forma de valorização acionária.

Firth (1980) assinala que a maioria dos motivos para realização de F&A está fundamentada nas seguintes teorias da firma:

- Teoria neoclássica da maximização dos lucros da firma: as forças do mercado motivam os gestores a tomarem decisões que maximizem o valor das firmas e a riqueza dos acionistas. As firmas se engajarão em F&A's se estas resultarem no aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, advindo de aumentos na rentabilidade.

- Teoria da maximização da utilidade gerencial: além de um nível satisfatório de lucro, os administradores tentarão maximizar sua utilidade, em detrimento da maximização dos acionistas. Estes objetivos podem ser alcançados por meio do aumento do tamanho da firma, e as F&A's são uma forma rápida de obter isso.

Quadro 3 – Motivos para Fusões e Aquisições

Motivo	Descrição
Expectativas Assimétricas	Diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra
Irracionalidade individual	Justificativa hipotética para as fusões, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Irracionalidades estas, diluídas ou anuladas quando consideradas de forma agregada na interação dos vários agentes econômicos (Roll, 1986)
F&As como uma Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações	Situação presente em firmas com fluxos de caixa livres
Compensações e Incentivos Tributários	Advindos de créditos tributários, relativos a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas podem ser compensados em exercícios futuros pela outra firma que venha apresentando lucros
Custos de Reposição e Valores de Mercado	Situação existente quando os custos de reposição dos ativos de uma firma forem maiores que o seu valor de mercado. Isto é, quando a razão 'Q de Tobin' (valor de mercado / valor patrimonial) de uma da firma for menor do que a unidade ('Q de Tobin' < 1)
Sinergias Operacionais e Gerenciais	Advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (<i>know-how</i>)
Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	Advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução da competição
Redução do Risco de Insolvência	Advindo da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita (F&As conglomerado e co-seguro)
Razões Gerenciais	As F&As podem ocorrer visando tanto o aumento do bem-estar dos diretores das firmas, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações, como a substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas

Fonte: Camargos e Coutinho (2008).

2.2.4 Vantagens e desvantagens

Segundo Barros (2001), as alianças representam uma opção estratégica para o desenvolvimento e a competição no mercado. As F&As são uma das alternativas de alianças estratégicas. Suas vantagens são:

- Controle da outra empresa;
- Não há conflitos na partilha de lucros;
- Maior rapidez de acesso à oportunidade;
- Conquista rápida de posição de mercado;
- Bom potencial para aprendizagem.

As desvantagens, também segundo Barros (2001) são:

- Alto custo de controle;
- Problemas de compatibilidade cultural;
- Difícil reversão do processo;
- Potencial para problemas de implementação devido às leis restritivas quanto à concentração econômica nos países.

2.2.5 Histórico

Os primeiros processos de F&As foram registrados logo no início da revolução industrial. Segundo Camargos e Barbosa (2003), a partir do fim do século XVIII, houve uma forte concentração de capitais, o que favoreceu as ondas de F&As ocorridas. Estas ondas podem ser descritas como no Quadro 4.

Para Soares (2005) o movimento em ‘ondas’ das F&As é caracterizado por épocas de concentração das operações e estes processos se efetivam em épocas de alta atividade econômica, onde os mercados estão aquecidos, enquanto a prospecção por oportunidades de F&As ocorre em épocas de baixa nestes mercados, onde as empresas buscam associações ou passam por dificuldades financeiras. Soares (2005) conclui que as decisões de F&As estão associadas a motivações estratégicas de longo prazo, enquanto a concretização dos negócios está associada às boas condições do curto prazo.

Segundo Tanure e Cançado (2005), as fusões e aquisições (F&As) tornaram-se mais frequentes a partir dos anos 1990, no Brasil, por causa de fatores como a abertura da economia para o capital externo, o fim dos monopólios e das reservas de mercado, as privatizações e os problemas de sucessão em empresas familiares.

Camargos e Barbosa (2001) apontam que as recentes F&As têm sido provocadas, sobretudo, por dois fatores: o objetivo de grandes conglomerados se concentrarem em seu principal negócio, desfazendo-se de negócios secundários; e a necessidade de obter sinergias.

Quadro 4 – Ondas de F&A

Onda	Características
A grande Onda de Fusões (1887-1904)	<p>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; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.</p>
Movimento nas Fusões (1916-1929)	<p>O <i>boom</i> 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 companhia não foram mais permitidas por leis anti-truste. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam o poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio (STIGLER, 1950).</p>
A onda de Fusões de Conglomerados (Década de 60)	<p>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 fracassou porque a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996).</p>
A onda dos Anos 80	<p>Caracterizada pela expansão empresarial devida não a investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim à aquisição de outras firmas, em razão de o baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O <i>crash</i> 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, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>take overs</i>. O <i>boom</i> das F&As dos anos 80 na economia norteamericana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 90 esta atividade pode 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).</p>

Fonte: Soares (2005).

2.2.6 F&A no mercado brasileiro

Camargos e Barbosa (2005a) em sua obra informam que o órgão responsável pela análise dos atos de concentração empresarial, no Brasil, por meio do cumprimento da Lei 8.884, de 11 de junho de 1994, é o Conselho Administrativo de Defesa Econômico (CADE), assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda respectivamente, que juntos formam o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC).

A economia brasileira tem acompanhado a evolução das F&As da economia mundial, conforme se pode observar pela evolução do número de transações apresentadas na Figura 6. No período considerado, entre 1994 e 2009, ocorreram 5.848 processos de F&A, dos quais, 2.633 envolveram apenas firmas brasileiras (domésticas) e 3.215 foram resultado de uma firma brasileira e uma estrangeira (*cross-border*), KPMG (2010).

A pesquisa da KPMG (2010) separa as fusões e aquisições em dois grupos: doméstica e *cross border*. As operações domésticas são aquelas em que somente empresas brasileiras estão envolvidas, e as operações *cross borders* são aquelas em que companhias brasileiras são adquiridas por empresas estrangeiras. Observa-se que a quantidade de operações *cross borders* são predominantes ao longo do período mostrado, com inversão nos anos de 2002 e 2008.

Segundo pesquisa da KPMG (2010), os cinco primeiros setores de maior número de transações foram: tecnologia de informação, alimentos, bebidas e fumo, companhias energéticas, publicidade e editoras e seguros.

Observa-se claramente uma onda de crescimento das F&A ocorridas no Brasil no período pós plano real, mas que apresentou queda abrupta no ano de 2002, período de grande turbulência cambial no país. A partir de 2003 há um forte crescimento dos processos de F&As, tanto com entrada de capital estrangeiro como internamente.

Houve pico de transações de F&A ocorridas no ano de 2007. Foram 351 domésticas e 348 *cross border*, total de 699 F&A ocorridas.

No ano de estudo em questão, 2005, ocorreram 363 F&As, sendo 150 domésticas e 213 *cross border*.

2.3 Mercado Secundário de Ações

Para Andrezo e Lima (1999) o mercado financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, criando condições de liquidez no mercado.

Funciona como sistema-meio, cabendo-lhes, em essência, aproximar a oferta final da demanda final, transferindo recursos, organizando fluxos. Esse sistema-meio destina-se a bancar, financiar, investir e administrar recursos, sendo todas essas atividades sinônimos de intermediar (RUDGE e CAVALCANTE, 1993).

A intermediação financeira desenvolve-se de forma segmentada, com base em quatro subdivisões estabelecidas para o mercado financeiro: mercado monetário, mercado de crédito, mercado cambial e mercado de capitais (ASSAF NETO, 2010).

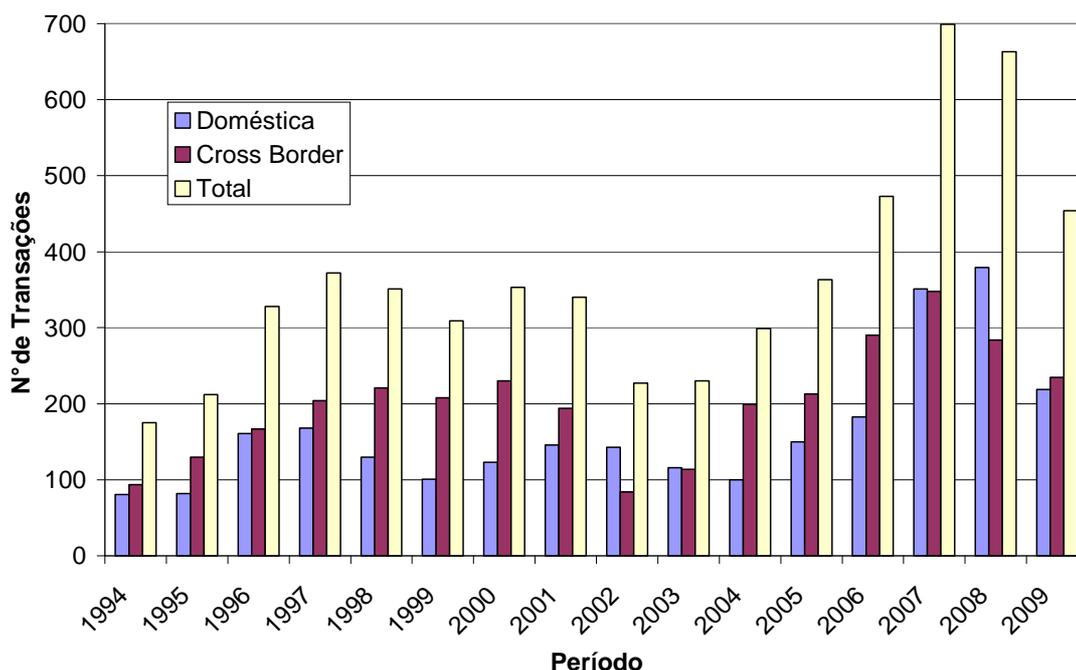


Figura 6 – Número de transações de F&As

Fonte: KPMG (2010).

O mercado monetário encontra-se estruturado visando o controle da liquidez monetária da economia. Os papéis são negociados nesse mercado tendo como parâmetro de referência a taxa de juros, que se constitui na sua mais importante moeda de transação. Os papéis que lastreiam as operações do mercado monetário, caracterizam-se pelos reduzidos prazos de resgate e alta liquidez (ASSAF NETO, 2010).

Ainda para Assaf Neto (2010), são negociados principalmente, os papéis emitidos pelo Banco Central do Brasil voltados à execução da política monetária do Governo Federal e pelo Tesouro Nacional emitidos com o objetivo de financiar o orçamento público, além de diversos títulos públicos emitidos pelos estados e municípios. Também são negociados os certificados de depósitos interfinanceiros (CDI) e títulos de emissão privada.

O mercado de crédito, segundo Assaf Neto (2010), visa fundamentalmente suprir as necessidades de caixa de curto e médio prazo dos vários agentes econômicos, seja por meio da concessão de crédito às pessoas físicas ou empréstimos e financiamentos às empresas.

Para Assaf Neto (2010), o mercado cambial é o segmento financeiro em que ocorrem operações de compra e vendas de moedas internacionais conversíveis, ou seja, em que se verificam conversões de moeda nacional em estrangeira e vice-versa.

As operações cambiais processam-se basicamente por meio de operadores de câmbio, que são especialistas vinculados às instituições financeiras na função de transacionar divisas, e as corretoras de câmbio, que atuam como intermediários entre as operadoras e os agentes econômicos interessados em comprar ou vender moedas. O corretor de câmbio intervém nas operações cambiais aproximando as partes interessadas em negociar divisas e municiando os participantes com importantes informações relacionadas às negociações e taxas de mercado, (ASSAF NETO, 2010).

Segundo Andrezo e Lima (1999), mercado de capitais é o grande muniador de recursos de longo prazo para empresas, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.

Segundo Assaf Neto (2010), o mercado de capitais é estruturado de forma a suprir as necessidades de investimento dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamento de médio e longo prazos para capital de giro e capital fixo. Também oferece financiamentos com prazo indeterminado, como as operações que envolvem a emissão e subscrição de ações e debêntures.

O mercado de ações, para Veiga (1996), visa ampliar a liquidez dos negócios, reduzindo um dos aspectos do risco do investidor e garantir, no caso específico, as Sociedades Anônimas de capital aberto, maior respaldo e credibilidade junto aos investidores, quando buscam novos recursos para ampliar seu capital social.

O mercado de ações, segundo Fortuna (2001), pode ser dividido em dois segmentos: o mercado primário, no qual a própria empresa emite ações ou debêntures que são ofertadas através de uma instituição financeira; e o mercado secundário, no qual as ações são comercializadas entre investidores através das bolsas de valores.

O mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, ou seja, no qual a empresa obtém recursos para seus empreendimentos (ASSAF NETO, 2003). Quando a emissão é subscrita totalmente pelos antigos acionistas, mesmo que a empresa esteja registrada em bolsa, chama-se de subscrição particular e é feita diretamente na empresa e/ou por meio da Bolsa de Valores. Para Assaf Neto (2003), nessa etapa ocorre a primeira negociação da ação e o dinheiro vai para a empresa. Somente nesta etapa a empresa obtém novos recursos, já no mercado secundário a empresa não se beneficia diretamente das negociações (ASSAF NETO, 2010).

O mercado secundário registra unicamente a transferência de propriedade de títulos e valores mobiliários das empresas, e caracteriza-se pela transação entre compradores e vendedores de ações. Ao fim de um período o investidor desejará converter as aplicações realizadas novamente em dinheiro, vendendo suas ações para um futuro comprador que não adquiriu as ações no momento da emissão primária (ASSAF NETO, 2010). Para realização deste tipo de operação, o vendedor deverá utilizar os serviços de um escritório credenciado a operar com valores, para que este possa realizar então, uma operação denominada secundária. Assim, para Assaf Neto (2010), o mercado secundário é onde se transferem ações entre investidores e/ou instituições.

Ainda segundo Assaf Neto (2003), a função do mercado secundário é dar liquidez as ações em poder do investidor e a certeza de realização de transações em condições normatizadas, seguras e transparentes.

O mercado secundário de bolsa é aquele em que se compram e vendem ações, nele os clientes (compradores e vendedores) e as instituições do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários viabilizam a negociação com títulos e valores mobiliários. Dentre suas características Assaf Neto (2003) cita: livre concorrência e pluralidade de participações, homogeneidade do produto e transparência na fixação de preços.

As ações, segundo Assaf Neto (2010), constituem a menor fração do capital social de um sociedade anônima. São valores negociáveis e distribuídos aos acionistas de acordo com a participação monetária efetiva.

Segundo Veiga (1996), o Mercado de Ações tem como *locus* de suas transações as Bolsas de Valores. Para Assaf Neto (2010) a função básica dessas instituições é a de oferecer um ambiente seguro e eficiente para a compra e venda de valores de companhias abertas.

As Bolsas de Valores são entidades integrantes do Sistema Financeiro Nacional, e são fiscalizadas pela CVM.

As Bolsas de Valores embora autônomas operam sob supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Que é um órgão auxiliar, que fiscaliza os respectivos membros e as operações realizadas nas Bolsas de Valores.

Para Fortuna (2001), a Bolsa de Valores, em síntese, é o local especialmente criado e mantido para negociação de valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado pelas corretoras e autoridades. Por valores mobiliários entendem-se títulos tais como debêntures, ações e outros emitidos por Sociedades Anônimas.

Fundada em 23 de Agosto de 1890 como entidade oficial corporativa, vinculada às secretarias de finanças do governo estadual e composta por corretores nomeados pelo poder público, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) só assumiu a característica institucional que mantém até hoje com as reformas do sistema financeiro nacional e do mercado de capitais implementadas em 1965/66. Foi entidade sem fins lucrativos até 2007.

Em 2007, segundo Assaf Neto (2010) a Bovespa promoveu uma importante reorganização societária, transformando-se de uma associação civil sem fins lucrativos em uma sociedade por ações denominada Bovespa *Holding*. Este processo em bolsa de valores é conhecido, segundo Assaf Neto (2010), por 'Desmutualização'.

Em 2008, foi promovida a integração entre a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo, criando a BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro.

Na BM&FBovespa, são regularmente negociadas ações de companhias abertas, opções sobre ações, direitos de dividendos sobre ações, bônus de subscrição e cotas de fundos.

Segundo Faria (2003), para as Sociedades Corretoras existirem, elas precisam de habilitação junto ao Banco Central e a CVM, Comissão de Valores Mobiliários, que as fiscalizam. Elas são instituições autorizadas a operar no mercado de ações pelo Banco Central. As Sociedades Corretoras são instituições que efetuam, com exclusividade, a intermediação financeira nos pregões das bolsas de valores (ASSAF NETO, 2010).

Segundo Fortuna (2001), as ações são títulos representativos do capital social de uma empresa constituída na forma de sociedade anônima. É dita aberta por ter seus títulos negociados em Bolsa de Valores e, portanto, sujeita a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações junto ao público.

Para Fortuna (2001) e Assaf Neto (2010), as ações podem ser Ordinárias, com direito a voto, ou Preferenciais, com direito de preferência sobre os dividendos a serem distribuídos e outros, sendo que, após o Plano Collor, todas são nominativas, ou seja, Ordinária Nominativa (ON) e Preferencial Nominativa (PN).

Segundo Rudge e Cavalcante (1993) e Assaf Neto (1999) as ações preferenciais nominativas têm como característica fundamental a prioridade sobre as ações ordinárias no recebimento de dividendos e de receber, no caso de dissolução da sociedade, a sua parte. Podem existir diversas classes de ações preferenciais (classe A, classe B etc.) dependendo das vantagens ou restrições que elas apresentam, as vantagens ou preferências, bem como as restrições que essas ações possuem, devem constar claramente nos estatutos da companhia.

Para Assaf Neto (2003), a característica principal das ações ordinárias nominativas é o direito ao voto. Numa sociedade anônima é por meio do voto que o acionista tem direito legal de participarem das decisões gerenciais da empresa.

É nas assembléias gerais e extraordinárias que o acionista ordinário vota, sendo seu voto proporcional à quantidade de ações que possui. Nas sociedades por ações, a autoridade maior é a assembléia dos acionistas. A elas cabe auferir os direitos e resultados, e cumprir com as obrigações societárias. Deliberam sobre a atividade da companhia, aprovam as contas patrimoniais, o destino dos lucros, a eleição dos diretores e alterações estatutárias dos interesses das companhias (ASSAF NETO, 2003).

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas², o número de ações preferenciais sem direito a voto não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas da empresa.

Para Fortuna (2001), o preço de uma ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que refletem as condições estruturais e comportamentais da economia do país e específicas da empresa e de seu setor econômico.

Normalmente, as ações traduzem as expectativas dos agentes econômicos em relação às perspectivas do país e, por conseqüência, aos destinos das empresas abertas (Fortuna, 2001).

A liquidez de uma ação, segundo Assaf Neto (2010), pode ser entendida como a facilidade de se adquirir ou vender o papel no mercado.

Para Fortuna (2001), os principais indicadores diretos que influenciam os investidores na decisão de aquisição ou venda de uma ação são:

- Beta com o índice da bolsa (movimento da ação em relação ao movimento do índice);
- Preço da ação no mercado;
- Lucro por ação;
- Índice preço/lucro;
- Índice preço/valor patrimonial da ação;
- Índice dividendo/preço de mercado da ação;
- Índice dividendo/lucro;
- Índice preço/fluxo de caixa operacional.

Segundo Veiga (1996), os atores ou agentes econômicos que atuam no mercado bursátil podem ser agrupados, por suas características: em pessoas físicas, investidores institucionais, investidores estrangeiros, empresas privadas e públicas³, podendo ocorrer eventualmente, a participação de investidores não passíveis de enquadramento nas categorias enunciadas.

A Lei que dispõe sobre as sociedades por ações é a de n.6.404 de 15 de dezembro de 1976. A lei n.11.638 de 28 de dezembro de 2007, em sua ementa diz que altera e revoga dispositivos da Lei n.6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), e da Lei n.6.385 de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras, sendo chamada a nova lei das sociedades por ações (IUDÍCIBUS, 2009).

2.4 Análise das Demonstrações Financeiras

A Lei n.6.404, de 15 de dezembro de 1976, em seu artigo 176, obriga todas as S.A.s, ao fim de cada exercício social, a elaborar e publicar as seguintes demonstrações financeiras: Balanço Patrimonial (BP), demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), demonstração dos fluxos de caixa, demonstração do valor adicionado se possuir capital aberto, as Demonstrações das origens e aplicações de recursos (DOAR) não são mais necessárias, tendo sido substituído pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) na Lei n.11.608 de 2007, que também incluiu a demonstração do valor adicionado, se companhia aberta. As demonstrações, de cada exercício em vigor, sempre devem ser publicadas com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do

² Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, seção III, alterada pela Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001.

³ A classificação descrita é utilizada pela BM&FBOVESPA em seus relatórios de atividades.

exercício anterior, como facilitação da verificação da evolução dos valores (artigo 176 inciso 4, Lei n.6.404).

As demonstrações devem ser complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício (artigo 176 inciso 4, Lei n.6.404).

As notas devem indicar os investimentos em outras sociedades, quando relevantes, conforme artigo 247 da mesma lei.

O artigo 249 da lei n.6.404, informa que a companhia aberta que tiver mais de 30% do valor do seu patrimônio representado por investimentos em sociedades controladas deverá elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas.

Segundo Fabretti (2005), a análise das demonstrações financeiras tem várias finalidades, dentre elas:

- Demonstrar a situação econômico-financeira da empresa;
- Fornecer elementos básicos de informações gerenciais;
- Demonstrar, por meio da análise de balanço das empresas envolvidas nas operações de fusões, aquisições e cisões, o valor econômico financeiro de cada uma.

Gitman (2004) ressalta que as demonstrações financeiras fornecem uma rápida visão intuitiva da situação da empresa. E que sua análise fornece um ponto inicial para se compreender uma empresa.

Matarazzo (1985) explica que as demonstrações financeiras fornecem uma série de dados sobre um empresa, de acordo com regras contábeis. E análise de balanço consiste em transmitir estes dados em informações e será tanto mais eficiente quanto melhores informações produzir.

Matarazzo (2010) informa ainda que a política financeira de uma empresa tem reflexo nas demonstrações financeiras. Já a análise de balanços permite uma visão estratégica e dos planos da empresa analisada.

Segundo Weston e Brigham (2000), as demonstrações financeiras divulgam tanto a posição de uma empresa em um determinado período, quanto suas operações no decorrer de algum período passado, alé de poderem ser utilizadas na previsão de lucros e dividendos futuros.

Camargos e Barbosa (2005) dizem que a análise das demonstrações financeiras, principalmente do BP e da DRE, constitui um dos estudos mais relevantes da Administração Financeira, denominada análise fundamentalista.

Camargos e Barbosa (2005) destacam ainda que dentre as diversas técnicas indicadas pela literatura especializada para a análise do desempenho de uma empresa destaca-se a análise de índices contábil-financeiros.

Definida como uma técnica que considera os diversos demonstrativos contábeis, principalmente DRE e BP, como fonte de dados de informações, que são compilados em índices e indicadores, que interpretados possibilitam a avaliação do desempenho da situação da empresa. Também é possível realizar uma análise histórica, evolução do desempenho contábil-financeiro da empresa, desde que sejam levados em considerações informações como a inflação do período.

Assim, os indicadores constituem a metodologia de análise mais empregada e tem como objetivo fornecer uma visão ampla da situação contábil-financeira das empresas.

Marion (2002) destaca que o conhecimento da situação econômico-financeira de uma empresa só é possível por meio da análise de três pontos fundamentais: liquidez, endividamento (situação financeira) e rentabilidade (situação econômica da empresa).

Iudícibus (2009) caracteriza a análise de balanço como a arte de saber extrair relações úteis, para o objetivo econômico que se tenha em mente.

Matarazzo (2010) também caracteriza a análise de balanços, como a forma objetiva de extrair informações das demonstrações financeiras para a tomada de decisões.

Assaf Neto (2010) informa que a análise de balanços permite que se extraia, dos demonstrativos financeiros, informações úteis sobre o seu desempenho econômico-financeiro.

Iudícibus (2009) lembra ainda que a análise de balanços encontra seu ponto mais importante no cálculo e avaliação do significado de quocientes. O uso de quocientes tem como principal finalidade permitir ao analista extrair tendências e comparar os quocientes com padrão preestabelecidos. Além de fornecer informações do passado, fornecer também bases para inferir o que poderá acontecer no futuro.

Os indicadores contábeis-financeiros escolhidos serão explicados e suas formulações indicadas na Metodologia.

3 METODOLOGIA

A metodologia a ser utilizada para a realização do trabalho de dissertação, bem como as delimitações e as limitações serão aqui apresentadas.

3.2 Classificação do Estudo

No estudo realizado para conceber esta dissertação, são combinadas as modalidades de pesquisa, segundo a classificação de Vergara (2010), quanto aos fins e quanto aos meios de investigação. Quanto aos fins o trabalho segue a seguinte classificação:

- Descritiva: porque visa a relacionar o comportamento contábil-financeiro da sociedade anônima com o desempenho pós-fusão & aquisição;
- Explicativa: pois pretende explicar se houve mudança na empresa decorrente do processo de F&A.

E, também são articulados os seguintes meios de investigação, segundo classificação de Vergara (2010):

- Documental: pois são utilizados documentos publicados que tratam da empresa e material disponível em suas páginas na internet;
- Bibliográfica: pois é verificada a contribuição de outros autores acerca do assunto.
- Ex post facto: pois pretende estudar um fato já ocorrido;
- Estudo de caso: pois pretende estudar o processo de uma única empresa que passou pelo processo de F&A como adquirida.
E são utilizadas as seguintes fontes:
- Arquivos Particulares: são utilizados documentos das organizações estudadas;
- Arquivos Públicos: são utilizados documentos publicados pelas organizações estudadas;

3.3 Caso a Ser Estudado

O universo da pesquisa é composto pelas empresas que possuem capital aberto negociado na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro (BM&FBovespa) e que passaram pelo processo de fusão & aquisição. A amostra para análise é composta pelas empresas que participaram do processo de F&A da empresa escolhida. A empresa do setor de papel e celulose escolhida foi a Ripasa Sociedade Anônima Celulose e Papel (Ripasa).

O anúncio da aquisição da Ripasa ocorreu em 2004 com efetiva realização do negócio no ano de 2005. Ela foi adquirida pelo Consórcio Compacel, composto pelas empresas Suzano Papel e Celulose S.A. (Suzano), Votorantim Celulose e Papel S.A. (VCP). As empresas estudadas são as adquirentes da Ripasa: Suzano Papel e Celulose S.A. (Suzano), Votorantim Celulose e Papel S.A. (VCP).

A empresa Ripasa foi escolhida principalmente pelo seu porte ser significativo perante as adquirentes, e pelas adquirentes serem empresas de capital aberto, registradas em bolsa de valores, com papéis negociados na BM&FBovespa. Também contribuiu o fato de ter sido adquirida por duas empresas diferentes e concorrentes no mercado de papel e celulose o que

permite acompanhar os diferentes desdobramentos contábeis-financeiros oriundos de uma mesma aquisição, com mesmo valor pago.

Como forma de contextualizar os resultados contábeis-financeiros ocorridos no período em estudo, foi feito um levantamento dos fatos relevantes, comunicados, atas de assembleias e *press release* divulgados pelas empresas. As informações foram obtidas diretamente nos sites das empresas escolhidas, na área de relacionamento com o investidor, e complementados com informações obtidas no sites da BM&FBovespa e da CVM, assim como através do banco de dados da consultoria Economatica.

Fatos relevantes são informações consideradas importante pela empresa que decide divulgá-la a todo o mercado, a informação é divulgada publicamente atingindo tanto acionistas como o público em geral.

Segundo a lei n.6.404 de 15 de Dezembro de 1976, em seu parágrafo 4º do artigo 157 os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Algumas empresas além de fato relevante divulgam outras formas de comunicação com o investidor para mantê-lo informado de ações de menor impacto.

A seguir é apresentado histórico sobre cada uma das empresas envolvidas na análise.

3.3.1 Suzano Papel e Celulose Sociedade Anônima (Suzano)

Nesta seção é apresentado um breve histórico de criação e operação da empresa Suzano desde sua criação até o primeiro ano em estudo, 2002. A partir desta data são apresentadas informações oriundas de fato relevantes e comunicação com o Investidor apresentadas pela empresa em caráter obrigatório pela CVM. As informações apresentadas são as consideradas importantes para o desenvolvimento de todo o processo de reorganização societária apresentado pela empresa Suzano. Estas informações foram adquiridas por meio de pesquisa nos sites da própria Suzano, CVM, BM&FBovespa e pelo banco de dados do Economatica.

3.3.1.1 Histórico Suzano

A Suzano Papel e Celulose é parte do grupo Suzano, controlado desde sua origem em 1924 pela família Feffer, tradicional empreendedora no setor. Este controle é exercido atualmente pela Suzano *Holding* S.A., que também detém investimentos no setor petroquímico, por meio da Suzano Petroquímica (SUZANO, 2010).

As origens da Suzano remontam à criação de uma empresa comercial por Leon Feffer. Nascido em 1902 na cidade de Kolki, Ucrânia, Leon emigrou para o Brasil em 1921 e passou a atuar com a venda de papéis. Logo depois também se dedicou a atividades de manufatura, fabricando envelopes, sacos de papel e embalagens, além de montar uma pequena tipografia (SUZANO, 2010).

Em 1924, Leon Feffer registrou sua empresa na Junta Comercial de São Paulo, voltada à comercialização de papel. Fica então marcada esta data como início da empresa que mais tarde será a Suzano *Holding* S.A. (SUZANO, 2010).

Durante o período que deteve a comercialização de papel, Leon Feffer costumava enfrentar dificuldades causadas pela dependência do Brasil em relação à importação de papel (SUZANO, 2010).

Em 1939, percebendo que a produção brasileira de papel era insuficiente e que a importação seria prejudicada com o início da Segunda Guerra Mundial, Leon Feffer decidiu investir na fabricação de papel. Para tanto, construiu uma fábrica em São Paulo (bairro do Ipiranga), Fábrica A. Em 1941 a primeira máquina de papel foi posta em operação (SUZANO, 2010).

Com a fábrica em funcionamento, no entanto, Leon continuou dependente da importação de matéria-prima, até esta época exclusivamente a celulose de pinus, e decidiu em 1942 pesquisar alternativas que, mais tarde, resultariam no desenvolvimento da celulose de eucalipto (SUZANO, 2010).

Em 1946, a Leon Feffer & Cia Ltda. mudou sua razão social para Indústria de Papel Leon Feffer S.A. (SUZANO, 2010)

Em 1955, após analisar várias alternativas para a produção de celulose, em diferentes origens de árvores, em escala industrial, Max Feffer, filho de Leon e sucessor na liderança das empresas do pai, obteve resultados positivos com o eucalipto. Neste mesmo ano, foi adquirida a Indústria de Papel Euclides Damiani S.A., em Suzano (SP). Primeira aquisição documentada da empresa (SUZANO, 2010).

Em 1956, a Indústria de Papel Euclides Damiani S.A. teve a razão social alterada para Companhia Suzano de Papel e Celulose. Nome que perdurou na companhia até o fim do processo de incorporação com a Bahia Sul Celulose ocorrida no ano de 2004 (SUZANO, 2010).

Em 1957, foi criada a Divisão Florestal, voltada ao gerenciamento de compra de terras, plantio e manejo de florestas de eucalipto (SUZANO, 2010).

Em 1960, ocorreu a aquisição do controle acionário das Indústrias de Papel Rio Verde S.A., que possuía duas unidades, uma em Suzano e outra em Pirituba, ambas localizadas no estado de São Paulo (SUZANO, 2010).

Após 18 anos do início das pesquisas de diferentes origens para a celulose, em 1960, a Suzano lança a linha de papel para impressão e para escrever 100% de celulose de eucalipto (SUZANO, 2010).

Na década de 70, o Governo brasileiro decidiu incrementar a atividade petroquímica, instituindo um modelo tripartite de associação, mediante o qual vieram a ser constituídas as empresas formadoras do Pólo de Camaçari, na Bahia. A Petroquisa, uma subsidiária da Petrobrás, participava de cada um dos projetos juntamente com sócios nacionais, de comprovada capacidade de gestão, e sócios estrangeiros, detentores de moderna tecnologia (SUZANO, 2010). Leon e Max, fundadores da Suzano Papel e Celulose, foram convidados a entrar nesta empreitada.

Em 1974, a Suzano participou da criação da Políteno, fabricante de polietileno, e da Polipropileno, primeira indústria do setor na América Latina. Nessas duas companhias, o papel principal exercido pela Suzano era o de investidor. Seus executivos não cuidavam diretamente do dia-a-dia das operações (SUZANO, 2010).

O ingresso no setor petroquímico não significou que a área de papel e celulose fosse relegada a segundo plano. Ao contrário, a companhia passou por importantes transformações nos anos 1970 (SUZANO, 2010).

Em 1975, foi iniciado o processo de profissionalização da empresa. O aprofundamento desse processo viria em 1980, quando a Suzano tornou-se a primeira empresa nacional do setor a abrir seu capital. Max e Leon continuavam à frente do grupo, agora acompanhados por Tabacof, profissional que viria a se tornar presidente do grupo (SUZANO, 2010).

A abertura de capital da Suzano ocorreu em 1980, através de uma subscrição pública no valor, corrente da época, de Cr\$ 800 milhões (SUZANO, 2010).

Em 1987, o grupo Suzano e a Companhia Vale do Rio Doce (Vale) se unem para criar a Bahia Sul Celulose S.A. (Bahia Sul), o objetivo desta união foi a instalação de uma fábrica de celulose na região sul da Bahia. O custo, à época, orçado equivalia a US\$ 1.400 milhão. Nesta associação entre as duas empresas a Cia Suzano é detentora de 55% do capital votante da nova empresa formada (SUZANO, 2010).

A Bahia Sul Celulose S.A. foi fundada em 1987, com participação societária de 55% da Cia. Suzano de Papel e Celulose e 45% da Cia. Vale do Rio Doce. A nova empresa incorporou ao seu patrimônio as terras das Florestas Rio Doce, subsidiária da Vale, eram plantações de eucaliptos no Norte do Espírito Santo e Extremo Sul da Bahia. (RainForest, 2010)

Nos anos 90, quando o governo começou a se desfazer das suas participações nas empresas petroquímicas, houve uma discussão interna sobre a atuação da Suzano diante das novas circunstâncias que se abriam no mercado (SUZANO, 2010).

Em 1992, foi comprada a estatal Petroflex, líder latino-americano na produção de borracha sintética e a sexta maior do mundo. Em 1996, foi criada a Rio Polímeros, que tem hoje como acionistas a Suzano Petroquímica S.A., a Unipar, a Petroquisa e o BNDESPAR, com o objetivo de implantar o Pólo Gás-Químico do Rio de Janeiro (SUZANO, 2010).

O braço petroquímico passou a adotar o nome Suzano Petroquímica S.A. –adotada em 2001, após se separar da área de papel (SUZANO, 2010).

No ano de 1998, o grupo Suzano deu início a um programa de reestruturação, que entre outras mudanças provocou a venda de ativos de segmentos não estratégicos. E definiu, de forma focada, seus negócios no setor de papel e celulose e também na petroquímica (SUZANO, 2010).

3.3.1.2 Fatos relevantes em 2002

A Cia Suzano informa em seu relatório anual que os resultados da Bahia Sul em 2002 foram fortemente influenciados pela grande desvalorização do Real que voltou a ocorrer em 2002 com intensidade ainda maior do que em 2001 (ECONOMATICA, 2010).

Durante o ano de 2002 ocorreu Oferta de Permuta de Ações da Bahia Sul Celulose S.A por ações de sua controladora Cia. Suzano de Papel e Celulose. A oferta teve como meta a unificação dos *floats* das duas Companhias com vista a aumentar a liquidez das ações e o fechamento do capital da Bahia Sul. Não foi possível o fechamento de capital, o leilão não apresentou volume suficiente de aceitação por parte dos acionistas da Bahia Sul em circulação, assim, não foi alcançado o valor de 2/3 das ações dos acionistas não vinculados participantes da oferta. Após a finalização do processo a Cia. Suzano aumentou sua participação de 73% para 94% do capital da Bahia Sul (ECONOMATICA, 2010).

O Fato relevante de 05 de Fevereiro de 2002 e o Aviso aos Acionistas de 26 de Fevereiro, apresentaram aos acionistas da Bahia Sul o cancelamento do seu registro de companhia aberta, com a apresentação, pela Cia Suzano, de oferta pública de aquisição das ações preferenciais de emissão da Bahia Sul com pagamento, exclusivamente, em novas ações preferenciais de emissão da Cia Suzano (ECONOMATICA, 2010).

O crédito correspondente ao Valor de 1.000 ações da bahia Sul deu direito à subscrição, pelos aceitantes da oferta pública, de 49,878858 ações preferenciais de emissão da Cia Suzano. O detentor de ações da Bahia Sul que aceitou a oferta passou a ter ações da Cia Suzano e também direitos, vantagens e restrições idênticos aos das atuais ações preferenciais da Cia Suzano (ECONOMATICA, 2010).

3.3.1.3 Fatos relevantes em 2003

A Cia Suzano e a Bahia Sul comunicaram através de fato relevante divulgado em janeiro de 2003, que decidiram, em conjunto com a Sonae, terminar a associação, como Sonae Produtos e Derivados Florestais que haviam constituído em setembro de 2001, cujo objetivo era adquirir o controle da Portucel, através da participação no processo de privatização desta, na modalidade então em curso. Dessa forma foi exercido o direito de retirada do processo de privatização da Portucel (ECONOMATICA, 2010).

Após realizada opção de saída do negócio, a Sonae deverá realizar a aquisição da totalidade da participação detida pela Cia Suzano, através da sua subsidiária indireta Bahia Sul International, que correspondente a 49,99% do respectivo capital social, esta transação ocorreu em 30 de abril de 2003. O valor a ser recebido pela Bahia Sul Internacional foi de € 136.244.046,00 (ECONOMATICA, 2010).

Neste momento a Bahia Sul é controlada pela Cia Suzano, que detém 94% do capital total, e sua gestão neste ano, passa a ser realizada de forma unificada com a controladora (ECONOMATICA, 2010).

A ainda denominada Cia Suzano de Papel e Celulose lançou, neste ano, ações no mercado primário da Cia Suzano e, em conjunto, ocorreu oferta secundária de ações de empresas que detinham ações da empresa e que desejavam se desfazer delas (ECONOMATICA, 2010).

O número de ações preferenciais em circulação (*free float*) da Cia Suzano atingiu, após esta oferta, 95.197.250 de ações, que corresponde a aproximadamente 33% do capital total e 53% do capital preferencial, com uma substancial elevação da dispersão acionária. O capital social da Companhia passou de R\$ 1.137.737.235,80, para R\$ 1.333.990.975,80, dividido em 102.374.458 ações ordinárias e 176.271.300 ações preferenciais (ECONOMATICA, 2010).

3.3.1.4 Fatos relevantes em 2004

Em 2004 finalizando o ciclo de integração das duas empresas (Bahia Sul e Cia Suzano) é realizada a incorporação (ECONOMATICA, 2010).

Foi aprovada, nas Assembléias Gerais Extraordinárias da Bahia Sul e da Cia Suzano, respectivamente nos dias 29 e 30 de Junho de 2004, a finalização da incorporação da Companhia Suzano de Papel e Celulose (Cia Suzano) pela Bahia Sul Celulose S.A. (Bahia Sul), uma importante etapa do processo de integração operacional e societário das Companhias, que se iniciou após a aquisição, pela Cia Suzano, da totalidade das ações com direito a voto de emissão da Bahia Sul, ocorrida em maio de 2001. A nova denominação da empresa passou a ser Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S. A., aqui referenciada somente como Suzano Bahia Sul (ECONOMATICA, 2010).

Em decorrência disso, a Cia Suzano foi extinta, passando seu patrimônio líquido a integrar o patrimônio da Bahia Sul, que sucedeu a primeira em todos os bens, direitos e obrigações (ECONOMATICA, 2010).

Segundo fato relevante de 03 de junho, a incorporação permitiu a consolidação das Companhias em uma única empresa com presença no mercado de capitais, ao invés de duas empresas concorrentes e presentes no mesmo segmento e concorrentes também no mercado de capitais (ECONOMATICA, 2010). Esta união pode ser considerada puramente estratégica e tinha o objetivo, por parte da Suzano *Holding*, de favorecer a dispersão das ações em circulação no mercado (*free float*), com ganhos de liquidez, transparência e agilidade, o que veremos, na seção de análise discussão dos resultados, que realmente ocorreu.

Também segundo tal fato relevante a incorporação proporcionou que os diversos investidores passassem a estar concentrados em ações de uma única companhia, com maior flexibilidade de acesso ao mercado de capitais e convergência dos interesses de todos os acionistas para uma única sociedade (ECONOMATICA, 2010).

Com a incorporação houve (ECONOMATICA, 2010):

- Aumento do capital no montante de R\$ 238.270.235,28, passando este, portanto, a R\$ 1.477.963.325,62;
- Foram mantidas as espécies e classes anteriores à Incorporação, sendo que os titulares de ações preferenciais da Cia Suzano receberão ações preferenciais classe 'A' de emissão da nova Companhia (Suzano);
- O grupamento das ações de sua emissão, na proporção de 18,2765 ações para cada 1 nova unidade de capital, já considerando a Incorporação, o que permitirá que suas ações sejam cotadas de forma unitária e negociadas em lotes de 100.

As ações de emissão da Cia Suzano e da Bahia Sul continuaram sendo negociadas de forma separada e independente, até que a proposta de Incorporação passasse a vigorar de pleno direito, conforme disposto no § 3º do artigo 137 da Lei 6.404 (BRASIL, 1976).

Após a efetiva realização da incorporação, a Companhia passou a adotar o código de negociação de SUZB3 para as ações ordinárias (não negociadas), SUZB5 para as ações preferenciais classe 'A' e SUZB6 para as ações preferenciais classe 'B' (SUZANO, 2010).

A partir do dia 05 de agosto de 2004, foram iniciadas as negociações com as ações da Nova Companhia Suzano Bahia Sul, já considerando o grupamento de 18,2765 por 1 ação da nova companhia, denominada Suzano Bahia Sul (ECONOMATICA, 2010).

A Suzano *Holding* detém 100% do capital ordinário. Sendo dividido em 72,5% para a família Marcos Feffer e 27,5% para família Fanny Feffer. Esta relação se mantém após incorporação com a Bahia Sul (SUZANO, 2010).

A Suzano Bahia Sul informa em documento de relação com acionistas que o histórico de liquidez das duas ações, Cia Suzano e Bahia Sul, foi somado para fins de cálculo de índice de negociabilidade, o que contribuiu com o objetivo estratégico de inserção das ações da nova Companhia, Suzano Bahia Sul, nos principais índices da BOVESPA (ECONOMATICA, 2010).

Tabela 3 - Evolução da Posição Acionária

Ações	Cia Suzano	Bahia Sul	Incorporadora Pré Grupamento	Incorporadora Pós Grupamento
ON	102.374.458	1.364.356.856	1.871.046.782	102.374.458
PNA	171.145.326	1833.313.825	3.317.754.543	181.531.176
PNB	-	27.032.732	25.066.939	1.371.539
Total	273.519.784	3.224.703.413	5.213.868.263	285.277.173

Fonte: Economatca, 2010.

No momento da incorporação, a Cia Suzano detêm 94% do capital total da composição acionária da Bahia Sul, e em consequência um *free float*, com baixíssima liquidez de 6%. Já a Cia Suzano um dos controladores tem 55% do capital total, o BNDES tem 11,9% do capital total, e um *free float* de 33% do capital total, pós distribuição de ação primária e secundária ocorrida em 2003. Dos 33%, os acionistas de varejo detêm 3,3% do capital total, investidores institucionais nacionais com 11,1% do capital total e institucionais estrangeiros com 18,7% do capital total (ECONOMATICA, 2010).

Em informe público de 01 de setembro de 2004 a Suzano Bahia Sul anuncia que a SUZB5 tornou-se uma das 50 ações mais líquidas na Bovespa e a partir desta data passou a integrar o índice IbrX50⁴. Esta informação caminha junto com a estratégia da empresa de tornar suas ações mais líquidas na Bovespa (SUZANO, 2010).

Ainda em 2004, no dia 10 de novembro, através de Informe Público, foi anunciado acordo firmado para a aquisição da Ripasa, totalidade das ações ordinárias e preferenciais da Ripasa detidas, direta e indiretamente, por seus acionistas controladores, em conjunto com a Votorantim Celulose e Papel (VCP), a ser efetivada somente no ano seguinte (2005) e passam, então, a dividir o controle da Ripasa. A Suzano e a VCP passam a ter igual participação direta ou indireta, no capital da Ripasa. A participação acionária foi adquirida da seguinte forma (ECONOMATICA, 2010):

- 111.417.366 ações ordinárias e 35.988.899 ações preferenciais da Ripasa serão adquiridas por US\$ 480 milhões e pagas até 31 de março de 2005, representando 66,67% do capital votante e 39,77% do capital total;
- 55.708.684 ações ordinárias e 17.450.639 ações preferenciais da Ripasa serão adquiridas por US\$ 240 milhões, mediante exercício da opção de compra e venda, que deverá ocorrer no prazo máximo de 6 anos, representando 33,33% do capital votante e 19,74% do capital total.

Apesar desta aquisição em conjunto, ambas as empresas esclareceram à época que se manteriam como concorrentes nos mercados em que atuam, preservando a independência de suas atividades (SUZANO, 2010).

No momento da divulgação do acordo de aquisição da Ripasa a Suzano Bahia Sul divulga as seguintes informações a cerca da adquirida (SUZANO, 2010):

“Ripasa Sociedade Anônima Celulose e Papel é uma companhia aberta listada na Bovespa, que produz celulose, papéis de imprimir e escrever, especiais, papel cartão e cartolinas. Alcançou uma receita líquida de R\$ 1,2 bilhão e vendas físicas consolidadas de 522 mil toneladas em 2003 e receita líquida de R\$ 1,0 bilhão e 459 mil toneladas de vendas nos primeiros nove meses de 2004. Possui quatro unidades industriais em São Paulo, além de áreas florestais totais de 86,4 mil hectares empregando 2.822 funcionários.”

3.3.1.5 Fatos relevantes em 2005: compra da Ripasa

Em 31 de Março de 2005, através de fato relevante, a Suzano Bahia Sul, anuncia que em conformidade com o acordo de compra de ações de 10 de novembro de 2004, foi concretizada a aquisição, pela Suzano Bahia Sul e Votorantim Celulose e Papel, de ações ordinárias e preferenciais da Ripasa S.A. Celulose e Papel, detidas direta e indiretamente por seus acionistas controladores. Foi adquirido o controle compartilhado da Ripasa em março de 2005 (ECONOMATICA, 2010).

⁴ IbrX50 é um índice da Bovespa que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BM&FBovespa em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Integram a carteira do IBrX-50 as ações que atendem cumulativamente aos seguintes critérios: a) ser uma das 50 ações com maior índice de negociabilidade apurados nos doze meses anteriores à reavaliação; b) ter sido negociada em pelo menos 80% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira (BM&FBOVESPA, 2010b).

A aquisição do controle acionário da Ripasa foi realizada de forma igualitária por Suzano Bahia Sul e VCP, por meio de uma Sociedade de Propósito Específico na qual cada uma detém 50% do capital total, conforme discriminado (ECONOMATICA, 2010):

- 129.676.966 ações ordinárias e 41.050.819 ações preferenciais da Ripasa foram adquiridas e pagas em 31 de março de 2005, representando 77,59% do capital votante e 46,06% do capital total. O preço pago pela aquisição das ações referidas é o equivalente em reais a US\$ 549,15 milhões, e
- 37.449.084 ações ordinárias e 12.388.719 ações preferenciais da Ripasa serão adquiridas através de opções de compra e venda a serem exercidas no prazo de até 6 anos, representando 22,41% do capital votante e 13,45% do capital total. O preço pago pela aquisição das ações referidas é o equivalente em reais a US\$ 160,30 milhões.

Conforme os fatos relevantes de 10 de novembro de 2004 e de 31 de março de 2005 a VCP e Suzano Bahia Sul adquiriram, por meio da Ripasa Participações S.A. (Ripar), o controle acionário da Ripasa e informaram a intenção de implementar uma reestruturação societária, que permitiria aos acionistas não-controladores de Ripasa a migração para Suzano Bahia Sul e VCP, em partes iguais (ECONOMATICA, 2010).

A reestruturação societária compreendeu a incorporação das ações de Ripasa pela Ripar e a cisão total da Ripar, com versão de parcelas de seu patrimônio à VCP e à Suzano Bahia Sul, em partes iguais. Ao final da Reestruturação, os acionistas não-controladores da Ripasa tornaram-se acionistas de VCP e Suzano Bahia Sul (ECONOMATICA, 2010).

As empresas justificaram a reestruturação para os acionistas não controladores da Ripasa pela migração para VCP e Suzano Bahia Sul resultar na detenção de papéis cujas ações têm maior liquidez, e permitir, a posteriori a reorganização da Ripasa, que tem como benefícios a racionalização das atividades, redução de custos, ganhos operacionais e maior competitividade e escala das companhias envolvidas (ECONOMATICA, 2010).

No informativo publicado pela Suzano Bahia Sul em 20 de julho de 2005, os acionistas da Ripasa receberão tantas ações da Ripar quantas necessárias para manter exatamente o mesmo percentual que no momento da aquisição detêm no capital da Ripasa (ECONOMATICA, 2010).

Neste informativo ainda diz que a relação de troca entre ações da Ripasa e Ripar foi estabelecida com base no valor econômico, resultando em 8,693318290 ações ordinárias de Ripar por 1 ação ordinária de Ripasa, e 8,693318290 ações preferenciais de Ripar por 1 ação preferencial de Ripasa. Qualquer critério utilizado para a fixação da relação de substituição de ações resulta na mesma relação, uma vez que a Ripar tem como único ativo ações da Ripasa (ECONOMATICA, 2010).

Para tanto, foi necessário que a Ripar aumentasse seu capital, em valor igual ao valor econômico das ações incorporadas, passando de R\$ 1.484.190.976,00 para R\$ 2.631.449.515,66, com a emissão de 325.556.807 ações ordinárias e de 1.412.384.654 preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal. As ações ordinárias e preferenciais serão subscritas pela Ripasa, em nome de seus acionistas não-controladores, no total de 162.467.841 ações preferenciais e 37.449.084 ações ordinárias e da Ripasa (ECONOMATICA, 2010).

Aprovada a Incorporação de Ações, é possível ocorrer a cisão total da Ripar, neste momento ocorre a conversão de seu patrimônio, em partes iguais, para Suzano Bahia Sul e VCP. Essa execução implica no aumento do capital de VCP e Suzano Bahia Sul, com a emissão de novas ações, a serem atribuídas aos acionistas não-controladores de Ripar, com base na relação de substituição já informada e em seguida a extinção da Ripar, criada exclusivamente para a o período transitório (ECONOMATICA, 2010).

Ficou decidido ainda e divulgado neste mesmo documento que a relação de substituição das ações da Ripar de propriedade de seus acionistas não-controladores (em torno de 1.300 acionistas), por ações de Suzano Bahia Sul e VCP deveriam levar em consideração os intervalos de valores econômicos de Ripasa (agora refletidos nas ações da Ripar e não mais Ripasa), VCP e Suzano Bahia Sul. A Tabela 4 foi divulgada no documento de intenção de reestruturação (20 de julho de 2005). Tal Reestruturação Societária de Ripasa foi examinada pela CVM que não impôs qualquer impedimento ou obstáculo à sua realização (ECONOMATICA, 2010).

Tabela 4 - Relação de Substituição entre as Ações das Empresas Envolvidas

Companhia	Valor econômico (R\$) ¹	
	Máximo	Mínimo
VCP	47,59	45,28
Suzano Bahia Sul	20,96	19,03
Ripasa	5,74	5,39

Fonte: Documento de Intenção de reestruturação.

Nota 1: Valor com base em 1 ação da Companhia.

Conforme os valores apresentados na Tabela 4, foram determinados os intervalos de relação de valores econômicos entre Ripasa/VCP e Ripasa/Suzano Bahia Sul, base para o cálculo da relação de substituição das ações, desta forma a relação ficou conforme Tabela 5.

Tabela 5 - Relação de troca entre Ripasa e ações VCP e Suzano Bahia Sul

Companhia	Máximo	Mínimo
Ripasa/VCP	0,1267	0,1132
Ripasa/Suzano Bahia Sul	0,3015	0,2569

Fonte: Economatica, 2010.

Com base nesses intervalos e considerando a relação de substituição já descrita as empresas definiram as 2 seguintes relações possíveis de troca: 1 ação ordinária de Ripar corresponderá a 0,0072 ação preferencial de VCP e a 0,0167 ação ordinária de Suzano Bahia Sul; ou 1 ação preferencial de Ripar corresponderá a 0,0072 ação preferencial de VCP e a 0,0167 ação preferencial classe 'A' de Suzano Bahia Sul (ECONOMATICA, 2010).

As substituições finais ficaram segundo apresentado no Quadro 5 (ECONOMATICA, 2010).

Quadro 5 – Relação Final de Substituição das Ações da Ripasa

1 ação ordinária Ripasa = 8,6933 ações ordinárias Ripar = 0,0627 ação preferencial VCP + 0,1450 ação ordinária Suzano Bahia Sul
1 ação preferencial Ripasa = 8,6933 ações ordinárias Ripar = 0,0627 ação preferencial VCP + 0,1450 ação preferencial Suzano Bahia Sul classe 'A'.

Fonte: Economatica, 2010.

Para que fosse possível a relação de substituição final proposta por VCP e Suzano Bahia Sul foi necessário que ambas as empresas aumentassem seu capital. O capital da Suzano Bahia Sul passou de R\$ 1.479.990.325,42 para R\$ 2.053.619.595,25, um aumento de R\$ 573.629.269,83, com a emissão de 23.552.795 ações preferenciais classe 'A' e 5.428.955

ações ordinárias correspondentes à metade da parte do patrimônio da Ripar relativa às ações detidas pelos acionistas não controladores da Ripar. O capital da VCP passou de R\$ 2.478.582.123,76 para R\$ 3.052.211.393,59, um aumento de R\$ 573.629.269,83, com a emissão de 12.532.009 ações preferenciais, correspondentes à metade da parte do patrimônio da Ripar relativa às ações detidas pelos acionistas não controladores da Ripar (ECONOMATICA, 2010).

No ano de 2005 a Suzano Bahia Sul passa a integrar o ISE⁵, índice da Bovespa recém criado (SUZANO, 2010).

3.3.1.6 Fatos relevantes em 2006

No ano de 2006 a produção, que neste momento já inclui a participação proporcional da Ripasa, atingiu o volume recorde de 1.717,8 mil toneladas, incremento de 15,9% em comparação ao ano de 2005. Este volume reflete a incorporação de 50% da produção da Ripasa e também a maior produtividade na planta de celulose da Unidade Mucuri, Suzano Bahia Sul (ECONOMATICA, 2010).

Em Assembléia, realizada em 06 de julho de 2006, foi modificada a denominação social da Companhia, de Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. para Suzano Papel e Celulose S.A (Suzano).

Após a reestruturação societária descrita acima, Suzano e VCP passaram a deter 100% das ações da Ripasa. A parte da Suzano corresponde a 50% das ações da Ripasa, que equivale a 83.563.025 ações ordinárias e 101.759.330 ações preferenciais (ECONOMATICA, 2010)..

Através de Assembléia geral e extraordinária de 24 de maio de 2006, ocorre a cisão total da Ripar (informado previamente através de fato relevante de 5 de maio de 2006). A incorporação das ações de emissão da Ripasa, detidas pelos acionistas não controladores, ao patrimônio da Ripar, faz com que os acionistas não controladores da Ripasa tornem-se acionistas da Ripar (ECONOMATICA, 2010)..

Como parte da reorganização societária das atividades da Ripasa, ela foi cindida e teve parte do seu patrimônio vertido para a constituição das empresas B.L.D.S.P.E Celulose e Papel S.A. (antiga unidade Embu), Água Fria Indústria de Papéis S.A. (antiga unidade Cubatão) e Ariemil Indústria de Papéis S.A. (antiga unidade Limeira) (ECONOMATICA, 2010).

3.3.1.7 Fatos relevantes em 2007

Em fevereiro de 2007, ocorreu a oferta de ações e com o exercício da opção de venda de ações adicionais, a oferta atingiu 23,6 milhões de ações. Os acionistas vendedores foram BNDESpar (cerca de 90%) e Suzano *Holding* (10%). Com esta operação, o *free float* da Suzano foi elevado para 42% (ECONOMATICA, 2010).

Em 09 de agosto de 2007, por meio de um Comunicado ao Mercado, a operação de compra da Ripasa foi aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), o qual autorizou o modelo de consórcio para a administração da unidade de Americana (CONPACEL), a compra da unidade Embu, pela Suzano, e a venda das unidades de Limeira e Cubatão, que neste momento já tinham sido efetivadas (ECONOMATICA, 2010).

⁵ É um índice da BM&FBovespa, lançado em dezembro de 2005, que tem por objetivo avaliar de forma integrada elementos ambientais, sociais e econômico-financeiros no desempenho das empresas.

A Ripasa possuía unidades fabris em Cubatão, Limeira, Embu e Americana. As operações executadas exibidas nos próximos parágrafos faz parte da reorganização das atividades da Ripasa por conta de sua aquisição por VCP e Suzano (ECONOMATICA, 2010).

Em 30 de março de 2007, a Companhia adquiriu a participação de 50% que a VCP detinha da B.L.D.S.P.E Celulose e Papel S.A., pelo valor de US\$ 20 milhões (ECONOMATICA, 2010).

Em 31 de julho de 2007, Suzano e VCP firmaram um Instrumento de Compra e Venda, por meio do qual transferiram suas participações, nas unidades fabris de Cubatão e Limeira, à MD Papéis Ltda. na data de fechamento da transação, ocorrida em 1º de novembro de 2007 (ECONOMATICA, 2010).

Em 31 de agosto de 2007, a B.L.D.S.P.E Celulose e Papel S.A. foi incorporada pela Suzano (ECONOMATICA, 2010).

Por meio de fato Relevante de 05 de novembro a VCP e a Suzano comunicaram a conclusão da venda de suas participações nas unidades da Ripasa, localizadas em Cubatão e Limeira, para a MD Papéis Ltda (ECONOMATICA, 2010).

3.3.1.8 Fatos relevantes em 2008

Em 17 de julho de 2008 a Suzano, por meio de comunicação ao acionista, informa que concluiu o processo de venda da marca RIPAX. A venda foi efetuada com a empresa Nobrecel, e desta forma atendeu a restrição imposta pelo CADE quando da aprovação do ato de concentração de aquisição da Ripasa (ECONOMATICA, 2010).

Anunciada, em 23 de julho de 2008, mais uma parceria com a Vale para base florestal com suprimento de madeira para a nova unidade de celulose no sul do estado do Maranhão, que compõe os projetos do novo ciclo de crescimento no período de 2008 a 2015. Estes projetos compreendem 3 linhas de produção de celulose planejados e a ampliação da unidade de Mucuri (ECONOMATICA, 2010).

Em comunicado de 14 de Agosto de 2008 a Suzano e VCP em continuidade ao processo de reorganização societária da Ripasa, informam sobre a cisão total da Ripasa, e sobre o início da operação da unidade industrial de Americana em modelo de consórcio Conpacel – Consórcio Paulista de Celulose e Papel. Foi a forma adotada pelas empresas Suzano e VCP para administrarem, sem haver dúvida quanto a livre concorrência entre as empresas, a extinta Ripasa (ECONOMATICA, 2010).

Também no comunicado de 14 de Agosto é informado que as unidades fabris e florestais da Ripasa serão transformadas, em regime de condomínio, em uma unidade produtiva de Suzano e VCP, a ser operada por meio do consórcio. A produção deverá ser comercializada de forma independente por cada uma das partes envolvidas Suzano e VCP (ECONOMATICA, 2010).

3.3.1.9 Situação da Empresa em 2009

Apenas como forma de ilustrar a continuidade da movimentação acionária da empresa Suzano, a Tabela 6 apresenta a situação acionária da Companhia em 29 de abril de 2009.

Tabela 6 – Situação Acionária

Nome	ON (%)	PN (%)	Total (%)
Suzano <i> Holding S. A.</i>	87,54	0,27	30,19
Iplf <i> Holding S.A.</i>	7,42	0,00	2,54
Fanny Feffer	0,00	5,54	3,64
Controladores	0,00	23,44	15,41
Ações em Tesouraria	5,04	1,23	2,53
Outros	0,00	69,52	45,69
Total	100,00	100,00	100,00

Fonte: BM&FBovespa (2010b).

O Quadro 6 apresenta a composição do capital social da Suzano em 29 de abril de 2009.

Quadro 6 – Composição do Capital Social

ON	134.776.890 ações
PN	258.326.230 ações
Total	393.103.120

Fonte: BM&FBovespa (2010b).

A Figura 7 apresenta a evolução do Valor de Mercado (em milhões de dólares americanos) da empresa Suzano, desde 2001 até 2007. Também apresenta uma linha do tempo de fatos marcantes para a Suzano. A linha do tempo inicia em 2001, com a aquisição do controle da Bahia Sul e a Cisão dos ativos petroquímicos e é finalizada no com a oferta de ações do BNDES, ocorrida em 2007.

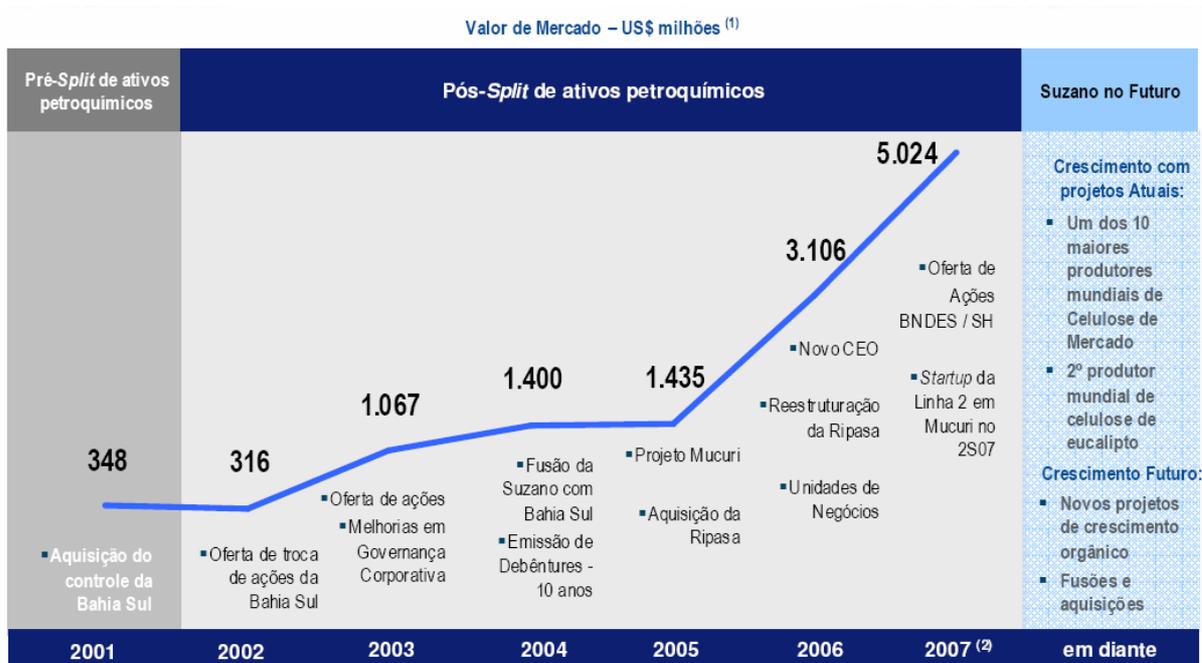


Figura 7 – Linha do tempo Suzano

Fonte: BNDES (2010).

A Figura 8 apresenta a evolução da produção de papel e de celulose da empresa Suzano no período de 2001 a 2007. é possível verificar o período em que a produção de celulose não se altera (425 mil ton.), e o momento em que ocorre o desgargalamento da produção (2004). Também é possível observar os aumentos de produção provocados pela aquisição da Ripasa e da entrada em operação da Unidade Mucuri e do projeto de expansão.

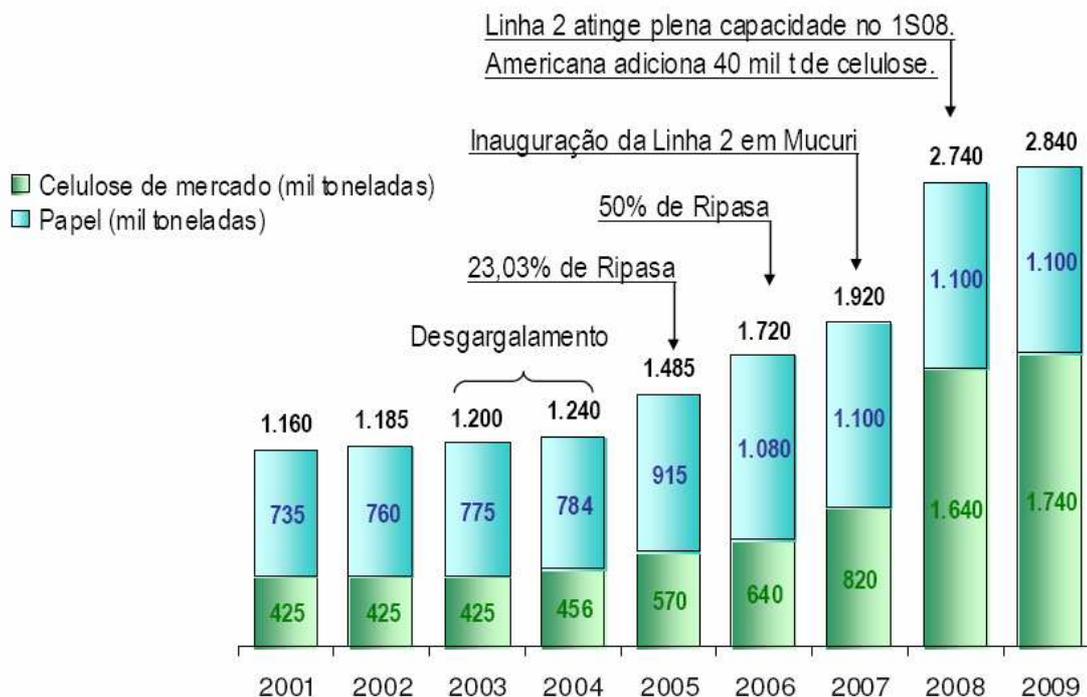


Figura 8 – Crescimento da Produção de Celulose e Papel

Fonte: BNDES (2010)

3.3.1.10 Pagamento de dividendos

O Quadro 7 apresenta os dividendos pagos pela Cia Suzano e Suzano no período de estudo.

3.3.2 Votorantim Celulose e Papel Sociedade Anônima (VCP)

Nesta seção é feito breve histórico da empresa Votorantim Celulose e Papel (VCP). Além do histórico são apresentados fatos relevantes da empresa considerados importantes para o período em análise. Nos anos que não aparecem relatos não foram identificados fatos relevantes significativos em relação ao evento em estudo (aquisição da Ripasa).

As informações de fatos relevantes, *press release* e comunicados ligados à aquisição da Ripasa são apresentados somente na seção 3.3.1 por serem informações em conjunto entre as empresas Suzano e VCP, as informações que aqui são apresentadas sobre este tema são restritas à empresa VCP.

Quadro 7 – Pagamento de Dividendos por Ação no Período

Data (EX-1)	Descrição
26/4/2001	Dividendo de R\$ 0,124 por ação
26/4/2001	Dividendo de R\$ 0,121 por ação
14/8/2001	Dividendo de R\$ 0,11 por ação
30/4/2003	Dividendo de R\$ 0,2695 por ação
12/12/2003	Dividendo de R\$ 0,20817 por ação
29/4/2004	Dividendo de R\$ 0,44504 por ação
21/9/2004	Dividendo de R\$ 0,1833 por ação
17/12/2004	Dividendo de R\$ 0,21857 por ação
27/4/2005	Dividendo de R\$ 0,10836 por ação
19/12/2005	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,50397 por ação
19/7/2006	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,19106 por ação
12/12/2006	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,17128 por ação
12/12/2006	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,04864 por ação
25/4/2007	Dividendo de R\$ 0,02095 por ação
25/4/2007	Dividendo de R\$ 0,00103 por ação
18/9/2007	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,29316 por ação
20/12/2007	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,24899 por ação
29/10/2009	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,11876 por ação
29/12/2009	Juros sobre o capital próprio de R\$ 0,64684 por ação

Fonte: Economatica (2010).

3.3.2.1 Histórico VCP

A Votorantim Celulose e Papel (VCP) faz parte de um dos maiores complexos industriais privados da América Latina, o grupo Votorantim, fundado em 1918, que atua em onze áreas de negócios, com fábricas no Brasil e no exterior (VOTORANTIM, 2010).

A VCP, uma das líderes do setor de Celulose e Papel do Brasil, é hoje o terceiro maior empreendimento do Grupo Votorantim (VOTORANTIM, 2010).

A origem da VCP remonta ao início da década de 50, quando o empresário e senador José Ermírio de Moraes – co-fundador do Grupo Votorantim ao lado do sogro Antônio Pereira Ignácio –, iniciou uma plantação de 80 milhões de pés de eucalipto na região de Capão Bonito, interior do Estado de São Paulo, alimentando o desejo de atuar no setor de Celulose e Papel (VOTORANTIM, 2010).

A partir de então, a VCP faz diversos investimentos no setor, mas apenas em 1988 a Votorantim adquire o projeto de uma fábrica própria Celpav (Celulose e Papel Votorantim), da antiga Cia Guatapará de Papel e Celulose, para implantação de uma fábrica integrada de papel e celulose em Luiz Antônio, cidade próxima a Ribeirão Preto, São Paulo (VOTORANTIM, 2010).

Em 1992, a aquisição da Papel Simão S. A. adiciona ao Grupo Votorantim uma capacidade de 220 mil toneladas por ano (ton/ano) de celulose e 250 mil ton/ano de papel em quatro unidades produtoras, além de uma distribuidora, a KSR (VOTORANTIM, 2010).

Com sua capacidade crescente de produção, a Votorantim consolida, em 1995, a Celpav e as fábricas adquiridas do Grupo Simão em uma única *Holding* – a VCP, que já nasce como a terceira maior empresa do setor no País. Hoje, segundo os rankings dos jornais Gazeta Mercantil, Valor Econômico e da revista Exame, é a maior empresa do setor de Celulose e Papel do Brasil. E entre as 3 maiores do mundo após a união com a Aracruz, sob o novo nome de Fíbria (VOTORANTIM, 2010).

3.3.2.2 Fatos relevantes em 2003

No dia 25 de novembro de 2003 por meio de Fato Relevante a VCP e seus acionistas BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), Votocel Filmes Flexíveis Ltda., Nova HPI Participações Ltda. e Cimento Rio Branco S.A. protocolaram junto a CVM, pedido de registro de uma distribuição pública secundária de até 4.608.659.071 de ações preferenciais de emissão da VCP, que representam 27% do total de ações preferenciais de emissão da Companhia e 12% do capital social total. Informa ainda que a quantidade de ações preferenciais objeto da Distribuição Pública Secundária poderá ser acrescida de até 563.739.130 ações preferenciais adicionais, com a finalidade exclusiva de atender a um eventual excesso de demanda que venha a ser constatado no curso da Distribuição Pública Secundária, com o conseqüente aumento da quantidade de Ações Preferenciais a serem alienadas (ECONOMATICA, 2010).

Em 23 de Dezembro a VCP informa que os subscritores exerceram integralmente o direito de opção de compra de 1.127.478 ADSs pelo preço da oferta pública, US\$ 27,50 por ADS. Foi vendido um total aproximado de 6,7 milhões de ADSs, incluindo os ADSs oriundos do exercício da opção de compra. Cada ADS representa 500 ações preferenciais (ECONOMATICA, 2010).

3.3.2.3 Fatos relevantes em 2004

São Paulo, 12 de Dezembro de 2003 anunciou o preço de uma oferta de cerca de 4,6 bilhões de ações preferenciais que eram detidas pelo BNDESPAR e por companhias do grupo Votorantim (ECONOMATICA, 2010).

Os 4,6 bilhões de ações preferenciais foram vendidos na forma de ADSs e ações preferenciais. A oferta foi composta de 5,5 milhões de ADSs nos Estados Unidos e outras jurisdições fora do Brasil e 1.843 milhões de ações preferenciais no Brasil. Cada ADS representa 500 ações preferenciais. Os ADSs foram oferecidos ao público a US\$ 27,50 por ADS e as ações preferenciais foram oferecidas ao público a R\$ 161,89 por lote de mil ações preferenciais (ECONOMATICA, 2010).

Em 17 de maio de 2004, por meio de fato relevante, a VCP informa que foi aprovada a aquisição de ações de emissão da própria Companhia. Objetivo da Companhia na operação: Aquisição de ações preferenciais de emissão da VCP para permanência em tesouraria e posterior alienação e/ou cancelamento; Quantidade de ações a serem adquiridas Até 1.716.000 lotes de 1.000 ações preferenciais cada, quantidade esta que, adicionada aquela que já se encontra em tesouraria, e inferior ao limite legal de 10% das ações em circulação no mercado (ECONOMATICA, 2010).

Fato relevante de 30 de setembro de 2004 é informado o aumento do capital social subscrito de R\$ 1.701.900.122,76 para R\$ 2.478.582.123,76, sem emissão de novas ações, mediante capitalização de porção da reserva de lucros. Grupamento das 38.322.699.553 ações representativas da totalidade do capital subscrito, na proporção de 200 ações para 1 ação da respectiva espécie. Ajuste proporcional do limite do capital autorizado (ECONOMATICA, 2010).

3.3.2.4 Fatos relevantes em 2005: compra da Ripasa

A VCP em 11 de janeiro de 2005 comunica que é proprietária da totalidade das ações da VCP Florestal S.A. (VCP Florestal), sua subsidiária integral, por meio de incorporação. Com o objetivo de racionalizar as atividades de ambas as companhias, com redução de custos e aumento da sinergia empresarial, a VCP Florestal será incorporada pela VCP (ECONOMATICA, 2010).

3.3.2.5 Fatos relevantes em 2006

Por meio de comunicado, de 13 de abril, a VCP informou que com o objetivo de racionalizar as atividades, com redução de custos e aumento de sinergia empresarial, a VCP incorporara a VCP Exportadora e Participações Ltda. (VEP), sociedade controlada pela VCP (ECONOMATICA, 2010).

Em 22 de junho de 2006, por meio de comunicação, entre outras notícias, a VCP informa ambiente favorável para seu crescimento, entre os motivos destacam-se (ECONOMATICA, 2010):

- Queda continuada na taxa de juros refletindo em aumento do nível de atividade econômica, onde os papéis especiais da VCP apresentam maior correlação
- Aumento dos investimentos do governo no programa educacional de livros, onde VCP tem forte exposição dos papéis não-revestidos
- Copa do mundo refletindo aumento de propaganda e promoções implicando em maiores vendas de papéis revestidos e especiais
- Recuperação da competitividade dos clientes VCP exportadores de cadernos com medidas antidumping tomadas pelos EUA ao final de 2005 com relação aos cadernos importados da China.

Por meio de comunicado com o mercado de 04 de setembro de 2006 a VCP anunciou plano de venda da sua unidade não-integrada de papéis industriais e especialidades localizada em Mogi das Cruzes (SP). É informado ainda que o plano de desinvestimento desta unidade faz parte da estratégia da VCP em focar e crescer na produção de celulose de mercado e papéis de imprimir e escrever (revestidos e não revestidos) em larga escala, em linha com a visão 2020 (ECONOMATICA, 2010).

19 de setembro de 2006 – a VCP anunciou nesta data a celebração de um acordo com a *International Paper* (IP), cujo objeto é a permuta de ativos industriais e florestais das duas empresas. Em consequência do acordo, a VCP transferirá à IP sua Unidade de Produção de celulose e papel localizada no município de Luiz Antonio (SP), bem como a base florestal específica desta unidade. A IP, por sua vez, transferirá para a VCP ativos referentes a uma planta de celulose em construção, com todos os direitos relacionados, no valor de US\$ 1,15

bilhão, além de terras e florestas plantadas localizadas no entorno de Três Lagoas, MS (ECONOMATICA, 2010).

3.3.2.6 Fatos relevantes em 2007

Por meio de fato relevante de 02 de Marco de 2007 a VCP comunica a aquisição de ações preferenciais de emissão da VCP para permanência em tesouraria e posterior alienação e/ou cancelamento; Serão adquiridas ate 9.000.000 ações preferenciais, quantidade esta que, adicionada aquela que já se encontra em tesouraria, e inferior ao limite legal de 10% das ações em circulação no mercado (ECONOMATICA, 2010).

Em 09 de maio de 2007 a VCP firmou contrato para formação de uma Joint Venture com a empresa finlandesa Ahlstrom envolvendo a produção de papeis da unidade da VCP em Jacareí (SP). A Ahlstrom deterá 60% do capital da sociedade a ser constituída na fabrica de papel em Jacareí e desembolsara o valor aproximado de R\$ 238 milhões por esta participação (ECONOMATICA, 2010).

A VCP em 16 de agosto de 2007 por meio de comunicado anuncia a criação de um SBA (*Strategic Business Agreement*) de longo prazo com a Oji Paper. O acordo permitira a VCP oferecer toda a tecnologia Oji em papeis térmicos aos mercados Brasileiro e Latino Americano, enquanto permitira a Oji expandir sua presença mundial como líder de mercado em tecnologia de papeis térmicos (ECONOMATICA, 2010).

3.3.2.7 Fatos relevantes em 2008

A VCP informou por meio de comunicado do dia 13 de fevereiro que a Geração Futuro Corretora de Valores S. A. que por meio de operações realizadas no pregão da Bolsa de Valores de São Paulo adquiriu 4.982.251 ações preferenciais de emissão da Votorantim Celulose e Papel S.A., representativas de 5,06% do capital dessa espécie e de 2,44% do capital total da companhia (ECONOMATICA, 2010).

Em 23 de junho a VCP informa que na America do Norte, a desaceleração do mercado imobiliário manteve a oferta de madeira reduzida. Por outro lado, a demanda segue estável e os fechamentos de capacidade combinados com paradas comerciais de produção deixarão o mercado mais apertado nos próximos meses (ECONOMATICA, 2010).

A VCP informou por meio de Fato Relevante de 6 de agosto de 2008 que os administradores da VCP, integrante do bloco de controle da Aracruz, vem a mercado comunicar, que os controladores indiretos da Arapar S.A., também integrante do bloco de controle de Aracruz, aceitaram a proposta apresentada por Votorantim Industrial S.A. (VID), controladora de VCP, para aquisição de forma direta e indireta, por VID e/ou por VCP, de 127.506.457 ações ordinárias de emissão de Aracruz, representativas de aproximadamente 28% de seu capital votante (ECONOMATICA, 2010).

Caso se confirme a aquisição, VID e VCP pretendem promover uma reorganização societária de Aracruz e VCP, visando capturar sinergias. Baseando-se na avaliação do Banco ABN-Amro Real S.A., a relação de troca será entre 0,22 e 0,24 ação (ordinária ou preferencial) de emissão da VCP para 01 (uma) ação (ordinária ou preferencial) de emissão da Aracruz. As empresas submeterão essa operação aos órgãos reguladores, inclusive a CVM e ao SBDC (ECONOMATICA, 2010).

Por meio de comunicação de 08 de agosto a VCO informa que na RCA de 14/07/2008 foi aprovado o cancelamento de 2.784.091 ações preferenciais de emissão da companhia, denominadas ações remanescentes da VCP, adquiridas em 10/06/2008, por obrigação

decorrente de contrato celebrado em 31/03/2005, com os ex-acionistas da Ripasa, nos termos do artigo 17 do Estatuto Social, sem modificação do capital social (ECONOMATICA, 2010).

A VCP informou por meio de comunicado, de 29 de agosto, que firmou, nesta data, contrato de venda do total de sua participação na Joint-Venture Ahlstrom VCP Indústria de Papeis Especiais S.A. (JV) para a empresa finlandesa Ahlstrom Corporation (Ahlstrom), transferindo assim, os 40% do capital votante e capital total que possuía na JV. A JV fica localizada em Jacareí, onde a VCP também possui uma unidade de produção de celulose de mercado com capacidade de aproximadamente 1,1 milhão ton/ano. Esta unidade não faz parte desta transação (ECONOMATICA, 2010).

Com a conclusão dos negócios acima referidos, o que se espera ocorrer até o dia 06 de outubro de 2008: a *Holding* será titular de 100% das ações ordinárias da VCP e aproximadamente 28% das ações ordinárias e 14,8% das ações preferenciais da Aracruz; a VCP será titular de aproximadamente 56% das ações ordinárias da Aracruz, VID e Arainvest serão detentoras cada uma de 50% do capital votante da *Holding* e respectivamente 57,23% e 42,77% do capital total e estarão vinculadas por Acordo de Acionistas com o objetivo inclusive de regular o exercício do direito de voto (ECONOMATICA, 2010).

Por meio de fato relevante de 14 de outubro de 2010 a VCP, informa que embora seja uma empresa controlada pelo Grupo Votorantim, segue critérios próprios de Governança Corporativa e administra seu caixa e posições de hedge de forma autônoma e independente.

A VCP é uma companhia com maior parte das suas vendas indexadas ao dólar enquanto que mais da metade dos seus custos são incorridos em Reais. Com o objetivo de proteger o fluxo de caixa da companhia da valorização do Real observada ao longo dos últimos anos, a VCP contratou operações de derivativos, obedecendo a critérios conservadores de gestão de riscos.

Em comunicado de 26 de novembro a VCP informa que volta a ser selecionada para integrar o ISE⁶.

Por meio de Comunicado ao Mercado de 22 de Dezembro de 2008 que o agravamento da crise financeira global na segunda quinzena de setembro gerou um desequilíbrio no mercado de celulose. Os estoques mundiais chegaram a 471 dias de suprimento em outubro (versus 44 dias em setembro) enquanto que por outro lado, os estoques de consumo se mantiveram em 242 dias, abaixo do patamar histórico de 32 dias. Este cenário motivou produtores a promoverem paradas mercadológicas de produção, com objetivo de escoar o excedente de celulose represado na cadeia.

Ainda no mesmo comunicado informa que no início de novembro, a VCP interrompeu a produção da unidade Jacareí por 7 dias, para gerenciamento de estoques. Ainda afetada pela escassez de crédito no mercado financeiro, o crescimento da demanda mundial por celulose deve cair de 2,4% em 2007 para 1,4% em 2008. No caso da celulose de fibra curta, porém, o aumento deve ser da ordem de 5,3% em 2008, enquanto que fibra longa deve cair 1,9%.

A VCP informa que devido principalmente a amortização dos ágios de aquisição de Aracruz e Ripasa o resultado não-operacional deverá ficar negativo em R\$50 milhões.

A VCP informa ainda, em relação à eventual aquisição de ações da Aracruz, a VCP está informada por seu controlador de que tratativas com os demais acionistas permanecem em andamento. A companhia manterá o mercado informado tão logo tenha conhecimento de evoluções sobre esse assunto.

⁶ Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBovespa. ISE é composto por ações de empresas consideradas com alto grau de comprometimento com sustentabilidade e responsabilidade social.

3.3.2.8 Situação da Empresa em 2009

Apenas como forma de ilustrar a descontinuidade da movimentação acionária da empresa Votorantim Celulose e Papel, a Tabela 7 apresenta a situação acionária da Companhia em 30 de maio de 2009.

Tabela 7 - Posição Acionária em 30 de Maio de 2009

Nome	%ON	%PN	% Total
Votorantim Investimentos Industriais S. A.	29,34	0,00	29,34
BNDES Participações S. A.	33,56	0,00	33,56
Ações em tesouraria	0,00	0,00	0,00
Outros	37,10	0,00	37,0
Total	100,00	0,00	100,00

Fonte: BM&FBovespa (2010b).

A empresa passou por um processo de reestruturação no ano de 2009, onde houve a incorporação com a empresa Aracruz Celulose S.A. (Fibria, 2011). Neste ano é criada a empresa Fibria Celulose S.A. e suas ações somente iniciam negociação na BM&FBovespa em 2010.

O Quadro 8 apresenta a composição do capital social da VCP em 22 de dezembro de 2009.

Quadro 8 - Composição do Capital Social em 22 de dezembro de 2009

Ordinárias	467.934.646
Preferenciais	0
Total	467.934.646

Fonte: BM&FBovespa (2010b).

3.3.2.9 Pagamento de Dividendos

O Quadro 9 apresenta os dividendos pagos pela VCP no período de estudo.

Quadro 9 - Pagamento de Dividendos no Período

Data (EX-1)	Descrição
22/12/2000	Juros sobre o capital próprio de \$0,0028536 por ação
24/4/2002	Dividendo de R\$ 0,0025375 por ação
24/4/2003	Dividendo de R\$ 0,003141 por ação
23/4/2004	Dividendo de R\$ 0,0065606 por ação
18/10/2004	Dividendo de R\$ 0,0021997 por ação
30/11/2004	Grupamento: Cada 200 ações serão substituídas por uma ação
20/4/2005	Dividendo de R\$ 1,14 por ação
26/12/2005	Juros sobre o capital próprio de R\$ 1,5476 por ação
26/12/2006	Juros sobre o capital próprio de R\$ 1,646 por ação
20/12/2007	Juros sobre o capital próprio de R\$ 1,6349 por ação

Fonte: Economatica (2010).

3.3.3 Ripasa S. A. Celulose e Papel (Ripasa)

A história da Ripasa tem início, em 1959, com a unidade Limeira S/A, pequena indústria de papel e cartolina localizada no município de Limeira, de propriedade de três famílias que mantiveram o negócio em regime societário.

Em 1968 com a demanda do mercado aumentando significativamente, a Ripasa adquire a Cia. Santista de Papel, unidade produtora de papéis de imprimir, escrever e papéis especiais. No mesmo ano, a Ripasa adquire a Saligna S/A – empresa de reflorestamento.

Os grupos Suzano Papel e Celulose e Votorantim Celulose e Papel adquirem o controle acionário da Ripasa e assumem a comercialização dos produtos fabricados pela empresa, no ano de 2005.

Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A (Suzano), Votorantim Celulose e Papel S.A (VCP) e Ripasa S.A Celulose e Papel (Ripasa), comunicam acordo para a aquisição, pela Suzano e VCP, de todas as ações ordinárias e preferenciais da Ripasa detidas, direta e indiretamente, por seus acionistas controladores.

3.4 Variáveis do Estudo

As variáveis, objeto do estudo, são apresentadas em detalhes nesta seção. São apresentadas definições de cada variável seguido da justificativa de uso no trabalho.

Cada uma destas variáveis é analisada por métodos estatísticos descritos na seção, Instrumentos de Análise.

3.4.1 Lucro líquido

Segundo Marion (2006), lucro é uma terminologia bastante ampla. É possível encontrar em uma DRE vários tipos de lucro, são eles (MARION, 2006):

- Lucro operacional bruto (lucro bruto) – diferença entre a venda de mercadorias e o custo dessa mercadoria, sem considerar despesas administrativas, de vendas financeiras;
- Lucro operacional líquido (lucro operacional) – é o lucro resultante da atividade operacional da empresa, obtido por meio da diferença entre lucro bruto e as despesas operacionais;
- Lucro antes do imposto de renda (LAIR) – é o lucro operacional deduzidas as despesas não-operacionais e acrescido das receitas não-operacionais;
- Lucro depois do imposto de renda (LDIR) – do LAIR são deduzidas ou acrescidas as inclusões, e então é deduzido o imposto de renda e a contribuição social, que incide somente sobre o lucro da empresa (LDIR);
- Lucro líquido.

No presente trabalho será estudado o lucro líquido, será explicado em detalhes a seguir.

Após a apuração do LDIR são deduzidas as participações, previstas nos estatutos, de debêntures, de empregados, administradores e partes beneficiárias, e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados (Marion, 2006).

Segundo Marion (2006) após todas essas deduções, encontraremos o lucro líquido, que é a sobra líquida à disposição dos sócios ou acionistas.

Também segundo Iudícibus (2009) lucro líquido é a sobra líquida à disposição dos sócios ou acionistas. É o lucro líquido que, de acordo com Vasconcelos (2001), serve de base para a remuneração dos acionistas.

Segundo Ribeiro (1997), o resultado do exercício, após deduzidas as participações, denomina-se lucro líquido do exercício quando for positivo e prejuízo de exercício quando negativo.

Segundo Gomes, Aidar e Videira (2006), a variável lucro é uma das mais importantes na economia. A hipótese de aumento de lucros após o processo de F&A também é empiricamente plausível, dado que as empresas só entram neste processo se as oportunidades de lucratividade forem consideráveis. O lucro líquido é utilizado como forma de identificar ganhos ou perdas em análises de F&A's (GOMES, AIDAR e VIDEIRA, 2006 e CAMARGOS e BARBOSA, 2005).

3.4.2 Receita líquida de vendas

Segundo Marion (2006) é a receita real da empresa, oriunda de vendas e serviços prestados, com a exclusão dos impostos (IPI, ICMS, ISS), devoluções, abatimentos e descontos comerciais.

A variável receita líquida de vendas é utilizada para avaliação da capacidade de geração de receita da empresa a partir de sua atividade fim. Em seu trabalho, Camargos e Barbosa (2009) utilizam desta variável como forma de avaliação de sinergia operacional.

3.4.3 Ebitda

Ebitda (*Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) é a sigla em inglês para LAJIDA, que significa lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

Segundo Iudícibus (2009), Ebitda é um indicador financeiro amplamente utilizado pelos usuários das demonstrações financeiras. É um indicador com ampla utilização desde a década de 1970 nos EUA, mas só passou a ter destaque no Brasil recentemente.

Para Iudícibus (2009), o Ebitda nada mais é que uma medida essencialmente operacional, que desconsidera os efeitos dos resultados financeiros, descortinando o potencial da empresa para a geração de caixa operacional. O Ebitda não representa valor de caixa, mas é um bom indicador da capacidade que a empresa tem para formação do resultado operacional.

Segundo Vasconcelos (2001), o Ebitda consiste num poderoso indicador de desempenho financeiro, posto que reflete o potencial de geração de recursos decorrentes eminentemente das operações da empresa.

Vasconcelos (2001) lembra ainda que o Ebitda engloba todos os componentes operacionais e, desta forma, compreende grande parte das receitas e despesas incorridas. Com o Ebitda pode-se falar em potencial de geração de caixa, mas não pode se falar em geração efetiva de caixa operacional muito menos fluxo monetário.

É uma variável amplamente utilizada para divulgação de crescimento das empresas. Camargos e Barbosa (2005) informam que os indicadores de rentabilidade, entre eles o Ebitda identificam o retorno proporcionado pelas atividades da empresa. Camargos e Barbosa (2009) utilizam desta variável como forma de avaliação de sinergia operacional.

3.4.4 Dívida líquida

A situação de endividamento de uma empresa indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usado, na tentativa de gerar lucros. E isto se reflete na alavancagem financeira da empresa, quanto mais alavancada a empresa mais ela utiliza de capital de terceiros em lugar de recursos próprios. Ross, Westerfield e Jaffe (2002), lembram que quanto mais endividada estiver uma empresa maior a probabilidade de que ela se torne incapaz de cumprir suas obrigações contratuais.

A dívida líquida é a soma de todas as obrigações financeiras (empréstimos, debêntures, títulos de renda fixa, etc.) de uma empresa, sejam elas de curto ou longo prazo. Deste montante devem ser deduzidas as disponibilidades da empresa, ou seja, a soma dos instrumentos que podem ser considerados como papel moeda (Intelect, 2011).

É esperado que após um processo de F&A a empresa tenha sua dívida aumentada. Segundo camargos e Barbosa (2005) este endividamento sinaliza aumento da dependência da empresa em relação a capitais de terceiros para financiar, neste caso, a agressiva estratégia de expansão. Gomes, Aidar e Videira (2006), utilizaram como variável de estudo, entre outras, a dívida das empresas que passaram pelo processo de F&A.

3.4.5 Produção comercializada

A produção comercializada refere-se a todo tipo de produto, final ou intermediário, negociado no período em questão. Na indústria do papel podem ser árvores, celulose, papel, cartão, papel reciclado, entre outros.

Avalia se a produção comercializada sofreu alteração devido a F&A de uma unidade produtora, se houve aumento de produção comercializada em relação ao comercializado anteriormente pela empresa.

Pinto Jr e Iooty (2005) utilizaram a variável vendas, em seu trabalho, para avaliar o impacto do processo de F&A nas indústrias de energia do mundo.

3.4.6 Indicadores de análise de ação

Segundo Assaf Neto (2010), os indicadores de análise de ação objetivam avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre o valor de mercado de suas ações. Aqui serão estudados o lucro por ação (LPA), o índice preço lucro (P/L) e dividendo pago por ação.

3.4.6.1 Índice lucro por ação (LPA)

Para Gitman (1997), o lucro por ação (LPA) representa o valor auferido sobre cada ação ordinária emitida. Normalmente, o público investidor tem particular interesse por este índice e o considera importante indicador de sucesso da empresa (GITMAN, 1997).

Segundo o artigo 186 inciso 2 da Lei n.6.404, as demonstrações de lucros ou prejuízos acumulados deverão indicar o montante do dividendo por ação do capital social.

Lucro por ação significa o retorno para os acionistas decorrentes das atividades da empresa, Equação 1 (ASSAF NETO, 2010).

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{N^{\circ} \text{Ações emitidas}} \quad \text{Equação 1}$$

Bernardo e Campos Filho (2007) listam em seu trabalho, entre outras variáveis, o lucro por ação como um possível indicador de desempenho de processos de F&A. É uma variável de interesse, pois no processo de F&A as empresas aumentam seu capital social, e assim é possível verificar se a alteração no lucro se refletiu no LPA devido ao aumento no n° de ações. Camargos e Barbosa (2005a) também utilizaram em seu trabalho desta variável com o objetivo de analisar o desempenho econômico-financeiro em processos de F&A no mercado brasileiro.

3.4.6.2 Índice Preço/Lucro (P/L)

O índice Preço lucro (P/L), apresentado na Equação 2, decorre da divisão entre a cotação de um determinado papel, em certo momento, pelo lucro líquido por ação proporcionado pela empresa (WILHELM, 2010). Ele mede quantas vezes o preço da ação (cotação) é maior do que seu lucro por ação ou quantas vezes o preço de mercado da empresa é maior do que seu lucro anual (BOM FUNDAMENTO, 2010).

Este quociente espelha o prazo de retorno do investimento (sob as formas de dividendos ou reforço das reservas livres da companhia) na aquisição da ação (MATARAZZO, 2010). Ou seja, o número de anos que um investidor tardaria em recuperar o capital investido (ASSAF NETO, 2010)

$$P/L = \frac{P_t}{LPA_t}$$

Equação 2

onde,

P_t = preço da ação da empresa na data t

LPA_t = lucro por ação da empresa na data t.

Nos trabalhos estudados esta variável não foi utilizada e sua introdução nesta análise fornece uma possível nova variável para avaliações de processos de F&A, como forma de analisar o prazo de retorno do investimento do acionista na compra da ação.

3.4.6.3 Dividendo pago por ação

Segundo Ribeiro (1997), os dividendos correspondem à parte do lucro líquido do exercício que é distribuída aos acionistas, em dinheiro.

O dividendo pago por ação é a remuneração do acionista em dinheiro. Na literatura a variável dividendos, sozinha, foi utilizada por Pinto Júnior e Iooty (2005) em seu trabalho também para avaliação de desempenho de empresas após processo de F&A.

3.4.7 Valor de mercado

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2002), é possível obter muitas informações a partir de balanços e demonstrações financeiras, mas uma característica importante de uma empresa que não pode ser obtida em uma demonstração contábil é o seu valor de mercado.

O valor de mercado de uma empresa é o valor da ação desta multiplicado pelo nº de ações emitidas, inclusive em tesouraria, por esta empresa. Neste cálculo são levados em consideração tanto as ações ordinárias como as preferenciais.

Numa análise de geração de valor, o valor de mercado é uma variável intuitiva que espelha o valor da empresa na visão do mercado. Nos trabalhos estudados esta variável não foi utilizada e sua introdução nesta análise fornece uma possível nova variável para avaliações de processos de F&A.

3.4.8 Liquidez

Segundo Matarazzo (2010), a liquidez é representada por índices que mostram a base da situação financeira da empresa, que procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa.

Para Assaf Neto (2010) o estudo da liquidez visa conhecer a capacidade de pagamento da empresa, isto é, suas condições financeiras de cobrir no vencimento todos seus compromissos assumidos.

São índices que quanto maior seu valor melhor a situação da empresa. Neste texto são apresentadas a liquidez geral e corrente.

Liquidez geral e liquidez corrente, são indicadores de liquidez e fornecem, segundo Camargos e Barbosa (2005a), uma medida da capacidade da empresa em pagar suas dívidas. Em seu artigo sobre avaliação econômico-financeira de uma empresa que passou pelo processo de F&A os autores utilizam a liquidez geral e corrente para avaliação do processo.

3.4.8.1 Liquidez geral

A liquidez geral (LG) indica, segundo Matarazzo (2010), quanto a empresa possui no ativo circulante e realizável a longo prazo para cada unidade monetária de dívida total (Equação 3). Segundo Macedo et al. (2009) representa a capacidade total de pagamento da empresa (solvência total).

$$LG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}} \quad \text{Equação 3}$$

onde,

LG – liquidez geral

Se o valor do índice for maior que 1 a empresa consegue pagar suas dívidas e ainda dispõe de recursos, excedente ou margem. Se menor que 1 a empresa terá que gerar recursos para pagar suas dívidas, pois seus recursos são insuficientes.

3.4.8.2 Liquidez corrente

Segundo Matarazzo (2010) e Marion (2006), a liquidez corrente (LC) é um índice que indica quanto a empresa possui no ativo circulante para cada unidade monetária de passivo circulante (Equação 4). Segundo Macedo et al. (2009) representa a capacidade de pagamento da empresa em curto prazo.

$$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad \text{Equação 4}$$

onde,

LC – liquidez corrente

Se o índice possui valor maior que 1 a empresa possui investimentos no ativo circulante suficientes para cobrir as dívidas de curto prazo, e o excesso corresponde ao capital circulante líquido. A liquidez corrente também pode ser expressa pela Equação 5.

$$LC = 1 + \frac{CCL}{PC} \quad \text{Equação 5}$$

onde,

LC – liquidez corrente

CCL – capital circulante líquido

PC – passivo circulante

3.4.9 Variáveis de mercado

As variáveis de mercado analisadas serão:

1. Preço por Ação;

A variável preço da ação indica o valor do preço de fechamento da ação no pregão, correspondente ao último negócio realizado no dia.

2. Presença nos pregões da BM&FBovespa;
A variável presença das ações nos pregões indica o número de pregões em que ocorreu negócio com ações da empresa em estudo.
3. Variação no Número de Negócios Diário da Ação negociada na BM&FBovespa;
A variável número de negócios refere-se a quantidade de transações ocorridas com ações das companhias estudadas, observando-se que um negócio exige o envolvimento de um investidor comprador e outro vendedor.
4. Variação no Volume de Negócios Diário da Ação negociada na BM&FBovespa;
O volume de negócios representa o somatório do valor, em real, de todos os negócios realizados com ações de uma determinada empresa em um mês.
5. Variação na quantidade negociada de ações diária na BM&FBovespa;
Quantidade negociada que é o somatório de todas as ações que foram negociadas nos pregões do mês em referência.
6. Variação do preço de fechamento da ação negociada na BM&FBovespa (*Spread*).

Brito, Batistella e Fama (2005) informam que as pesquisas empíricas normalmente avaliam os benefícios econômicos proporcionados pelas fusões com base na resposta dada pelo mercado acionário. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) comentam que as mudanças nos preços das ações das empresas adquirentes representam a crença dos participantes de mercado no valor criado pela fusão.

Camargos e Barbosa (2008) para análise em processos de F&A utilizam as variáveis quantidade de negócios realizados, quantidade de títulos negociados, volume negociado e *spread*. No presente trabalho de forma a ter uma visão maior sobre as alterações de mercado são analisados também a presença em pregões e o preço de fechamento, utilizado no trabalho de Bernardo, Campos Filho (2007).

3.5 Período de Análise

Todas as variáveis foram analisadas no intervalo de 7 anos. A data marco do evento foi o dia do evento: 10 de novembro de 2004, com efetiva realização da F&A no ano seguinte, 2005. Foram analisados os 3 anos antes do evento (2002, 2003 e 2004) e os 3 anos após o evento (2006, 2007 e 2008). Assim, como em Camargos e Barbosa (2005), foi escolhido período de longo prazo devido ao impacto dos fatos de um processo de F&As não poderem ser avaliados a curto-prazo para análise de geração de valor. Também segundo Camargos e Barbosa (2005) o ano do evento, 2005, deve ser descartado pois a reestruturação operacional, administrativa e estratégica nesse ano pode levar a resultados imprevisíveis, devido ao seu elevado grau de dificuldade e incerteza.

As variáveis de mercado são analisadas diariamente e foram obtidos a partir da base de dados da consultoria Economatica. Segundo Barbosa, Camargos e Romero (2008) o uso de dados diários é potencialmente útil, pois permite ao pesquisador tirar vantagem de informações anteriores sobre o dia específico em análise.

Brown e Warner (1980) sugerem que o poder dos estudos de evento aumenta com o conhecimento preciso de quando um evento ocorre. As análises de mercado levaram em consideração o ano de ocorrência do evento para análises de longo prazo, e o dia do anúncio pela Assembléia Geral Extraordinária (AGE) ou Comunicação com o Mercado (dia D).

As variáveis contábeis-financeiras são analisadas anualmente, pois no período total em estudo essa é a frequência de publicação obrigatória às empresas.

Camargos e Barbosa (2005) sugerem que é possível, dentre outras, derivar as seguintes hipóteses testáveis empiricamente sobre o tema F&As envolvendo dados empíricos dos mercados de capitais:

1. Hipótese da maximização da riqueza dos acionistas: postula que nos processos de F&A é objetivo principal maximizar o valor de suas firmas por meio da valorização do preço das suas ações no mercado. Assim, uma F&A deve ter efeitos positivos nas ações das firmas envolvidas;
2. Hipótese dos ganhos operacionais (sinergias): postula que os ganhos relativos às F&As se originam de fatores operacionais, como economias de escala e escopo, eliminação de ineficiências (operacionais e administrativas), ganhos de monopólio, obtenção de capacidades adicionais e efeito de co-seguro. Assim, uma F&A deve apresentar um resultado global positivos para as firmas envolvidas;
3. Hipótese de ganhos anormais ou hipótese da informação nova: postula que é a informação nova liberada ao mercado nos processos de F&A, e não os ganhos operacionais combinados, que afeta os preços das ações no mercado.

As 3 hipóteses listadas por Camargos e Barbosa (2005) serão utilizadas no presente trabalho, as hipóteses 1 e 3 serão utilizadas para as variáveis de mercado e a hipótese 2 para as variáveis contábeis-financeiras.

Espera-se confirmar que o processo de F&A gera aumento de valor da empresa e para o acionista, conforme informado por Pinto Junior e Iooty (2005) que o desempenho das firmas, após o processo de F&A, apresenta melhorias em algumas variáveis, tais como vendas, dividendos e lucro líquido.

3.6 Instrumentos de Análise

Serão avaliadas empresas que passaram pelo processo de F&A. O desempenho de seus indicadores contábeis-financeiros, já explicados, e a análise técnica, das variáveis de mercado das ações, também já explicado, são avaliados mediante a aplicação de métodos estatísticos.

Segundo Camargos e Barbosa (2009), existe uma ausência de metodologia consolidada para análise de F&As, assim como os autores, neste trabalho optou-se por fazer uma análise, de comparação, da média das variáveis de cada empresa nos períodos anterior e posterior ao evento de concretização da F&A. Assim como adotado por Camargos e Barbosa (2009) essa metodologia também é a mesma adotada por Megginson, Nash e Randenborgh (1994, In: Camargos e Barbosa) e Pinheiro (1996, In: Camargos e Barbosa, 2009) para empresas privatizadas, e Rocha, Iooty e Ferraz (2001), Pinto Jr e Iooty (2005), Gomes, Aidar e Videira (2006) e Camargos e Barbosa (2005), para empresas que passaram por processos de F&As e por Macedo, Sousa, Sousa e Cípola (2009) para análise comparativa de desempenhos contábil-financeiros. Esta metodologia foi explicada na seção 3.6.3.

No presente estudo também são utilizados estatística descritiva para análise, conforme Camargos e Barbosa (2005) e Pasin, Matias, Santos e Monadeo (2002), verificação de ganhos

anormais pelo método de retorno ajustado ao mercado, conforme Camargos, Barbosa e Romero (2008) e Camargos e Barbosa (2007) e também, de forma a verificar os ganhos direto de valor para os acionistas a análise técnica, conforme Veiga, Veiga e Veiga (2008).

Foram adotadas diferentes formas de análise para cada variável. A seguir é explicado em cada tipo de análise, quais variáveis e quais análises foram desenvolvidas.

Para análise do comportamento das ações são aplicadas as seguintes técnicas de análise:

- Análise técnica – são avaliadas as variáveis de mercado, ano a ano no triênio anterior e posterior ao evento, de forma a identificar ganhos no valor da empresa percebidos pelo mercado. E é feita descrição da evolução do preço de fechamento em relação ao Ibovespa e ao dólar.
- Estatística descritiva, pelos métodos: de máximo, mínimo, média aritmética – a análise técnica é complementada com informações estatísticas das variáveis de mercado.
- Avaliação do Beta da empresa – são avaliados o beta anual, para 3 anos antes e 3 anos depois; e o beta do triênio pré e pós evento para identificar a sensibilidade da ação em relação ao mercado.
- Teste de hipótese, pelo método de: amostras pareadas – são avaliadas as variáveis de mercado para identificar se houve alteração em seus valores, é aplicada a comparação das médias de cada variável no triênio pré e no triênio pós evento, utilizando a ferramenta estatística t-Student.
- Verificação de ganhos anormais pelo método de retorno ajustado ao mercado – é avaliada a percepção do mercado ao anúncio do evento, no curto prazo, intervalo de 60 dias (30 antes e 30 depois do evento) e 20 dias (10 dias antes e 10 dias depois do evento). Avaliando se houve ganho de valor associado ao evento em estudo.
- Análise comparativa com Ibovespa e Dólar.

Para a análise contábil-financeira são aplicadas as seguintes técnicas de análise:

- Apresentação e evolução dos dados;
- Estatística descritiva, pelos métodos: de máximo, mínimo, média aritmética – a análise de evolução dos dados é complementada com informações estatísticas das variáveis contábil-financeira;
- Teste de hipótese, pelo método de: amostras pareadas – são avaliadas as variáveis contábeis-financeiras para identificar se houve alteração em seus valores, é aplicada a comparação das médias de cada variável no triênio pré e no triênio pós evento, utilizando ferramenta estatística não-paramétrica de Wilcoxon.

Tanto a análise contábil como a análise financeira são realizadas em separado para cada uma das empresas avaliadas.

3.6.1 Estatística descritiva

Média aritmética de um conjunto de dados quantitativos é a soma das medições dividida pelo número de medições contidas no conjunto de dado (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008). Sua fórmula é apresentada na Equação 6.

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$$

Equação 6

Mediana, de um conjunto de dados quantitativos, é o número do meio quando medidas são organizadas em ordem crescente (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008). Um conjunto de dados é dito não simétrico se uma curva de distribuição tem mais observações extremas do que outras.

A assimetria é quanto uma curva de frequência se desvia ou afasta da posição simétrica. A curtose é o grau de achatamento desta curva, que pode ser mesocúrtica, platicúrtica e leptocúrtica, ver Figura 10.

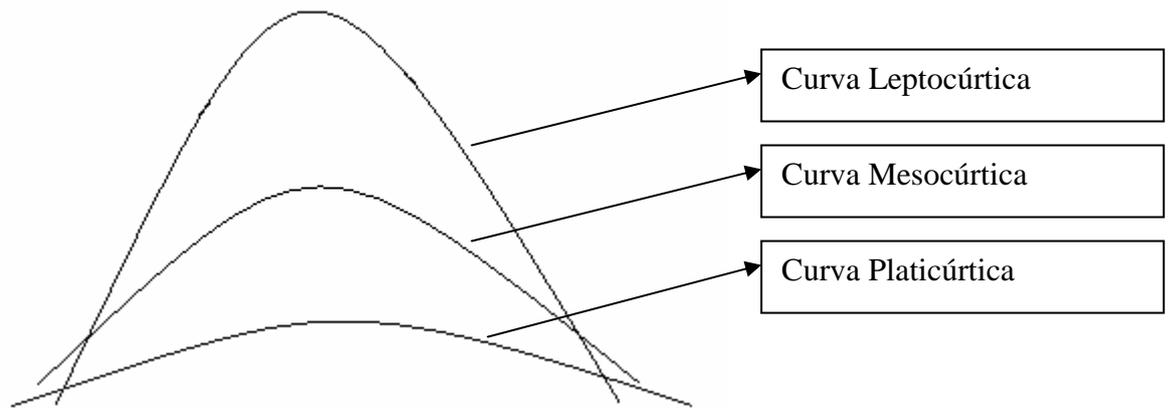


Figura 9 - Curtose

O desvio padrão de uma amostra é definido como a raiz quadrada da variância da amostra, Equação 7 (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008). A variância de uma amostra com n medições é igual a soma dos desvios da média ao quadrado, dividido por (n-1), Equação 8 (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008)

$$s = \sqrt{s^2}$$

Equação 7

$$s^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{(n-1)}$$

Equação 8

Séries temporais são dados produzidos e monitorados ao longo do tempo (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

3.6.2 Beta (β)

Matematicamente, o β pode ser obtido através da regressão linear dos retornos do ativo versus o retorno do mercado, conforme apresentado na Figura 10. Na prática, o beta é um indicador que mede a sensibilidade de uma ação em relação a movimentação de mercado (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Beta é a medida que determina a variação do retorno de uma ação em relação à variação da carteira de mercado, no Brasil, índice Ibovespa.

Comumente o beta reflete o comportamento do papel em relação ao Ibovespa nos últimos 18 meses de operação. No entanto, ele pode ser calculado em qualquer período (BERTOLO, 2010).

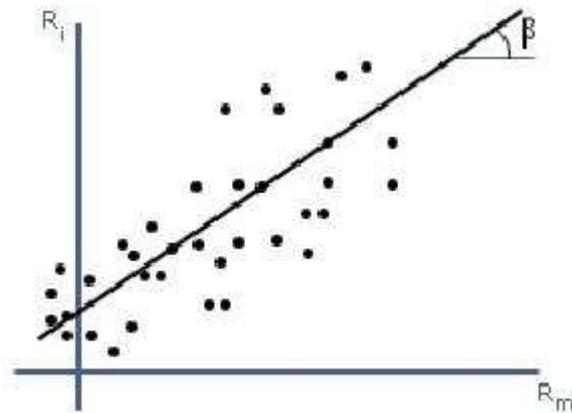


Figura 10 – Beta – Regressão Linear

Fonte: Investshop (2010).

A função básica do beta é ser um indicador de riscos. O beta pode ser classificado como agressivo (quando é maior que 1); neutro (igual a 1) e defensivo (menor que 1), conforme apresentado na Figura 11.

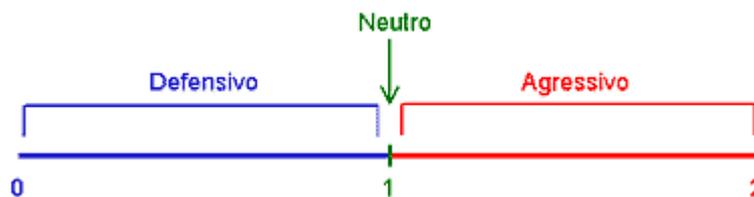


Figura 11 – Beta

Fonte: Bertolo (2010).

A formulação para obtenção do beta é apresentada na Equação 9 (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{s^2(R_m)} \quad \text{Equação 9}$$

onde,

$Cov(R_i, R_m)$ = covariância entre os retornos do ativo i e da carteira de mercado m

$s^2(R_m)$ = variância do mercado.

3.6.3 Inferência baseada numa população: teste de hipótese

Uma das vertentes da análise estatística utiliza o Método de Inferência, que utiliza a Estimação e o Teste de Hipóteses.

O Teste de Hipóteses consiste em se criar uma hipótese e verificar a aderência dos dados da série com a hipótese criada.

Uma hipótese zero (H_0) é criada com uma teoria sobre os valores específicos de um ou mais parâmetros. Ela representa o *status quo*, que adotamos até que seja provada como falsa (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

A hipótese alternativa (H_a) é uma teoria que contradiz a hipótese zero. A teoria diz que adotaremos apenas quando existir evidência suficiente para estabelecer sua verdade (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

Região de rejeição é a região dos valores numéricos da estatística-teste para os quais a hipótese nula será rejeitada. A região de rejeição é escolhida de forma que a probabilidade α contenha a estatística. O valor de α é normalmente escolhido sendo bem pequeno (0,01 ou 0,05, por exemplo) e é chamado de nível de significância do teste (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

Se o valor do teste fica na região de rejeição, rejeitamos a hipótese nula e concluímos que a hipótese alternativa é a verdadeira (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

Existe na estatística um teste de hipótese para quando se deseja comparar um mesmo grupo de dados antes e depois de um evento. Este teste se chama: Teste de Hipótese por Pareamento de Dados.

Para observações emparelhadas, ou amostras pareadas, o teste apropriado para a diferença entre duas médias consiste em determinar primeiro a diferença 'd' entre cada par de valores, e então testar a hipótese nula de que a média das diferenças na população é zero (Equação 10) tendo como base a estatística t-Student (GOMES, AIDAR, VIDEIRA, 2006). Então, do ponto de vista de cálculo, o teste é aplicado a uma única amostra de valores (ALBUQUERQUE, 2010). Caso, as amostras não possuam distribuição normal, ou devido a quantidade de elementos não seja possível caracterizar a amostra como normal, pode-se usar o teste não-paramétrico Wilcoxon sobre as diferenças.

Os autores Gomes, Aidar e Videira (2006), complementam a análise informando que se o resultado do teste t-Student possuir um estatística significativamente diferente de zero e negativa (neste trabalho), podemos concluir que o período depois do evento é diferente e maior que período antes do evento. E a hipóse zero é negada (Equação 11). A análise para o teste t-Student é de comparação direta com o valor de alfa escolhido, neste trabalho 0,05, mas também é utilizada a comparação com o valor da estatística. A análise para o teste Wilcoxon usa apenas a comparação direta com o valor de alfa escolhido, neste trabalho 0,05, sem usar comparação com valor da estatística.

$$H_0: \text{Variável}_{\text{antes}} - \text{Variável}_{\text{depois}} = 0 \quad \text{Equação 10}$$

$$H_1: \text{Variável}_{\text{antes}} - \text{Variável}_{\text{depois}} \neq 0 \quad \text{Equação 11}$$

3.6.4 Ganhos anormais

Segundo Almeida, Bueno e Braga (1999), o método do índice de comparação (IC), Equação 12, de Brown e Warner calcula a razão entre a variação de preços de fechamento de uma ação e a variação do Ibovespa para um mesmo período. Ainda segundo os autores, o IC pode ser enquadrado como um teste de ganhos anormais em função de informações privadas não ajustadas ao risco.

$$IC = \left(\begin{array}{c} \frac{P_t}{P_{t-1}} \\ \frac{I_t}{I_{t-1}} \end{array} \right)$$

Equação 12

onde,

P_t = preço da ação em um dia t

I_t = valor do índice de mercado no dia t

$t+1$ = dia posterior

Neste tipo de análise os resultados desfavoráveis estão limitados a 0 e 1, mas os favoráveis tem intervalo infinito (1 a ∞), é normal ajustar os resultados pelos seus logaritmos naturais (LN IC).

LN IC também pode ser chamado de retorno anormal (RA_{it}) e é calculado utilizando o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado, descrito por Camargos e Barbosa (2007) e Barbosa, Camargos e Romero (2008), que consiste em encontrar a diferença do retorno da ação em relação ao retorno do índice de mercado (Ibovespa) numa mesma data utilizando a forma logarítmica.

O uso do logaritmo natural visa obter uma melhor aderência à distribuição normal dos retornos, premissa dos testes estatísticos paramétricos, conforme assinalam Soares, Rostagno e Soares (2002). O modelo é expresso na Equação 13, conforme Barbosa, Camargos e Romero (2008) e Barbosa e Camargos (2008).

$$RA_{it} = LN \left(\begin{array}{c} \frac{P_{t+1}}{P_t} \\ \frac{I_{t+1}}{I_t} \end{array} \right)$$

Equação 13

onde,

RA_{it} = retorno anormal de títulos

P_t = preço da ação em um dia t

I_t = valor do índice de mercado no dia t

$t+1$ = dia posterior

Barbosa, Camargos e Romero (2008) ainda informam que:

“a escolha desse tipo de modelo de geração de retornos em detrimento de outros tipos baseia-se no critério da parcimônia, pois segundo Brown e Warner (1980, 1985), que o compararam com diferentes modelos, não há melhorias significativas na utilização de metodologias mais sofisticadas. O Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado é o mais utilizado em pesquisas norte-americanas e apresenta um desempenho similar ao dos modelos mais sofisticados. De maneira semelhante, em estudo com retornos mensais de ações negociadas na Bovespa, Kloeckner (1995) concluiu que é indiferente para o pesquisador optar por um ou outro modelo gerador de retornos normais, sugerindo que a adoção de um modelo mais simples, como o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado, não traz prejuízos aos resultados e conclusões.”

Segundo Barbosa, Camargos e Romero (2008) a análise de um período anterior à ‘data zero’ visa identificar indícios do uso de informações privilegiadas (*inside information*),

enquanto que a do período posterior objetiva fornecer evidências do ajuste dos preços à nova informação liberada no mercado. Quanto mais rápido e preciso for esse ajuste, melhor é a eficiência do mercado.

Ainda segundo Barbosa, Camargos e Romero (2008), as pesquisas empíricas sobre ganhos anormais por meio de *insider trading* buscam identificar e analisar o comportamento dos preços e da liquidez dos títulos em períodos próximos ao anúncio (dia D) de um evento corporativo relevante. Mais especificamente envolvem a análise do retorno acionário anormal para mensuração do ganho nas negociações e de variáveis sinalizadoras da liquidez das ações (quantidade de títulos e de negociações, volume e *spread*)

3.6.5 Análise técnica

A análise técnica nada mais é que um estudo dos movimentos passados dos preços e/ou dos volumes de negociação de ativos financeiros, com o objetivo de fazer previsões sobre o comportamento futuro dos preços.

Segundo Rudge e Cavalcante (1993) e Assaf Neto (1999) para este tipo de análise, não são relevantes as informações sobre lucros, dividendos, participação no mercado, grau de endividamento ou liquidez da empresa. O que importa são os fatores de procura e oferta internos ao mercado.

3.7 Análises comparativas

A variável preço de fechamento é analisada e sua evolução comparadas com a evolução do Ibovespa e do dólar no mesmo período. Com o intuito de observar o comportamento da ação em relação ao mercado (Ibovespa), e uma moeda estrangeira pelo setor de papel e celulose ser altamente dependente do mercado externo.

3.7.1 Índice de mercado: Ibovespa

Segundo Cavalcante e Misumi (2002) os índices de mercado cumprem 3 objetivos:

- São indicadores de variação de preço do mercado;
- Servem de parâmetro para avaliação de performance de portfólios;
- São instrumentos de negociação no mercado futuro.

Os autores informam ainda que os principais índices brasileiros de ação são o Ibovespa e o IBrX.

O IBrX é um índice também calculado pela BM&FBovespa, o critério utilizado para a ação fazer parte do índice é o número de negócios e o volume financeiro apurado nos últimos 12 meses anteriores à reavaliação. Ainda segundo Cavalcante e Misumi (2002) este índice também é ajustado quando as empresas distribuem proventos. Neste trabalho é abordado com maiores detalhes o Ibovespa.

O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBovespa e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações

metodológicas desde sua implementação em 1968 (BOVESPA, 2010a e ASSAF NETO, 2010).

Para Leite e Sanvicente (1995) o valor absoluto do Ibovespa corresponde ao valor de mercado de uma carteira selecionada de ações negociadas na Bovespa em determinado instante. A variação do índice é uma taxa de lucratividade auferida por quem mantiver a carteira nesse período.

A finalidade básica do Ibovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na BM&FBovespa.

O Ibovespa é calculado em tempo real, para tanto são considerados os preços dos últimos negócios realizados no mercado à vista (lote-padrão) somente das ações que fazem parte de sua carteira. A carteira é composta por ações de alta liquidez que respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro no mercado à vista da BM&FBovespa e que nos 12 meses anteriores à formação da carteira atenderam cumulativamente (BOVESPA, 2010a):

- Estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- Apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- Ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

O Índice Bovespa (BM&FBOVESPA, 2010a) é o somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma) das ações integrantes de sua carteira teórica (Equação 1):

$$Ibovespa_t = \sum_{i=1}^n P_{i,t} \times Q_{i,t} \quad \text{Equação 14}$$

onde,

$Ibovespa_t$ = Índice Bovespa no instante t

n = Número total de ações componentes da carteira teórica

P = Último preço da ação 'i' no instante t

Q = Quantidade teórica da ação 'i' na carteira no instante t

A Figura 12 apresenta o índice Ibovespa no período de 1999 a 2008. Ele engloba o período em estudo e será utilizado como base de comparação para evolução e variação do preço da ação das empresas a serem estudadas em diversos momentos no presente trabalho.

3.7.2 Dólar

O setor de papel e celulose depende não só do mercado interno, mas também do mercado externo. E por esse motivo, o setor é diretamente influenciado pelas flutuações ocorridas no câmbio entre moedas, principalmente o dólar.

A Figura 12 apresenta a série temporal de evolução da cotação do dólar em relação o Real, moeda brasileira, para o período de 1999 a 2008.

A Tabela 8 apresenta o resumo com a variação anual do dólar e do Ibovespa, para cada ano em estudo. Também é apresentada a média do período pré-Ripasa e pós-Ripasa. A variação é calculada entre o valor no primeiro dia com cotação ou pregão do ano e o último

dia. Para variação do período, é usada a mesma metodologia mas levando em consideração o período de 3 anos.

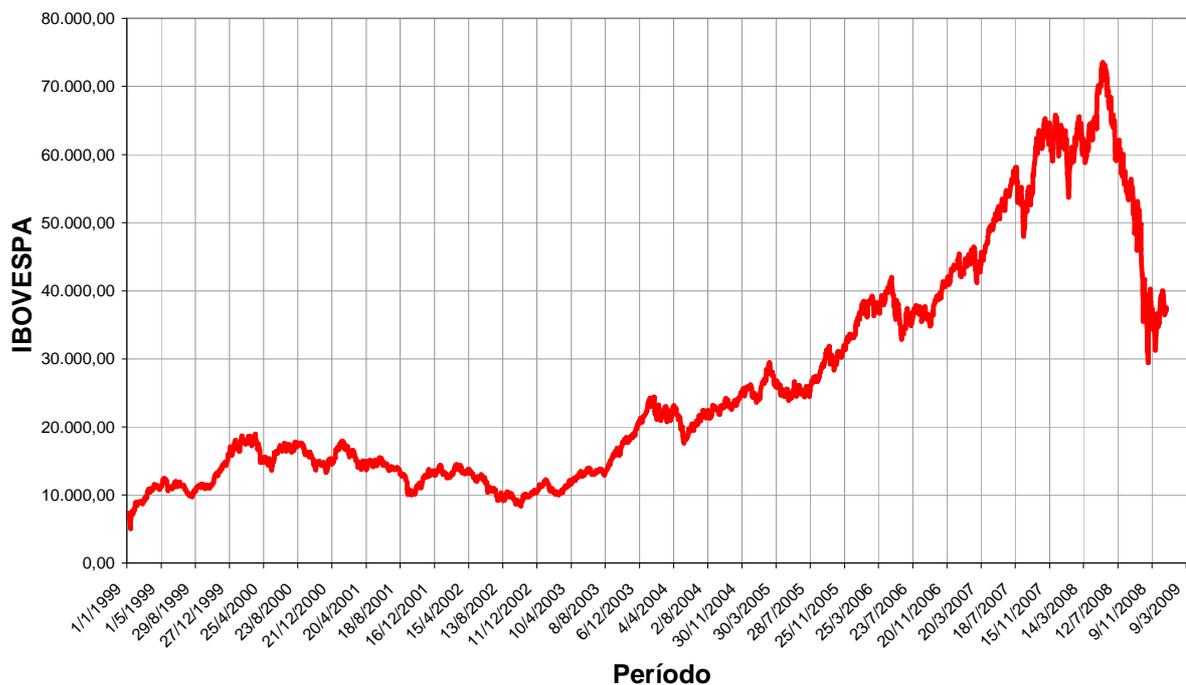


Figura 12 – Ibovespa do período em estudo - 1999 a 2008

Fonte: BM&FBovespa (2010b).



Figura 13 – Dólar Comercial Cotação Diária de Venda do período em estudo - 1999 a 2008

Fonte: Portal Ibre – FGV (2010).

Tabela 8 – Variação anual do dólar e do Ibovespa

Ano	Variação Dólar	Variação Dólar	Variação Ibovespa	Variação Ibovespa
2001	19,71	XXX	11,98	XXX
2002	53,18		-18,77	
2003	-17,98	15,08	91,64	88,84
2004	-8,03		16,71	
2005	-12,27	XXX	30,07	XXX
2006	-8,52		32,73	
2007	-17,00	0,00	40,77	12,07
2008	31,87		-40,22	

Fonte: Próprio autor.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentadas e discutidas diversas análises realizadas. As análises tiveram o objetivo de avaliar o impacto na geração de valor para os acionistas, que é o objetivo principal de toda empresa (GITMAN, 2004, BRIGHAM; EHRHARDT, 2006, BREALEY; MYERS; MARCUS, 2002)

A seção está dividida em dois tipos de análise, com dados de mercado e com dados contábeis-financeiros. Os valores aqui apresentados utilizaram fontes públicas encontrado nos sites das empresas Suzano (SUZANO, 2010), VCP (VOTORANTIM, 2010), da BM&FBovespa (BM&FBOVESPA, 2010) e o banco de dados da Consultoria Economática.

Para realização das análises estatísticas foram utilizadas o *software* PASW Statistics 18, versão 18 de 2009.

4.2 Ação

Nesta seção são apresentadas as análises utilizando dados do mercado secundário de ações. Primeiramente é realizada uma análise técnica, seguido da correlação da variação da ação com a variação de mercado, utilizando o Índice Bovespa (Ibovespa), é testada a hipótese de ganhos anormais para a data considerada marco da análise (o dia do anúncio da aquisição) e também verificado se houve alguma alteração na evolução do valor e negócios da empresa com as alterações de F&A realizadas.

Além da data marco para a análise técnica foi feita também seleção das datas consideradas possíveis de ocorrer mudanças no comportamento da ação. Na análise foi levada em consideração as informações divulgadas por meio de Fato Relevante ou Comunicação com o Investidor divulgadas pela empresa Suzano e VCP. Estas e outras informações foram apresentadas nas seções 3.3.1 e 3.3.2 e dentre as informações relevantes apresentadas, foram selecionadas aquelas consideradas de maior impacto de mercado e que fossem diretamente relacionadas a processos de reorganização societária.

Foram selecionados os seguintes marcos para Suzano:

- 05/02/02 – Tentativa de encerramento das atividades da Bahia Sul por meio de Oferta Pública;
- 10/11/04 – Informe público de parceria com VCP para compra da Ripasa;
- 09/08/07 – CADE aprova consórcio Compacel;

Para VCP foram selecionados os seguintes marcos:

- 10/11/04 – Informe público de parceria com Suzano para compra da Ripasa;
- 06/08/08 – Aquisição da Aracruz;

4.2.1 Análise Técnica

A seção de análise técnica está dividida entre as duas empresas em análise. Primeiro são apresentados os dados e discussão referente à empresa Suzano e posteriormente à empresa VCP.

4.2.1.1 Suzano

São descritos os anos de 2002 a 2008 e para cada ano é apresentada uma tabela de estatística descritiva que apresenta média, desvio padrão, máximo e mínimo para cada uma das variáveis apresentadas: preço de fechamento, nº de negócios, quantidade de ações negociadas, volume e preço de abertura., respectivamente aos anos, Tabela 9 a Tabela 15.

Os resultados do preço de fechamento da empresa Suzano estão apresentados para os anos de 2002 a 2008 da Figura 14 a Figura 20. As figuras mostram a evolução ao longo do ano do preço de fechamento diariamente, sempre qu houver negócio com a ação da empresa na BM&FBovespa. Os valores são apresentados em real.

O ano de 2002 foi marcado por constância no valor negociado das ações da Bahia Sul. As ações tiveram presença em 241 pregões ao longo do ano. As flutuações apresentaram limite máximo próximo de fechamento de R\$ 3,739 e limite inferior de R\$2,611. As ações iniciaram o ano com total de 65.000 ações negociadas, e preço de abertura de R\$ 2,565. Tiveram presença em 241 pregões do ano com média de 8 negócios por dia e pico de 63 negociações em um único dia. O dia com maior volume negociado foi 13 de dezembro e teve R\$ 3.255.940,00 com 825.000 ações negociadas. O pico no preço de fechamento foi no dia 12 de julho a R\$ 3,739 e cotação de fechamento anual de R\$ 3,141, apresentando alta em relação ao fechamento do primeiro pregão anual de mais de 20%.

Tanto o dia do anúncio do Fato Relevante (05 de Fevereiro) como o de Aviso aos Acionistas (26 de Fevereiro), informando sobre a permuta de ações não provocaram movimentações diferente na bolsa nas ações negociadas da Cia Suzano. Ocorreram respectivamente 5 e 9 negócios com cotações de R\$ 3,171 e R\$ 3,218.

A Tabela 9 apresenta a estatística descritiva para o ano de 2002. A média anual de negócios realizados por dia de pregão foi de 8,27, inferior ao ano anterior (2001 com 9,6 negócios realizados). Quantidade e o volume médio negociados foram, respectivamente de 48.947 e R\$ 223.623,57, também inferiores ao ano de 2001.

Tabela 9 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2002

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	3,300	0,294	3,739	2,611
Nº de Negócios	8,27	9,32	63	1
Quantidade	48.947	80.239,23	825.000	1.250
Volume	223.623,57	3,50E5	3.255.490,00	5.450,00
Preço de Abertura	3,289	0,293	3,739	2,565

Fonte: Próprio autor.

Conforme apresentado na Tabela 8, a variação do Ibovespa neste ano, 2002, foi de -18,77%, enquanto as ações da Cia Suzano tiveram variação de 20,27%, ou seja as ações da Cia Suzano valorizaram mais que o mercado. Como já explicado anteriormente, o dólar pode ter forte influência nos resultados de companhias de *commodities* e que dependem fortemente do mercado internacional. O dólar neste período apresentou variação positiva de 53,18%, as empresas de Papel&Celulose, não diferente a Suzano, possuem perfil exportador, e normalmente a valorização do dólar pode indicar benefícios cambiais, desde que o perfil de dívida não esteja atrelado também ao dólar.

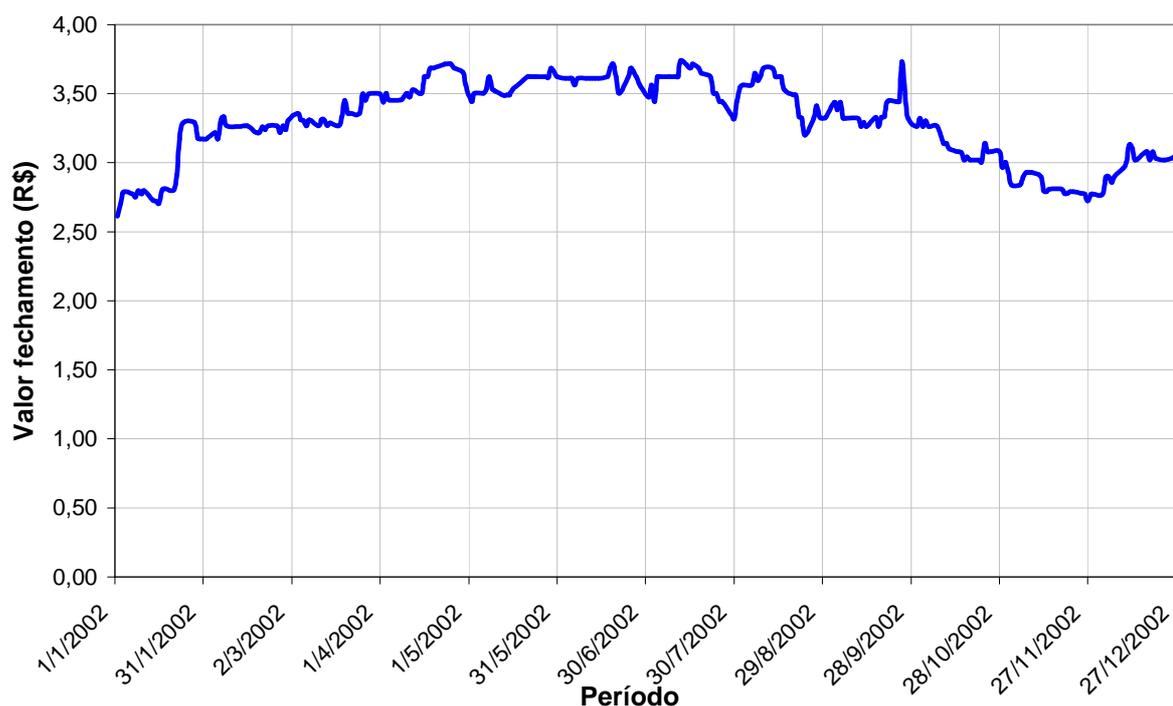


Figura 14 – Preço de fechamento Cia Suzano – Ano 2002

Fonte: Economática (2010).

No ano de 2003, as ações preferenciais foram negociadas durante todo o período, estando presente em 249 pregões ao longo do ano. O pregão no primeiro dia apresentou 24 negócios, com preço de fechamento de R\$ 3,231. Neste pregão foram negociadas 58.750 ações. Durante todo o período é possível observar forte crescimento no valor da ação, que fechou o período com cotação de R\$ 8,205. No período avaliado houve média de negócios realizados de pouco mais de 50, com pico de 724, ocorrido no dia 17 de dezembro, neste dia a ação fechou negociada a R\$ 7,112 e com tendência de alta.

O ano de 2003 apresentou além do forte crescimento no valor da ação, salto no número total de negócios realizados ao longo do ano, que subiu de quase 2.000 em 2002 para mais de 12.000. A liquidez da ação acompanhou sua valorização. Neste ano houve negócios em 249 pregões ao longo do ano, que representa presença em 100% dos pregões ocorridos na BM&FBovespa.

O lançamento secundário e primário das ações ocorreu no dia 06 de outubro. Após este período a ação apresentou tendência de queda que logo se reverteu e fechou o ano em forte alta. O mês de dezembro foi marcado pelos recordes anuais de negócios realizados, com 724 no dia 17 de dezembro, pico no valor de abertura, no dia 23 de dezembro a R\$ 8,063. No dia 02 também de dezembro ocorreu a máxima anual de volume negociado de R\$ 13.010.568,00 e na quantidade negociada, com 1.561.125 ações.

No dia 21 de novembro de 2003 ocorreu a oferta de ações da Cia Suzano. Neste dia as ações tiveram queda em relação ao pregão anterior, assim como nos 3 dias anteriores a esta data e o dia posterior. A queda nesta data veio associada a grande movimentação com total de 183 negócios realizados a preço de fechamento de R\$ 6,512.

A média diária anual de negócios realizados foi de 50,8, muito superior aos 2 anos anteriores estudados (2001 e 2002). A média de quantidade de ações negociadas no ano e de volume movimentado pelas ações da Cia Suzano foram de 177.311 ações e R\$ 1.341.815,62, respectivamente.

Tabela 10 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2003

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	5,075	1,392	8,205	3,141
Nº de Negócios	50,84	101,07	724	1
Quantidade	177.311	298.598,43	1.561.125	1.250
Volume	1,34E6	2,53E6	1,30E7	8.890,00
Preço de Abertura	5,064	1,402	8,063	3,171

Fonte: Próprio autor.

A valorização anual da ação foi de mais de 153%. Neste mesmo período o Ibovespa apresentou valorização de 91,64% (Tabela 8).

No ano de 2003 o dólar apresentou forte queda logo no 1º semestre, a abertura de cotação foi de R\$ 3,522 o restante do ano foi de pequenas flutuações, fechando o ano cotado a R\$ 2,886, desvalorização de quase 18% (Tabela 8).

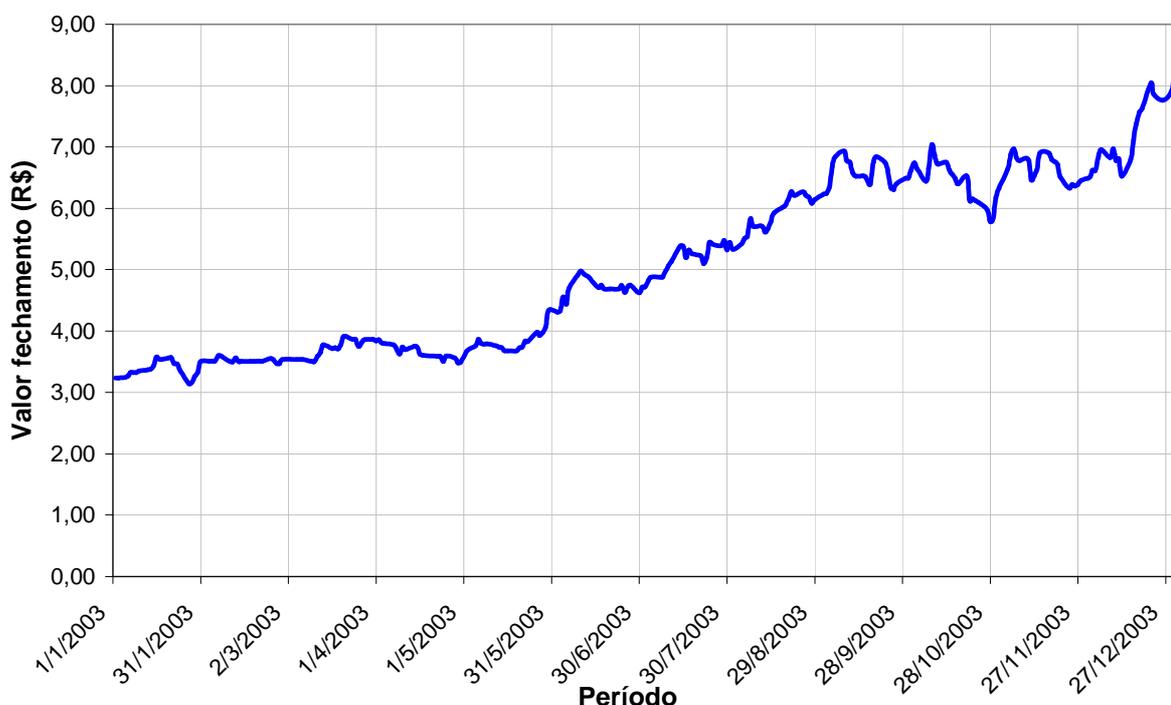


Figura 15 – Preço de fechamento Cia Suzano – Ano 2003

Fonte: Economática (2010).

O primeiro pregão do ano de 2004 seguiu a tendência do fim do ano anterior e fechou em alta de 0,87%, com preço de fechamento de R\$ 8,276. Neste dia foram realizados apenas 97 negócios com volume total de R\$ 1.372.365,00. O segundo pregão do ano ocorreu no dia 05 de janeiro de 2004 e teve forte alta de 6,88% fechando o dia cotado a R\$ 8,845 e número expressivo de negócios, 413 no total. As ações foram negociadas em 249 pregões ao longo do ano.

O ano de 2004 teve duas mudanças que movimentaram o valor da ação na bolsa de São Paulo do grupo Bahia Sul. A partir de 05 de agosto de 2004 as ações passaram a ser negociadas na forma agrupada em lote padrão de 100 ações, e passaram a adotar o nome

Suzano Bahia Sul Papel e Celulose. No dia que ocorreu a alteração das ações, o primeiro pregão com a empresa unificada sob o nome de Suzano Bahia Sul, o preço de fechamento das novas ações foi de R\$ 8,352, com 44 negócios, mas com quantidade de ações negociadas de apenas 69.625. O mercado reagiu com cautela a esta mudança, tanto que a cotação de fechamento foi 1,58% menor que o pregão anterior.

E a 2ª mudança foi o anúncio da aquisição da Ripasa em conjunto com a VCP no dia 10 de novembro. Neste dia as ações tiveram cotação de fechamento com aumento de 1,22% em relação o dia anterior, mas sem máximo anual de qualquer uma das variáveis.

O pico no número de negócios ocorreu no dia 24 de novembro com 770 realizações e volume negociado de R\$ 15.381.005,00 (Tabela 11). O pico no volume negociado ocorreu no dia 22 de outubro em que foram negociadas 2.431.250 ações gerando volume total de R\$ 23.836.519,00. Este ano teve média no nº de negócios de 148,7 concretizações por dia em que houve pregão, média de 442.645 e R\$ 4.523.995,10 ações negociadas e volume, respectivamente.

Tabela 11 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2004

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	8,577	0,426	9,602	7,500
Nº de Negócios	148,72	84,20	770	34
Quantidade	442.645	332.385,52	2.431.250	55.875
Volume	4,52E6	3,33E6	2,38E7	569.436,00
Preço de Abertura	8,853	0,428	9,602	7,371

Fonte: Próprio autor.

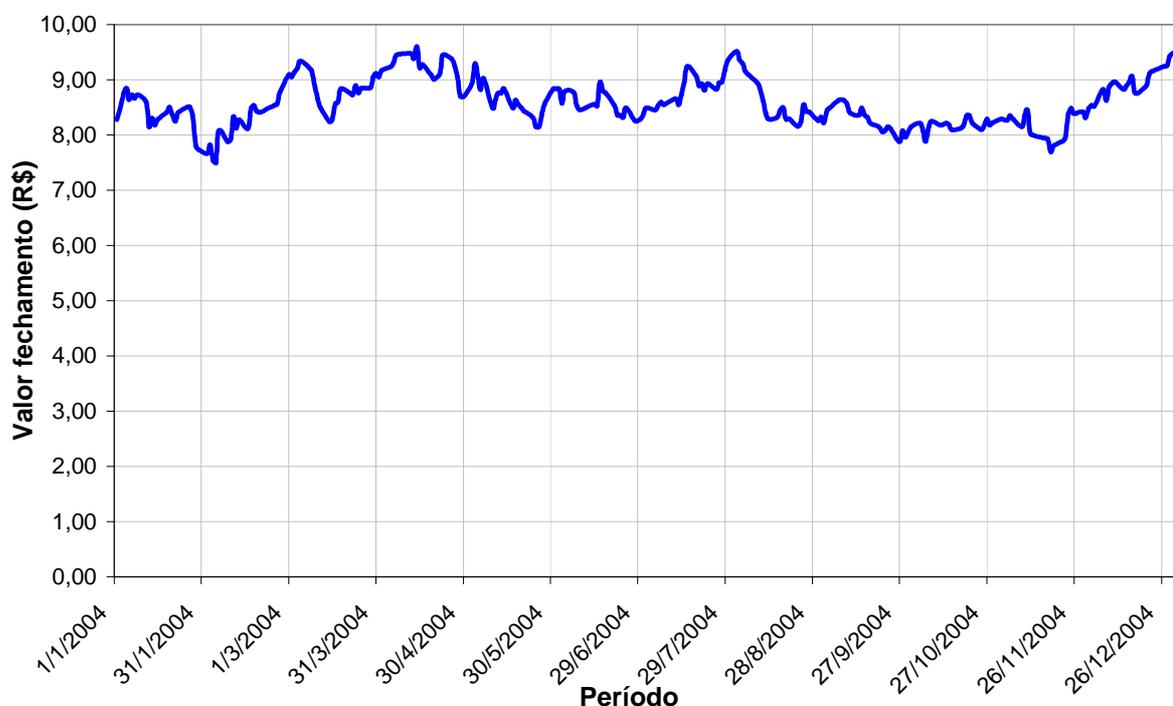


Figura 16 – Preço de fechamento Cia Suzano – Ano 2004

Fonte: Economatica (2010).

O último pregão do ano, e já negociada sob nova codificação SUZB5, fechou com a ação sendo negociada a R\$ 9,483. Foram apenas 76 negócios frente à média anual de 148. Neste ano as ações ficaram relativamente envelopadas, flutuando entre R\$ 7,50 e R\$ 9,60.

Em 2004 o índice Bovespa apresentou crescimento de 16,71%. Neste mesmo período as ações da Suzano apresentaram valorização de 14,57%, comportamento muito similar ao índice. O dólar, neste mesmo, período apresentou desvalorização de aproximadamente 8,0%.

O ano de 2005 foi o ano de efetiva ocorrência do evento em estudo, a compra da Ripasa, apesar deste ano ser descartado nas análises estatísticas, aqui na análise descritiva, como forma de apresentação contínua dos dados, o ano de 2005 também é apresentado.

O ano de 2005 foi extremamente turbulento para o valor de mercado das ações da Suzano. As ações saíram de 2004 com pouca flutuação e já cotadas sob a nova denominação SUZB5. Abriram o ano de 2005 no dia 03 de janeiro com valor de abertura de R\$ 9,566, com boa presença logo no primeiro pregão tendo 131 negócios realizados com total de 263.875 ações negociadas e volume de R\$ 2.856.147,00. Houve negociação com ação da Suzano em 249 pregões ao longo do ano.

No dia do anúncio da efetivação da compra da Ripasa, 31 de março, não houve pico de negociação ou do valor da ação. Ocorreram apenas 65 negócios e a cotação de fechamento foi a mesma do dia anterior, R\$ 8,412. Mas o período antecedente e posterior ao anúncio foi repleto de movimentação. O pico do valor da ação ocorreu no dia 09 de março e foi de R\$ 9,807, o máximo de negócios ocorreu no dia 14 de abril com 761 concretizações, e o pico de quantidade negociada e volume ocorreu no dia 16 de março e tiveram respectivamente os seguintes valores, 4.851.250 ações e R\$ 50.857.858,00 (Tabela 12).

Tabela 12 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2005

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	8,139	0,866	9,808	6,311
Nº de Negócios	108,75	82,68	761	12
Quantidade	282.155	380.407,17	4.851.500	8.750
Volume	2,65E6	3,82E6	5,09E7	83.332,00
Preço de Abertura	8,158	0,853	9,877	6,207

Fonte: Próprio autor.

O valor da ação ao longo do ano apresentou queda, mas no último trimestre apresentou indicativo de recuperação. O pregão de fechamento anual ocorreu em 29 de dezembro, apresentou poucos negócios (42) e teve também pouca quantidade de ações negociadas e volume negociado, respectivamente 35.500 e R\$ 341.036,00, frente à média anual, respectivamente, 282.155 e R\$ 2.650.599,00 (Tabela 12).

Neste ano, as ações tiveram queda ao longo do ano, no último pregão a cotação de fechamento foi de R\$ 8,568, mais de 8% menor que no início do ano. Neste mesmo período o Ibovespa apresentou aumento de pouco mais de 30%, indicando forte crescimento no período.

O dólar foi cotado no 1º dia útil do ano a R\$ 2,668, seguindo a tendência de queda apresentada desde o 2º semestre de 2004, fechou o ano de 2005 cotado a R\$ 2,341. Isto significa valorização anual da moeda brasileira de mais de 12,20% (Tabela 8).

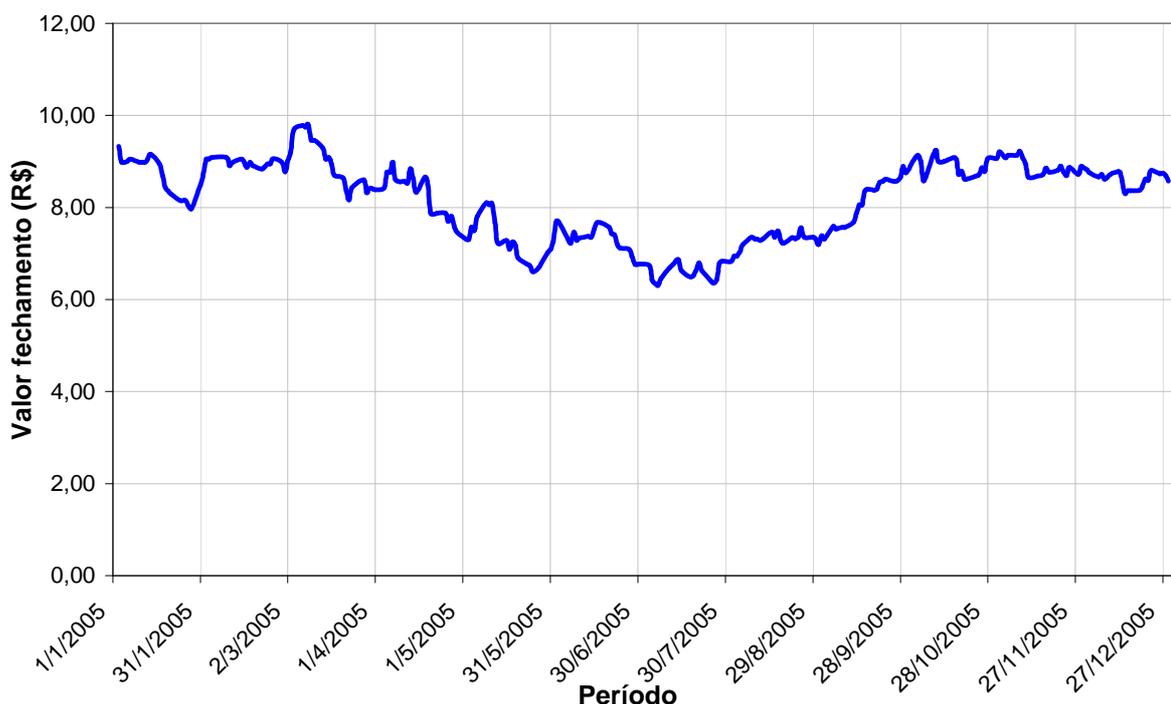


Figura 17 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2005

Fonte: Economatica (2010).

No ano de 2006 o primeiro pregão ocorreu no dia 02 de janeiro e teve valor de fechamento da ação de R\$ 8,429. Ocorreram apenas 53 negócios e quantidade total negociada de 73.000 ações, frente média anual de 162 e 509.884, respectivamente. No ano de 2006 as ações da Suzano foram negociadas em 246 pregões.

No dia 24 de maio de 2006 ocorreu a cisão total da Ripar. Nesta data ocorreram 79 negócios e as ações fecharam em leve alta de 0,40% com preço de fechamento de R\$ 9,063.

Na data de 04 de julho de 2006 ocorreu o anúncio da compra de ações pelo grupo controlador da Suzano, o mercado não teve nenhum sobre-salto pelo aumento da parcela da *Holding*, ou seja, pequena redução do *free float*. Nesta data foram 93 negócios, 114.625 ações negociadas e volume de R\$ 1.202.079,00, com preço de fechamento de R\$ 9,594, aumento de menor de 1% em relação ao pregão anterior, mas no pregão seguinte (05 de julho de 2006) houve queda no valor de fechamento de 1,75% (R\$ 9,427) com total de 170 negócios, 449.000 ações negociadas e volume de R\$ 4.656.861,00.

A cotação máxima de fechamento ocorreu próximo ao fim do ano com valor de R\$ 16,232, repetida nos dias 18 e 19 de dezembro de 2006 (Tabela 13). O máximo de número de negócios realizados ocorreu em 07 de dezembro de 2006 e teve 616 realizações. Já a máxima quantidade negociada e o volume máximo ocorreram na mesma data, 13 de outubro de 2006, e tiveram valores de 4.738.500 e R\$ 58.377.101,00, respectivamente.

Tabela 13 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2006

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	10,775	1,988	16,232	8,429
Nº de Negócios	161,74	113,38	616	10
Quantidade	509.884	551.420,47	4.738.500	12.375
Volume	6,40E6	7,52E6	5,84E7	149.621
Preço de Abertura	10,775	1,963	16,262	8,480

Fonte: Próprio autor.

Observando a Figura 18, nota-se grande flutuação no valor de fechamento da ação ocorrida do início do ano até meados de agosto. Apesar da flutuação a cotação aparece envelopada na faixa de R\$ 8,50 a R\$ 11,50. Após 16 de agosto de 2006 ocorre um forte crescimento no valor da ação, que culmina com preço de fechamento no último pregão (28 de dezembro de 2006) de R\$ 15,821 em apenas 94 negócios e 147.000 ações negociadas. O crescimento no valor de fechamento da ação entre o primeiro e o último pregão foi superior a 87%. Neste mesmo período o crescimento do Ibovespa foi de 32,73% (Tabela 8), tendo aberto o ano a 33.507,27 pontos e fechou o ano a 44.473,71 pontos (Figura 12).

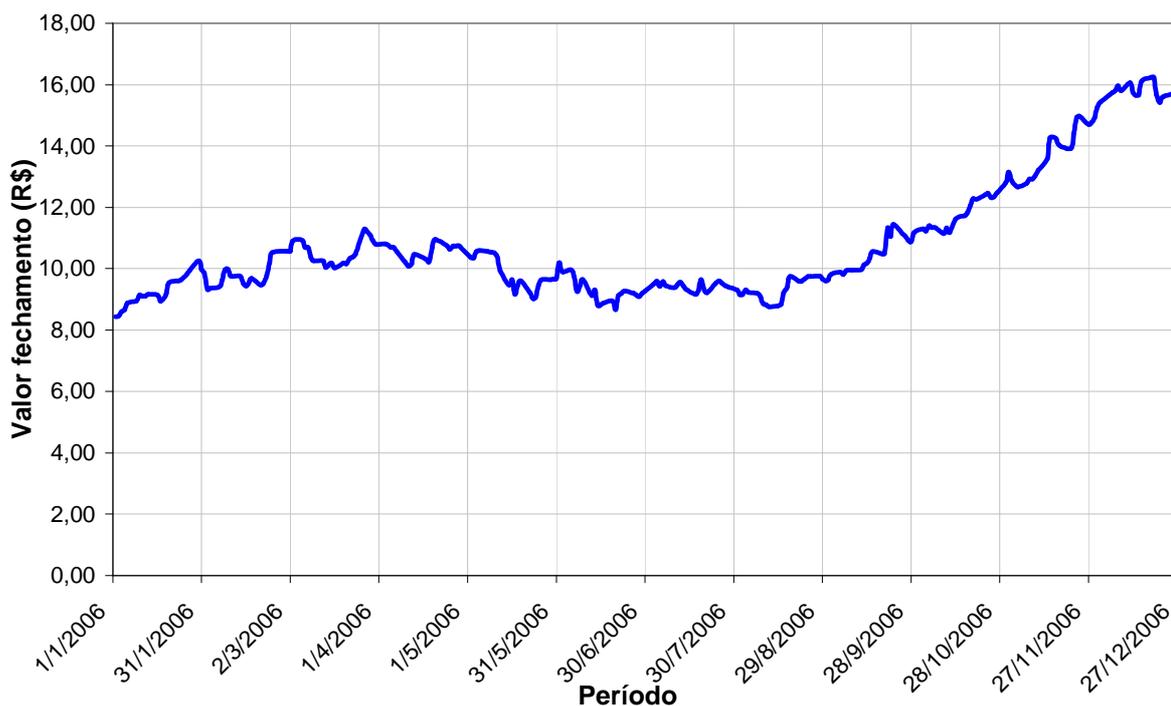


Figura 18 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2006

Fonte: Economatica (2010).

No ano de 2007 as ações da Suzano foram negociadas em 245 pregões ao longo do ano. A Figura 19 apresenta o preço de fechamento ao longo do ano de 2007 para as ações do Grupo Suzano. O 1º pregão do ano, no dia 02 de janeiro, apresentou 153 negócios em que foram negociadas apenas 208.250 ações a preço de fechamento de R\$ 15,933 gerando volume negociado de R\$ 3.534.373,00.

A média anual apresentou 280 negócios, 918.552 ações negociadas e volume médio diário de R\$ 18.003.746,31 e as ações da empresa foram negociadas em todos os pregões, conforme apresentado na Tabela 14.

O valor máximo de fechamento do preço da ação foi de R\$ 23,012 no dia 1º de outubro (Tabela 14). Neste dia houve valor expressivo de negócios realizados, total de 465, mas o máximo ocorrido no ano foi de 949 no dia 09 de fevereiro. Os picos de quantidade e volume ocorreram juntos no dia 4 de abril com 6.936.500 ações negociadas a cotação de fechamento de R\$ 14,553 com máximo volume diário no ano de R\$ 108.214.006,00.

Tabela 14 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2007

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	18,598	2,587	23,012	14,441
Nº de Negócios	279,24	161,00	949	48
Quantidade	918.552	719.939,98	6.936.500	55.750
Volume	1,80E7	1,38E7	1,08E8	960.693,00
Preço de Abertura	18,591	2,606	23,163	14,366

Fonte: Próprio autor.

O último pregão do ano de 2007 apresentou 339 negócios realizados com 593.250 ações negociadas perfazendo volume de R\$ 13.732.753,00 e tendo como preço de fechamento o valor de R\$ 22,084.

O valor correspondente a valorização anual da ação foi de 38,6%. Neste mesmo período o Ibovespa apresentou resultados crescentes de pouco mais de 40% e o dólar queda de 17,00%, fechando o ano cotado a R\$ 1,771 (Tabela 8).

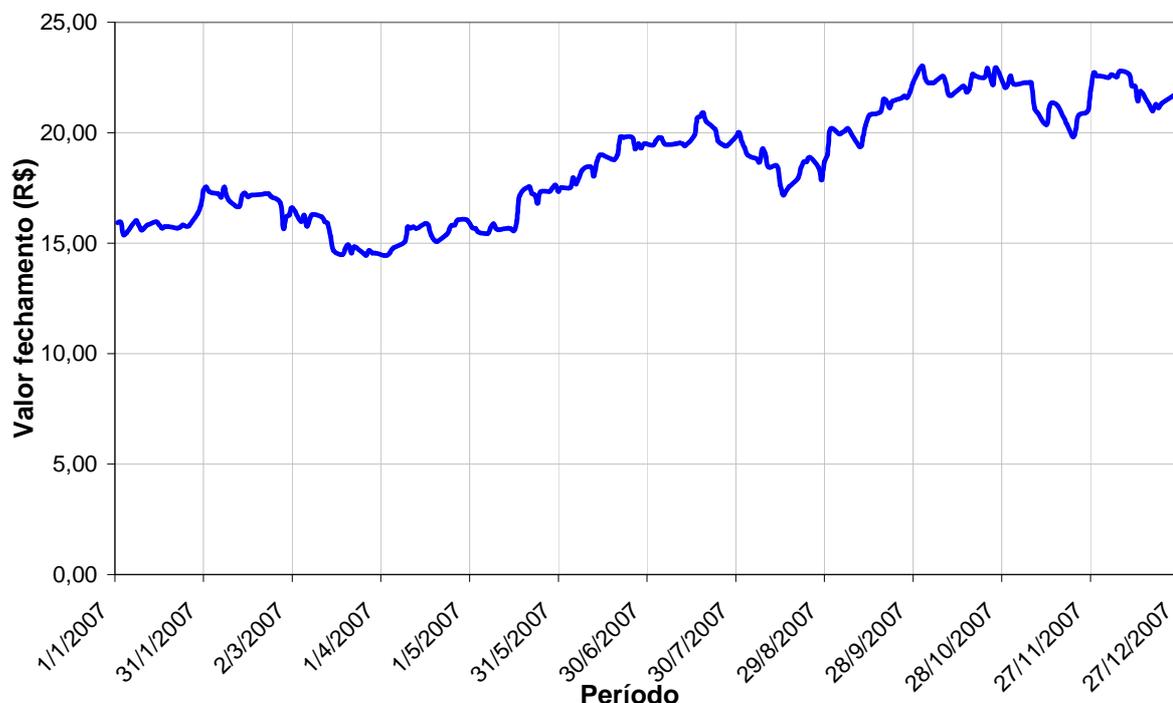


Figura 19 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2007

Fonte: Economatica (2010).

O ano de 2008 foi extremamente turbulento para as empresas inseridas no cenário mundial. Neste ano ocorreu a Crise Mundial do ‘Sub-Prime’ e o comportamento das ações da Suzano reflete bem a tendência mundial.

As ações abriram o ano cotadas a R\$ 21,597. Num pregão com número de negócios igual a 273. Neste ano, as ações da Suzano foram negociadas em 249 pregões ao longo do ano, o que representa a totalidade do número de pregões da BM&FBovespa no ano de 2008.

O máximo volume ocorreu no dia 23 de janeiro com também máxima de ações negociadas, respectivamente, R\$ 35.839.986,00 e 1.814.250, conforme pode ser visto na Tabela 15. A média anual apresentou 558 negócios, 683.669 ações negociadas e volume médio diário de R\$ 11.996.073,06, conforme apresentado na Tabela 15, e as ações da empresa foram negociadas em todos os pregões,.

Tabela 15 – Estatística descritiva para empresa Suzano – 2008

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	16,927	4,904	23,112	7,311
Nº de Negócios	558,49	295,19	2.326	97
Quantidade	683.699	341.732,63	1.814.250	137.875
Volume	1,20E7	6,91E6	3,58E7	1.320.496,00
Preço de Abertura	17,031	4,892	22,960	7,600

Fonte: Próprio autor.

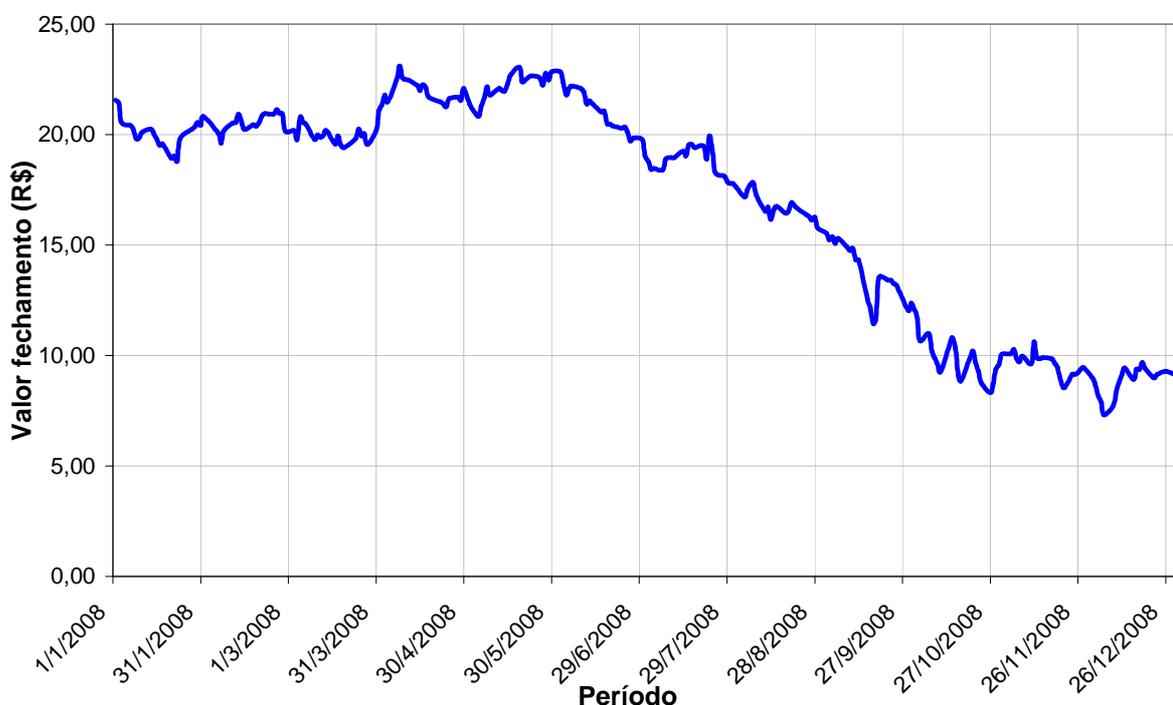


Figura 20 – Preço de fechamento Suzano – Ano 2008

Fonte: Economática (2010).

O número máximo de negócios realizados em 2008 ocorreu no dia 09 de outubro em que ocorreram 2.326 concretizações em um dia de *spread* de mais de R\$ 1,50 e queda de 2,69% no valor de fechamento da ação.

No 1º semestre as ações apresentaram leve tendência de alta, mas o 2º semestre foi marcado por forte queda no valor das ações que fecharam o ano cotadas a R\$ 9,207 esboçando uma pequena recuperação dado que o menor valor anual de fechamento foi no dia 5 de dezembro a R\$ 7,311. O dia seguinte, 8 de dezembro teve o menor valor de abertura de um pregão no ano, R\$ 7,600, neste dia ocorreram 1.496 negócios.

A queda anual no valor da ação foi de mais de 57%. Neste período o Ibovespa também apresentou queda de 40% (Tabela 8). O dólar neste mesmo período teve valorização de 31,87%, abriu o ano cotado a R\$ 1,771 e fechou cotado a 2,337, no dia 31 de dezembro de 2008.

Os dados discutidos nesta seção com relação à quantidade de ações negociadas em cada pregão, volume negociado e número de negócios realizados são apresentados nas Figuras 21, 22 e 23.

Pela Figura 21, é possível observar que a quantidade de ações negociadas em todo o período é crescente, de valores próximos a zero no primeiro terço da figura, para valores em torno de 500.000. Também é possível identificar picos ocorrendo de forma isolada.

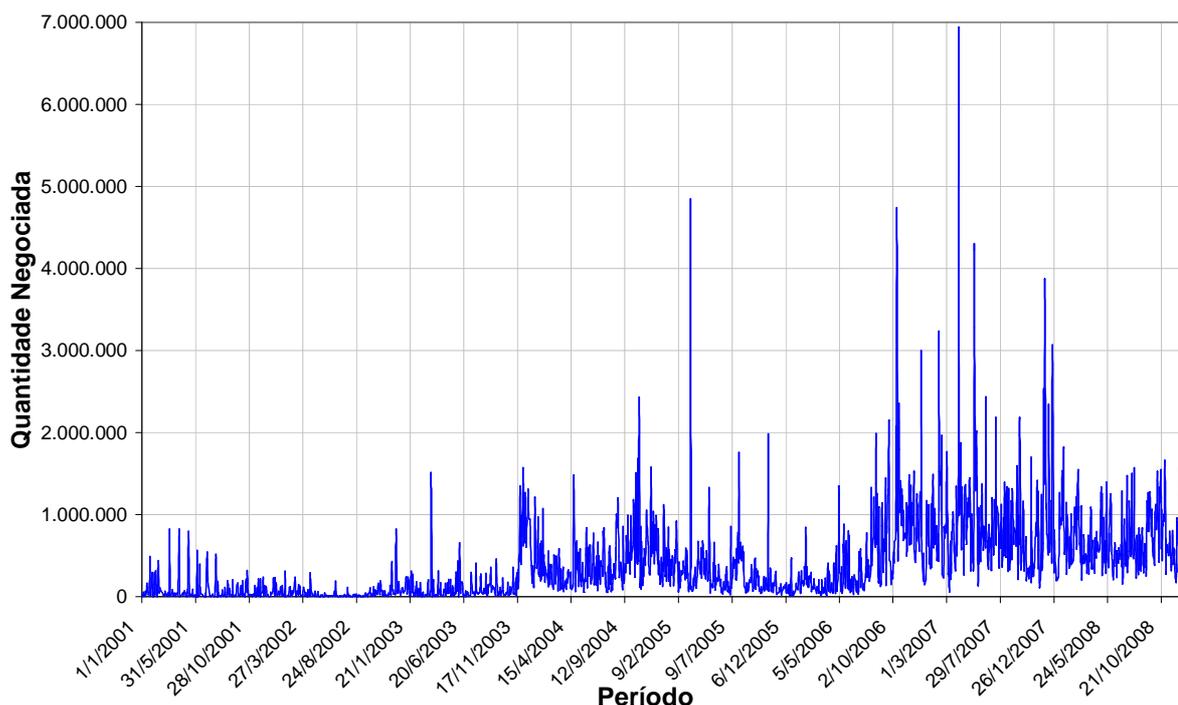


Figura 21 – Quantidade Negociada Suzano – Período Completo

Fonte: Economatica (2010).

A Figura 22 apresenta os valores discutidos para volume negociado diário da empresa Suzano, este é apresentado ao longo de todo o período em estudo, é exibido em moeda brasileira, reais. Assim, como a quantidade de ações negociadas, o volume apresenta valor pouco significativo, no primeiro terço do período em estudo, com valores máximos inferiores a R\$ 5.000.000,00. No último terço do período as ações já apresentam volumes bem maiores em torno de R\$20.000.000,00. Esta variável também apresenta picos, mas bem mais constantes no último terço do período.

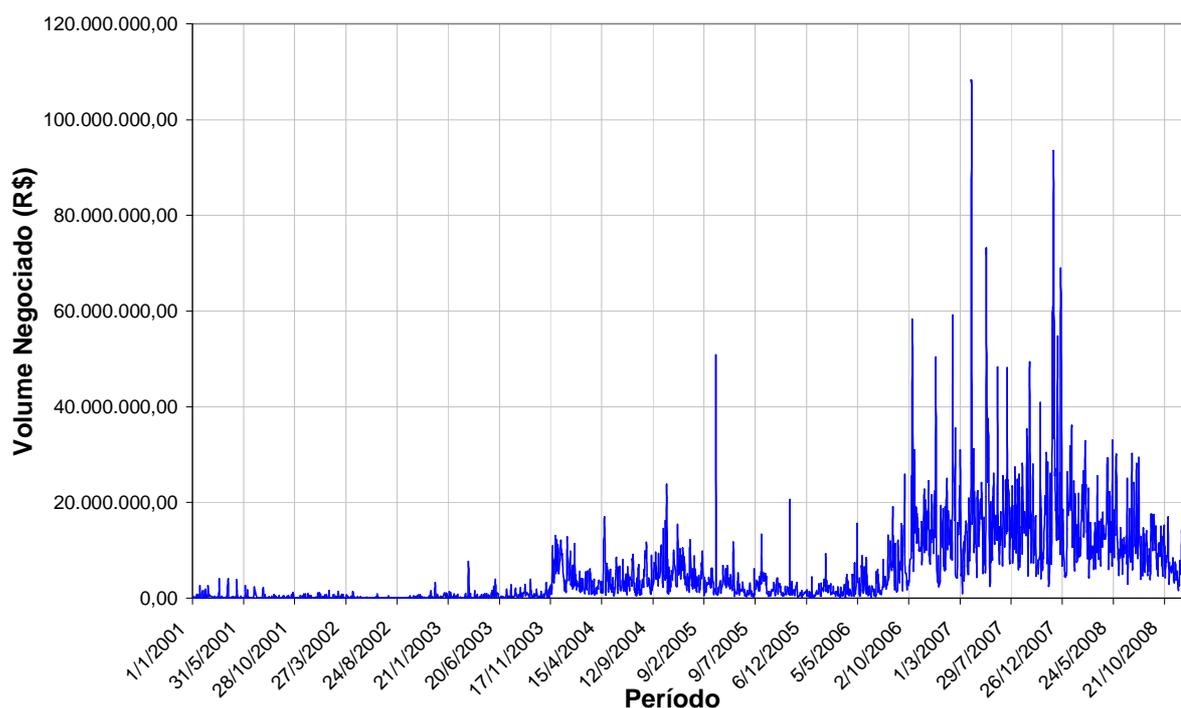


Figura 22 – Volume Negociado Grupo Suzano – Período Completo

Fonte: Economática (2010).

Na Figura 23 observa-se a quantidade de negócios realizados em todo o período estudado. Observa-se claramente que a estratégia da *Holding* de dar maior liquidez as ações da empresa iniciado como processo de incorporação da Bahia Sul foi bem sucedido. A partir de agosto de 2004 o número de negócios realizado com as ações da empresa aumenta consideravelmente. De uma média dos anos de 2001 e 2002 não maior que 10 negócios, em 2003 não maior que 51 negócios e em 2004 não maior que 150 negócios realizados à média em 2005 de 109, 2006 de 161, 2007 de 280 negócios e em 2008 de 558 negócios por pregão em que houve participação. Aumento considerável para a liquidez das ações da Suzano.

Na Figura 24 é possível ver a evolução no preço da ação de todo o período em estudo. Na figura cada período foi separado por uma cor diferente para rápida identificação de cada período em questão. O primeiro período refere-se ao Pré-Ripasa, ou seja, antes da aquisição de 50% da Ripasa pela Suzano. O segundo período é o ano descartado na pesquisa temporal – 2005. E o terceiro período Pós-Ripasa, após a aquisição de 50% Ripasa pela Suzano.

É possível observar na Figura 24 uma forte valorização da ação no tempo em estudo, com grande queda no último semestre devido à crise de 2008.

Somente a análise do comportamento das ações ao longo do tempo, por meio de séries temporais, se mostrou inconclusivo na afirmação sobre o ganho ou perda dos acionistas motivados pelo processo de aquisição. A princípio os aumentos ocorridos poderiam ser caracterizados como ganho de valor aos acionistas, mas para verificar se realmente há uma percepção do mercado em relação à ocorrência do evento da aquisição, ou se nem isso o mercado percebe, foi formulado um teste de hipótese.

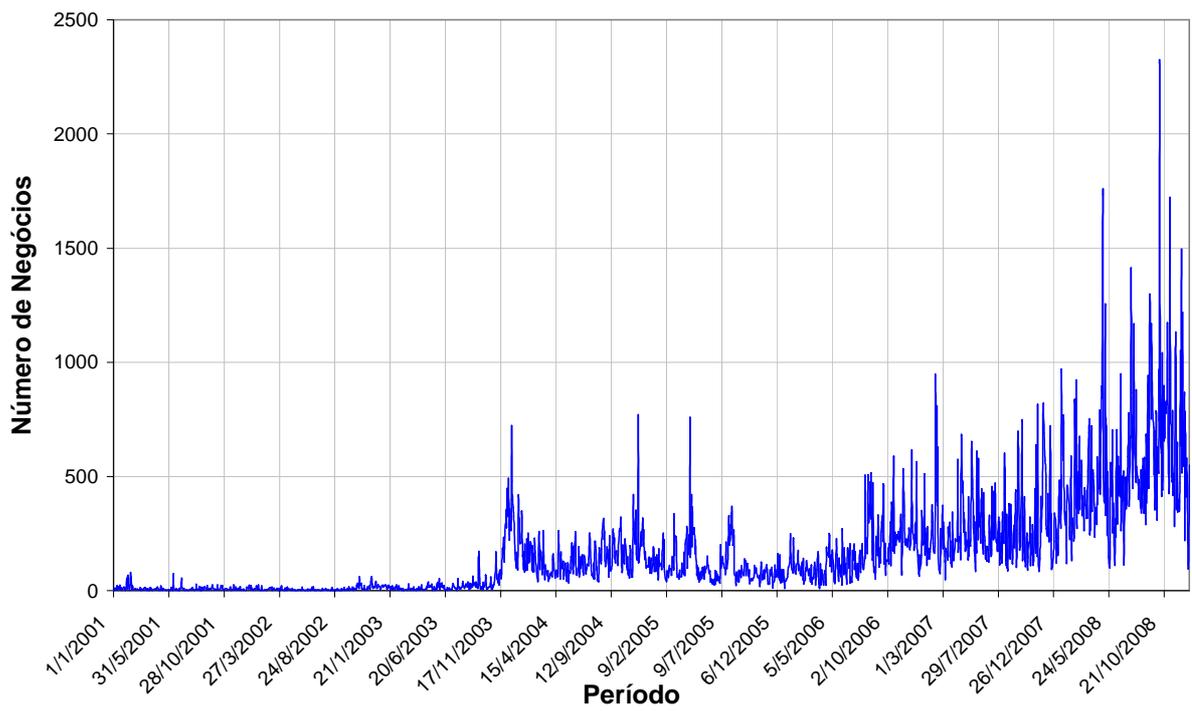


Figura 23 – Número de Negócios Suzano – Período Completo
 Fonte: Economatica (2010).

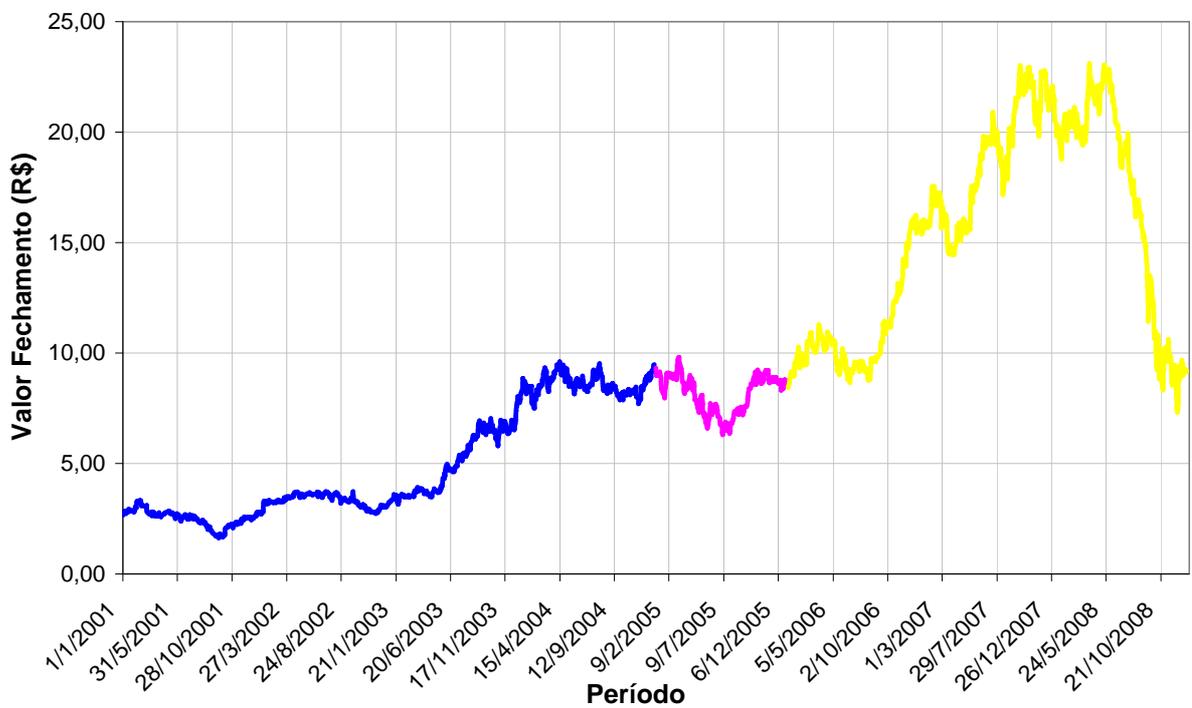


Figura 24 – Preço de fechamento Suzano – Evolução no Período Pré-Aquisição Ripasa, o ano de 2005 e Pós-Aquisição Ripasa

Fonte: Economatica (2010).

Para execução do teste foram selecionadas variáveis relacionadas ao comportamento da ação na bolsa de valores de São Paulo. As variáveis escolhidas foram: valor de fechamento do pregão (fechamento), relação entre a variação valor de fechamento diário e a variação do Ibovespa diário (IC), número de negócios em que a empresa esteve envolvida (N° Negócios), quantidade de ações negociadas (Quantidade), volume negociado (Volume), a diferença entre o maior valor e o menor valor negociado num dia (*Spread*), e o logaritmo natural de IC (LN IC).

Para escolha do período em análise foi desconsiderado o ano contábil de execução da aquisição (2005). Para uniformizar o período antes e depois da aquisição, foram considerados como antes os 3 anos anteriores ao ano alvo, 2002, 2003, e 2004 e os 3 anos posteriores, 2006, 2007 e 2008.

Para este teste foi criada a hipótese H_0 para cada uma das variáveis. A hipótese que rejeita H_0 é H_1 , onde o mercado identifica variação (oriundo de ganhos ou perdas) com o processo de fusão.

H_{01} : O valor médio da ação não sofreu mudança com o evento.

H_{02} : O valor médio do ganho em relação ao mercado não sofreu mudança com o evento.

H_{03} : O valor médio do N° Negócios não sofreu mudança com o evento.

H_{04} : O valor médio da Quantidade de ações negociadas não sofreu mudança com o evento.

H_{05} : O valor do volume negociado não sofreu mudança com o evento.

H_{06} : A variação média entre a maior e a menor cotação diária não sofreu mudança com o evento

H_{07} : O valor médio do logaritmo natural do ganho em relação ao mercado não sofreu mudança com o evento.

H_{1n} : H_{0n} é negado.

O teste de hipótese teve intervalo de confiança de 95% entre as duas amostras, antes e depois. O teste foi feito com o intervalo de 3 anos antes e 3 anos depois do evento. Para aceitar H_0 , o valor da estatística do teste t-Student (t) deve ser maior que $t_{(0,05, 739)}=1,646$ (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008). Onde 0,05 é o intervalo de confiança e 739 é o número da amostra menos 1 elemento, a amostra neste caso é o número de dias de pregão em que existem as variáveis em estudo.

A Tabela 16 apresenta os valores encontrados para o teste de hipótese. É possível constatar que a hipótese H_0 é negada quando $|t_{\text{calc}}| > t_{0,05,739}=1,646$ (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

Podemos observar que para as variáveis: Fechamento, N° Negócios, Quantidade, Volume e *Spread* a hipótese H_{0n} foi negada, ou seja, há diferença na percepção do mercado do ganho antes e depois do evento. O valor encontrado para t é negativo e com isto é possível afirmar que a média de cada uma destas variáveis após o evento é superior a média anterior ao evento. Mas com base somente nestas não é possível determinar se houve ganho pelo crescimento do mercado ou se foi isoladamente a empresa quem gerou os ganhos.

De forma a eliminar parte do crescimento no valor da ação provocado pelo crescimento do mercado como um todo, foram utilizados os parâmetros IC e LN IC, com eles é possível verificar o ganho ocorrido com o valor da ação em relação ao mercado, pois são variáveis que em seu cálculo utilizam as informações da variação de mercado também.

Tabela 16 – Resultado do teste de hipótese

	Média	Desvio Padrão	t	Significância (2 caudas)
Fechamento	-9,76	4,12	-64,356	0,000
IC	0,000	0,03	0,808	0,419
Nº Negócios	-264,29	236,23	-30,433	0,000
Quantidade	-4,79E5	6,26E5	-20,805	0,000
Volume	-1,01E7	1,10E7	-24,875	0,000
<i>Spread</i>	-0,43	0,30	-38,833	0,000
LN IC	0,00	0,03	0,822	0,411

Fonte: Próprio autor.

Observando a Tabela 16, somente para os casos de IC e LN IC a hipótese H_{0n} , não é negada. Assim, somente com o teste de hipóteses não é possível determinar se houve ou não percepção do mercado em relação ao evento.

Dessa forma, foi feita análise, por meio de estatística descritiva, das variáveis de pregão, já descritas, considerando dois períodos: antes e depois do processo de aquisição.

A Tabela 17 apresenta os resultados. Foram feitas as seguintes análises de estatística descritiva: média, mediana, desvio padrão, valor mínimo, valor máximo, assimetria e curtose.

Todas estas variáveis aparecem duas vezes na Tabela 17, uma para o período anterior ao evento e outra para o período após o evento, conforme já explicado.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 17 é possível observar que a média das variáveis antes é maior que a média das variáveis depois do evento. Menos para as variáveis IC e LN IC, onde IC permanece constante e LN IC inclusive diminuiu. Para LN IC o desvio padrão aumentou, o que significa uma maior variação na variável. Os valores de máximo e mínimo encontrados também aumentaram, então houve um deslocamento da curva de dados anterior. A curtose nos mostra isso, antes e depois a variável LN IC apresenta curtose maior que zero, mas após o evento há maior afunilamento da curva, que antes se aproximava do achatamento da curva normal (curtose igual a zero).

O valor de fechamento apresenta média, mediana, mínimo e máximo muito maiores após o evento, mas estas mudanças podem estar caracterizadas pelo aumento do mercado em geral. A hipótese de aumento no valor da ação provocado única e exclusivamente pela ocorrência do evento é descartada quando observamos as alterações nas variáveis IC e LN IC, que praticamente não existem.

Mas não é só o valor da ação e o retorno em relação ao mercado que caracterizam sensibilidade do mercado em relação a uma alteração ocorrida na empresa. Mudanças significativas em número de negócios, quantidade de ações negociadas, volume e spread também são interpretados como mudança na interpretação do mercado em relação aquele negócio realizado.

Assim, podemos observar que houve mudança significativa em relação a estas variáveis. O número mínimo de negócios antes era de apenas 1 e passou a 10, o número máximo era 770 e passou a expressivos 2.326 negócios num único dia. A média no período passou de 70 para 334. Da mesma forma ocorreu com quantidade e volume, aumentando o número mínimo de 1.250 para 12.375 e R\$ 5.449,99 para R\$ 150.000,00, respectivamente. A média diária de quantidade de ações negociadas mais que dobrou no período e o volume aumentou 5 vezes. Estas mudanças representam percepção do mercado a mudanças ocorridas na empresa. O aumento da média e do desvio-padrão do *spread* reflete a maior liquidez da ação e por consequência significa um aumento indireto para o acionista, pois a ação passou a ter maior liquidez e maior volume de negociação.

Tabela 17 – Estatística descritiva para o período anterior e posterior ao evento

	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
Fechamento Antes	5,67	5,08	2,36	2,61	9,60	0,24	-1,65
Fechamento Depois	15,43	15,78	4,78	7,31	23,11	9,67	-0,27
IC Antes	1,00	1,00	0,02	0,93	1,07	0,15	0,27
IC Depois	1,00	1,00	0,02	0,89	1,10	0,26	2,09
Nº Negócios Antes	69,86	21	96,41	1	770	2,316	8,11
Nº Negócios Depois	334,14	255,5	-	10	2326	2,01	7,17
Quantidade Antes	2,25E5	9,5E4	3,10E5	1250	2,43E6	2,37	7,19
Quantidade Depois	7,04E5	6,03E5	5,82E5	12375	6,94E6	3,41	24,23
Volume Antes	2,05E6	5,90E5	3,04E6	5449,99	2,38E7	2,33	7,02
Volume Depois	1,21E7	1,01E7	1,10E7	1,50E5	1,08E8	2,91	15,62
<i>Spread</i> Antes	0,15	0,12	0,14	0	1,07	1,51	4,10
<i>Spread</i> Depois	0,58	0,52	0,31	0,05	2,10	1,23	2,30
LN IC Antes	0,0009	-0,0002	0,02196	-0,07	0,07	0,071	0,258
LN IC Depois	-0,0001	-0,0011	0,02260	-0,11	0,10	0,123	2,068

Fonte: Próprio autor.

4.2.1.2 VCP

Assim como para a Suzano, para a Votorantim Celulose e Papel (VCP) são apresentadas análises utilizando dados do mercado secundário de ações.

São descritos os anos de 2002 a 2008 e para cada ano é apresentada uma tabela de estatística descritiva que apresenta média, desvio padrão, máximo e mínimo para cada uma das variáveis apresentadas: preço de fechamento, nº de negócios, quantidade de ações negociadas, volume e preço de abertura, respectivamente aos anos, Tabela 18a Tabela 24.

Os resultados do preço de fechamento da empresa VCP estão apresentados para os anos de 2001 a 2008 da Figura 25 à Figura 31. As figuras mostram a evolução ao longo do ano do preço de fechamento diariamente, sempre que houver negócio com a ação da empresa na BM&FBovespa. Os valores são apresentados em real.

As ações da VCP são negociadas na forma preferencial (PN) em lote de 1.000 ações. Da Figura 25 à Figura 31 são apresentadas a evolução do valor de fechamento da ação negociada na Bovespa.

No ano de 2002 as ações abriram o pregão sendo negociadas a R\$ 12,428. Neste dia ocorreram 25 negócios, com total negociado de 32.500 ações gerando volume de R\$ 526.294,00.

Este ano as ações seguiram a tendência do ano anterior e permaneceram em ascensão ao longo de todo o ano, mas com pequenas oscilações. 6 foi o número mínimo de negócios realizado em um único pregão, e o pico foi de 272 no dia 14 de agosto de 2001.

As ações foram negociadas em todos os pregões do ano e tiveram máximo de quantidade de títulos negociados e de volume no dia 4 de setembro, com total de 543.500 ações a R\$ 16,756 de fechamento gerando volume de R\$ 11.289.904,10.

Conforme pode ser observado na Tabela 18, o menor valor do preço de fechamento das ações da VCP no ano de 2002 ocorreu bem próxima ao início do ano no dia 22 de janeiro, corroborando com o aumento da cotação ao longo do ano, o valor foi de R\$ 11,737. O preço recorde de fechamento anual foi de R\$ 18,971, no dia 22 de novembro. O pico de valor da cotação de fechamento ocorreu próximo ao fim do ano, dia 22 de novembro, e se repetiu no

último pregão do ano. Neste último pregão ocorreram 49 negócios e foram negociadas 34.850 ações da VCP, a média anual foi de 78 negócios por pregão e 128.390 ações negociadas e volume médio de R\$ 2.550.276,08.

Tabela 18 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2002

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	15,56	1,897	18,971	11,737
Nº de Negócios	78,09	47,24	272	6
Quantidade	128.390,56	92.878,24	534.500	4.500
Volume	2,55E6	1,89E6	1,13E7	102.247,90
Preço de Abertura	15,543	1,920	19,129	11,737

Fonte: Próprio autor.

Neste ano, 2002 as ações VCP tiveram valorização anual de 52,3% enquanto o Ibovespa teve desvalorização de 18% (Tabela 8). O dólar neste período abriu o ano cotado a R\$ 2,307 e teve variação positiva de mais de 53%, fechando o ano cotado a R\$ 3,522.

As ações da VCP abriram o ano de 2003 na BM&FBovespa negociadas a R\$ 19,762. Neste dia ocorrem 39 negócios, inferior a média anual que foi de 198 negócios, e quantidade considerada pequena frente à máxima anual de 796 no dia 15 de outubro (Tabela 19).

O dia de maior volume do ano foi dia 14 de outubro e movimentou R\$ 22.319.65,80. O número máximo de ações negociadas ocorreu no dia 29 de maio e teve 908.000 ações negociadas num único dia. (Tabela 19).

As ações apresentavam queda no 1º semestre, mas antes do início do 2º semestre já estavam em tendência de alta novamente.

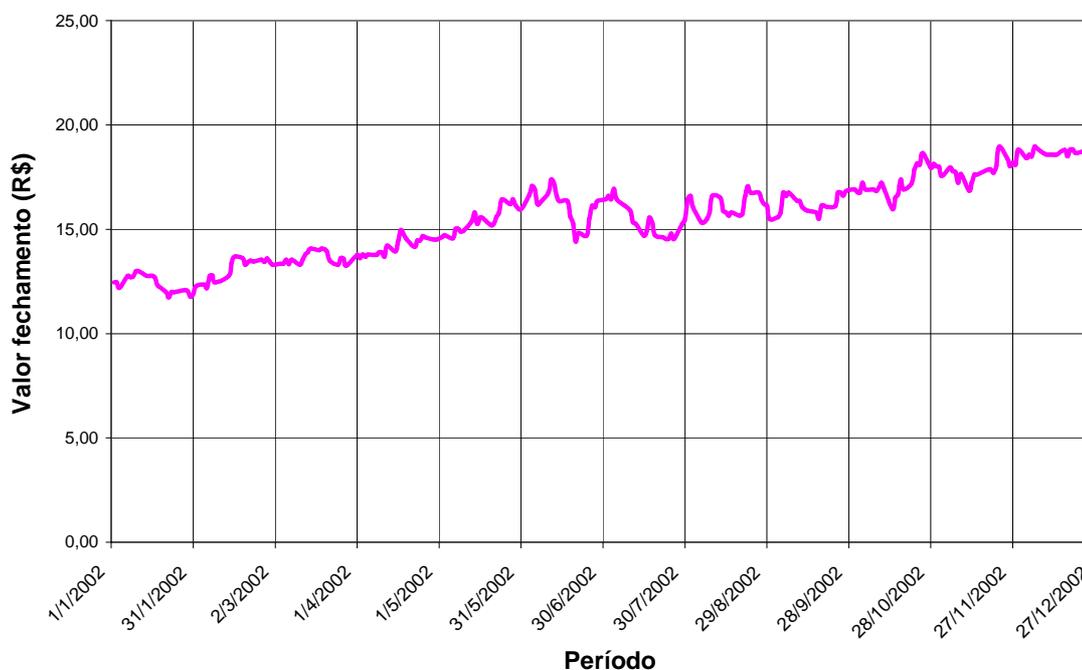


Figura 25 – Preço de fechamento VCP – Ano 2002

Fonte: Economatica (2010).

Tabela 19 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2003

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	21,668	3,193	29,674	15,917
Nº de Negócios	197,944	123,04	796	21
Quantidade	170.190,60	142.478,41	908.650	9.950
Volume	4,64E6	3,98E6	2,23E7	243.686,10
Preço de Abertura	21,615	3,172	29,398	15,966

Fonte: Próprio autor.

O último pregão do ano registrou o máximo valor de fechamento anual com R\$ 29,674, neste dia ocorreram 419 negócios e ocorreu o máximo valor negociado por um lote de ação, que foi de R\$ 29,866.

Neste ano as ações apresentam valorização de 50%, mas o Ibovespa no mesmo período apresentou alta de mais de 91% (Tabela 8). O dólar neste período teve desvalorização de quase 18%, e apresentou forte queda no 1º semestre (Tabela 8).

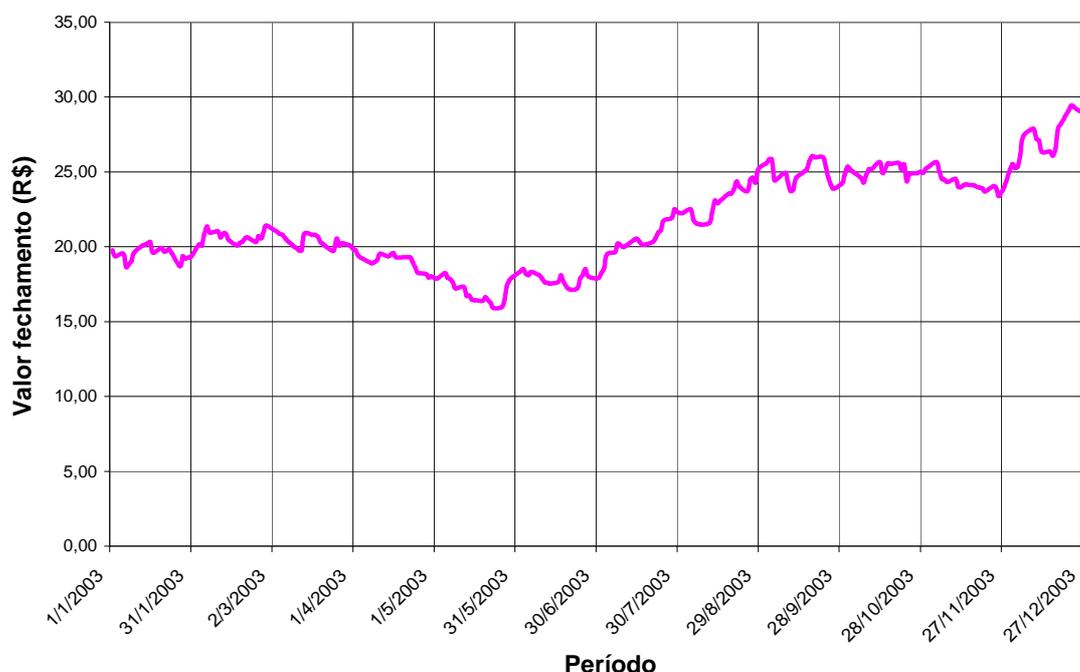


Figura 26 – Preço de fechamento VCP – Ano 2003

Fonte: Economatica (2010).

No ano de 2004, as ações da VCP não tiveram o mesmo crescimento que ocorreu nos anos anteriores. A ação apesar de grande flutuação no preço de fechamento ficou envelopada entre R\$ 15,00 e R\$ 30,00, saindo destes limites em poucos momentos.

A máxima quantidade de negócios, apresentado na Tabela 20, foi de 1.383 em 15 de dezembro. Neste ano a menor quantidade de negócios realizados em um pregão foi de 82, valor superior aos anos anteriores. A média foi de 331 negócios em um único pregão.

A máxima cotação de fechamento ocorreu no último pregão (30 de dezembro), com R\$ 36,744. Este pregão teve ainda 232 negócios realizados, com 125.000 ações negociadas gerando volume de R\$ 5.417.536,00.

Tabela 20 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2004

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	32,995	2,297	36,744	27,774
Nº de Negócios	331,07	149,437	1.383	82
Quantidade	241.733,53	146.991,75	946.700	23.400
Volume	9,43E6	5,43E6	9,49E7	942.801,10
Preço de Abertura	32,972	2,311	36,580	27,610

Fonte: Próprio autor.

No dia 10 de novembro ocorreu o anúncio da compra da Ripasa pela VCP e pela Suzano. O mercado não viu com alarde nem cautela este anúncio. Foram 235 negócios, com cotação de fechamento de R\$ 34,470, pouco mais de 140.000 ações negociadas e volume de R\$ 5.667.402,70.

O índice Bovespa neste ano, 2004, apresentou crescimento de 16,71% (Tabela 8). As ações da VCP tiveram valorização de 21,6%. Mais uma vez com valorização superior ao mercado. O dólar teve queda de 8,03% (Tabela 8).

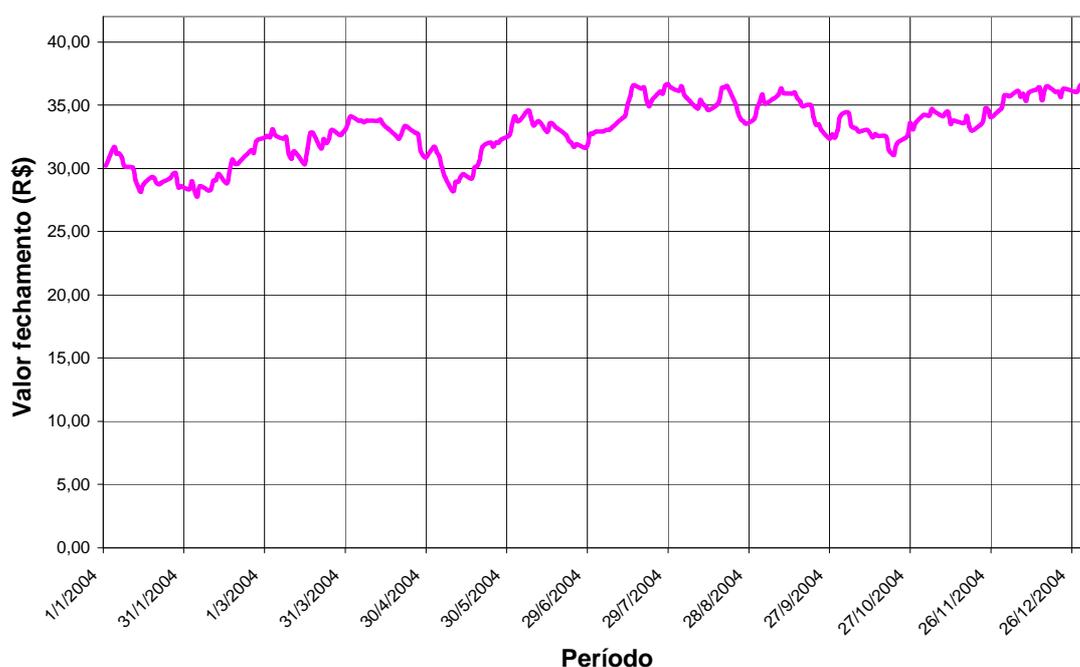


Figura 27 – Preço de fechamento VCP – Ano 2004

Fonte: Economática (2010).

O ano de 2005 foi o ano de efetiva ocorrência do evento em estudo (a compra da Ripasa) apesar deste ano ser descartado nas análises estatísticas, aqui na análise descritiva, como forma de apresentação contínua dos dados, o ano de 2005 também é apresentado.

O ano de 2005 foi marcado pela concretização do negócio com a Ripasa, apesar de não ter o parecer final do SBCD.

As ações neste ano apresentaram queda no primeiro trimestre e depois seguiram estáveis. O ano abriu com ações sendo negociadas logo no primeiro dia a R\$ 36,744 e com

preço de fechamento de R\$ 35,471. O maior valor de fechamento do ano. Neste dia ocorreram 278 negócios e volume de R\$ 6.394.067,00.

O pico de negócios ocorreu no dia 13 de abril, com 965 negócios realizados, dados apresentados na Tabela 21, foram 509.500 gerando volume de R\$ 16.334.858,00. O recorde de ações negociadas ocorreu no dia 25 de julho e o recorde de volume no dia seguinte, 26 de julho, respectivamente, 859.000 e R\$ 23.632.080,00.

No último pregão do ano as ações já esboçam recuperação, mas fecharam o ano com preço de fechamento de R\$ 27,062 em 321 negócios. Ao longo do ano ocorreram em média 366 negócios por dia, com média de 298.503 ações negociadas por pregão e volume correspondente médio de R\$ 8.978.769,80.

Tabela 21 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2005

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	26,798	3,473	35,471	21,829
Nº de Negócios	366,55	150,36	965	108
Quantidade	298.503,61	142.116,23	859.000	47.700
Volume	8,98E6	4,00E6	2,36E7	1.431.341,00
Preço de Abertura	26,936	3,515	36,744	22,023

Fonte: Próprio autor.

Neste ano as ações tiveram desvalorização de 23,7%, enquanto o Ibovespa apresentou valorização de 30,07% (Tabela 8). Com relação ao dólar, ocorreu valorização anual da moeda brasileira de 12,27% (Tabela 8).

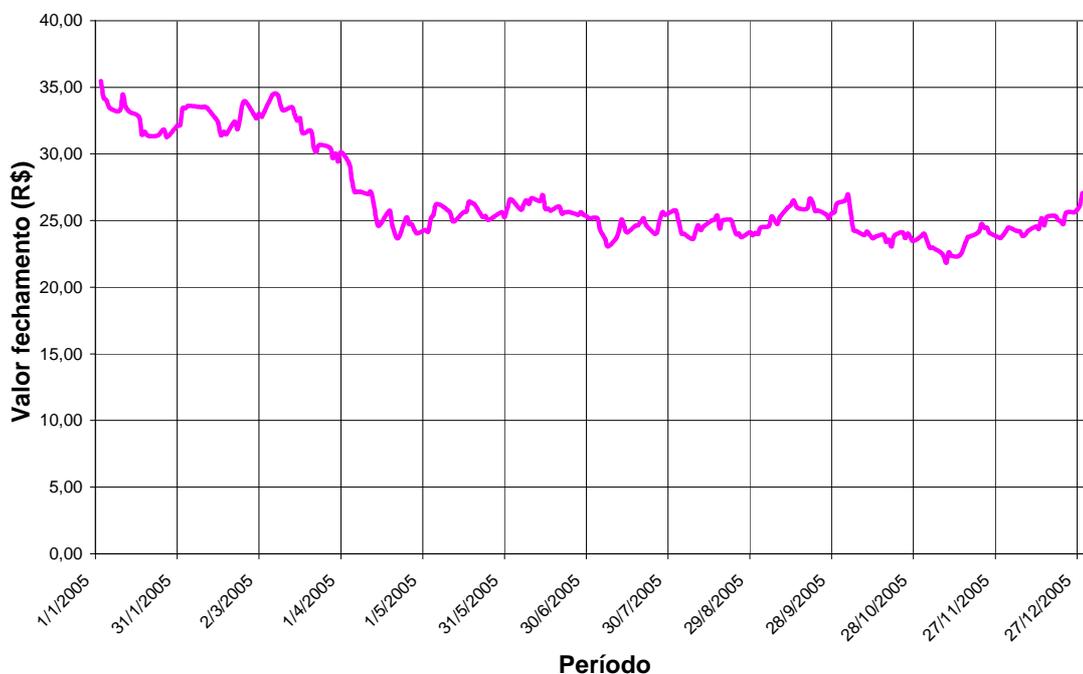


Figura 28 – Preço de fechamento VCP – Ano 2005

Fonte: Economática (2010).

A Figura 32 apresenta a evolução do preço de fechamento da ação da VCP para o ano de 2006.

Neste ano a ação abriu cotada a R\$ 27,044. Neste dia, 02 de janeiro, no fechamento do pregão o valor da ação foi de R\$ 25,998, ocorreram 334 negócios e foram negociadas 202.600 ações.

O dia 16 de agosto teve o número recorde anual de negócios realizados, foram 1.706. O pico de títulos negociados ocorreu no dia 19 e o de volume ocorreram no dia 20 ambos do mês de setembro, respectivamente com os valores de 1.356.400 ações negociadas e R\$ 50.746.979,00. A média diária, no ano de 2006, foi de 460 negócios realizados, 315.353 ações negociadas por pregão e volume médio diário negociado de R\$ 10.873.940,12 (Tabela 22).

Tabela 22 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2006

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	32,166	3,923	41,340	25,383
Nº de Negócios	459,95	246,91	1.706	96
Quantidade	315.353,25	186.154,00	1.356.400	53.200
Volume	1,09E7	6.58E6	5,07E7	1.652.329,00
Preço de Abertura	32,138	3,929	41,130	25,569

Fonte: Próprio autor.

O pico no preço de fechamento da ação ocorreu no dia 23 de novembro quando a ação fechou negociada a R\$ 41,340, neste dia ocorreu também o máximo valor negociado por um lote no ano, no valor de R\$ 41,965.

No último pregão do ano ocorreram 458 negócios, movimentando R\$ 9.120.771,00 em 215.200 ações a preço recorde de abertura de R\$ 41,130. O preço de fechamento foi de R\$ 40,325.

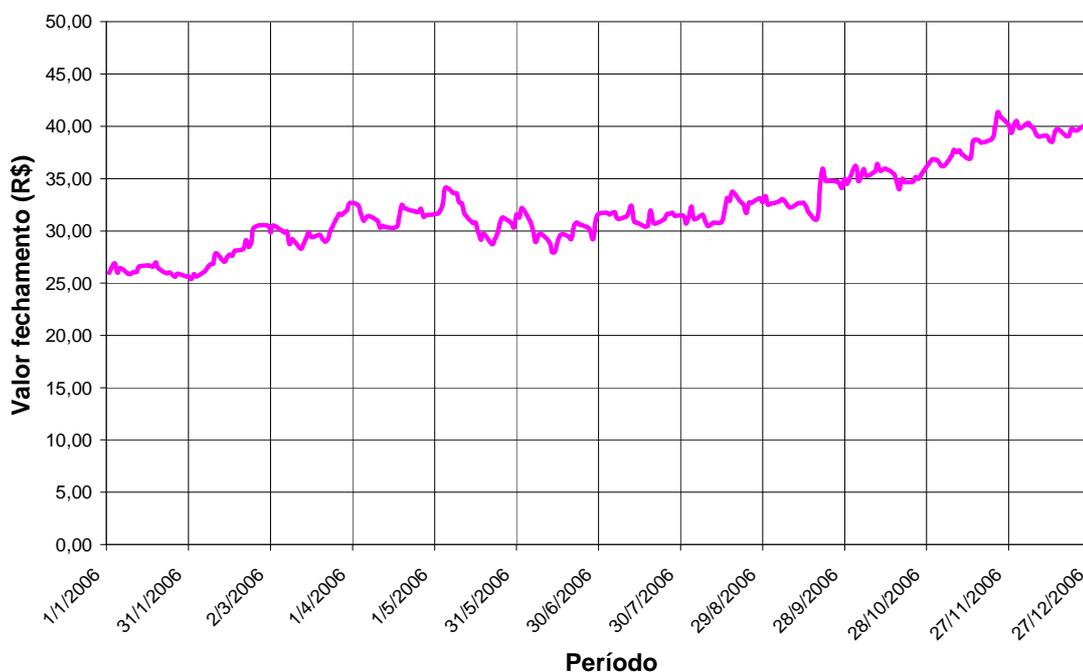


Figura 29 – Preço de fechamento VCP – Ano 2006

Fonte: Economática (2010).

A ação mostrou tendência de alta ao longo do ano com crescimento de 55%, neste mesmo período o Ibovespa apresentou crescimento de 33%.

A Figura 30 apresenta os resultados do preço de fechamento da VCP para o ano de 2007. A ação iniciou o ano em leve queda, mas teve reversão ao longo do ano e fechou em alta de 29,4%. Neste mesmo período o Ibovespa apresentou crescimento de 40% (Figura 12). O dólar continuou a tendência de queda iniciada em 2006 e fechou o ano com queda de 17,00%, deixando a moeda brasileira mais valorizada.

As ações iniciaram o ano de 2007 negociadas a R\$ 40,325 e neste primeiro pregão o fechamento foi de R\$ 41,877. Ocorreram 411 negócios, foram negociadas 169.000 ações, gerando média anual de 690 negócios e 420.702 ações negociadas (Tabela 23). O volume médio diário foi de R\$ 19.288.203,26.

Tabela 23 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2007

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	44,012	6,442	59,183	35,106
Nº de Negócios	690,04	302,98	1.847	133
Quantidade	420.702	196.318,96	1.163.500	58.300
Volume	1,93E7	9,84E6	6,23E7	2.700.451,00
Preço de Abertura	44,028	6,463	59,367	34,243

Fonte: Próprio autor.

O recorde no valor de fechamento das ações ocorreu no dia 6 de dezembro, foram 673 negócios com 378.300 ações negociadas a R\$ 59,183 no fechamento.

1.163.500 ações foi o recorde de ações negociadas em um único pregão ocorrido no dia 5 de julho. No dia 14 de novembro houve pico no volume de negócios, com 1.062.100 ações gerando R\$ 62.305.127,00.

No último pregão do ano, as ações tiveram preço de fechamento de R\$ 54,200, em 616 negócios realizados ao longo de todo o dia. A movimentação total foi de 321.900 ações e R\$ 17.360.538,00 em volume.

O ano de 2008 foi difícil para a VCP assim como para a maioria das empresas com capital aberto e negociados na bolsa de valores de São Paulo (como observado pela queda no Ibovespa pela Figura 12). Devido à crise financeira mundial ocorrida neste ano, as ações tiveram forte queda a partir do fim do 1º semestre. A queda foi tão forte que o Ibovespa voltou ao valor de fechamento do ano de 2002. O mercado de papel e celulose é altamente dependente do mercado externo e está diretamente ligado ao crescimento dos países consumidores, que pelo motivo da crise diminuíram drasticamente o consumo.

A ação abriu o ano cotada a R\$ 54,180, com preço de fechamento do pregão de R\$ 52,650. Neste dia ocorreram 62 negócios com total de 324.000 ações negociadas. Volume gerado neste 1º pregão de 2008 foi de R\$ 17.272.724,00.

A maior cotação de fechamento ocorreu no 1º semestre, no dia 5 de junho, a ação fechou o dia cotada a R\$ 63,143, recorde não só anual, mas de histórico do valor da companhia.

Dia 6 de outubro foi o dia de pico de negócios realizados, títulos negociados e volume, respectivamente 5.268, 3.912.700 e R\$ 152.354.407,00 (Tabela 24).

O último dia de pregão do ano houve recorde de volume negociado, foram R\$ 2.251.507,00. Neste dias as ações fecharam negociadas a R\$ 17,930.

A variação anual do preço de fechamento da ação foi de -65,9% (negativo), queda no preço da ação, o Ibovespa seguiu a mesma tendência e teve queda de 40% (Figura 13).

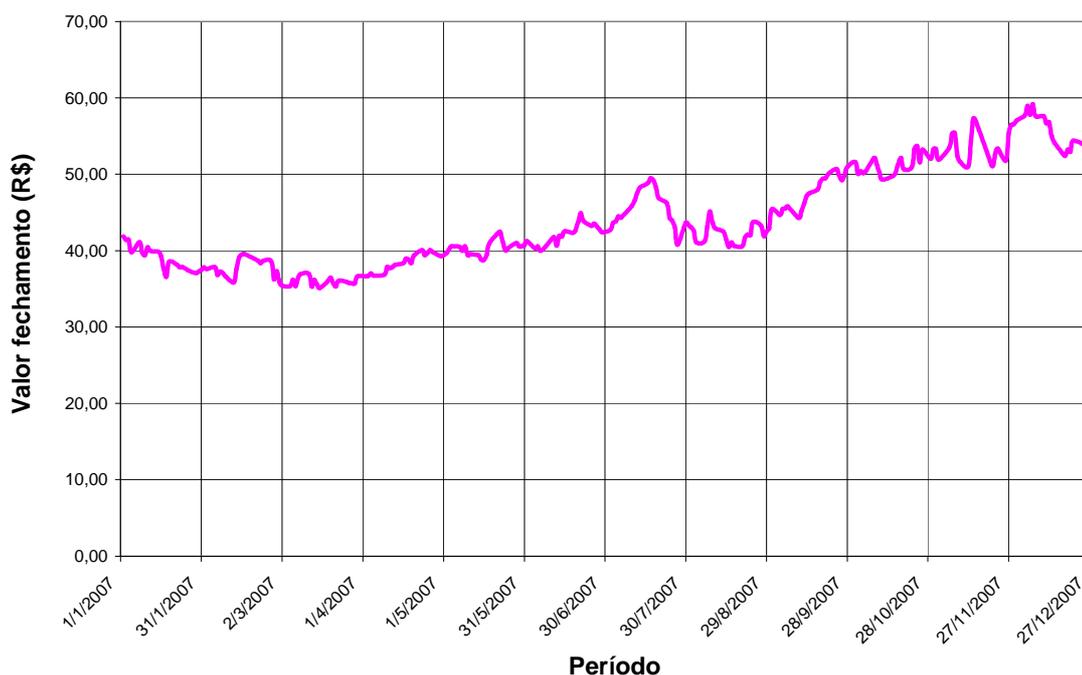


Figura 30 – Preço de fechamento VCP – Ano 2007

Fonte: Economatica (2010).

Tabela 24 – Estatística descritiva para empresa VCP – 2008

Ano	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Preço de Fechamento	39,342	14,289	57,460	11,800
Nº de Negócios	1.207,52	619,73	5.268	230
Quantidade	514.246,59	321.996,69	3.912.700	92.300
Volume	1,94E7	1,29E7	1,52E8	2.251.507,00
Preço de Abertura	35,58	14,262	57,500	12,100

Fonte: Próprio autor.

A seguir são apresentados as figuras com valores de volume negociado, quantidade e nº de negócios ocorridos em cada pregão ao longo de todo o período em estudo.

A Figura 33 apresenta os dados para volume negociado em reais, a Figura 32 apresenta os dados para quantidade de ações negociadas diariamente e a Figura 34 apresenta dos dados do número de negócios realizados em cada dia. Os dados são apresentados por dia em que houve negócio e em todo o período estudado na mesma figura.

Pela Figura 32 é possível ver que a média da quantidade de negócios aumentou ao longo dos anos em estudo. E é possível observar também que há picos de quantidade negociada ao longo dos anos.

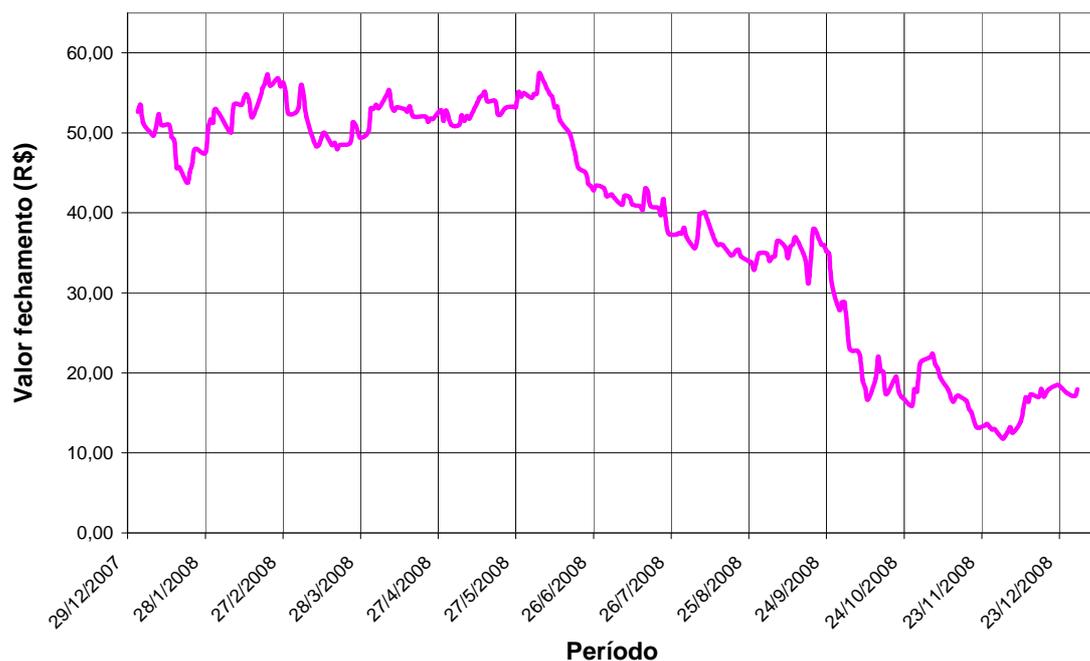


Figura 31 – Preço de fechamento VCP – Ano 2008

Fonte: Economática (2010).

O volume negociado, apresentado na Figura 33, aumentou ao longo do tempo em estudo, não só pelo aumento no valor da ação, mas também pelo aumento no número de negócios e da quantidade negociada.

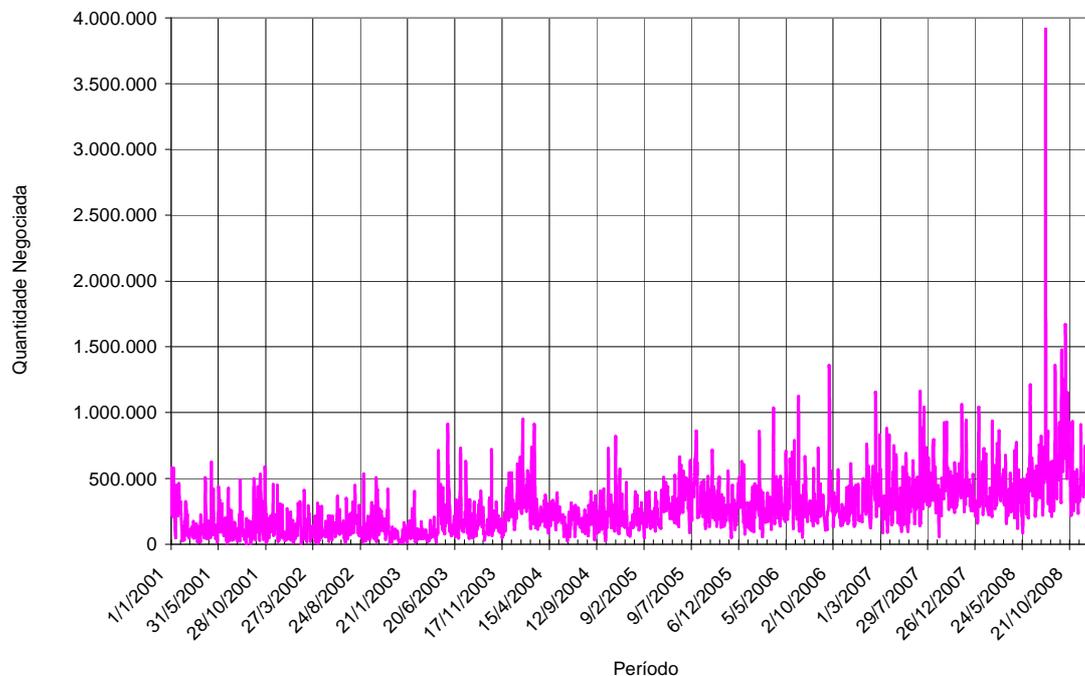


Figura 32 – Quantidade negociada VCP – período completo

Fonte: Economática (2010).

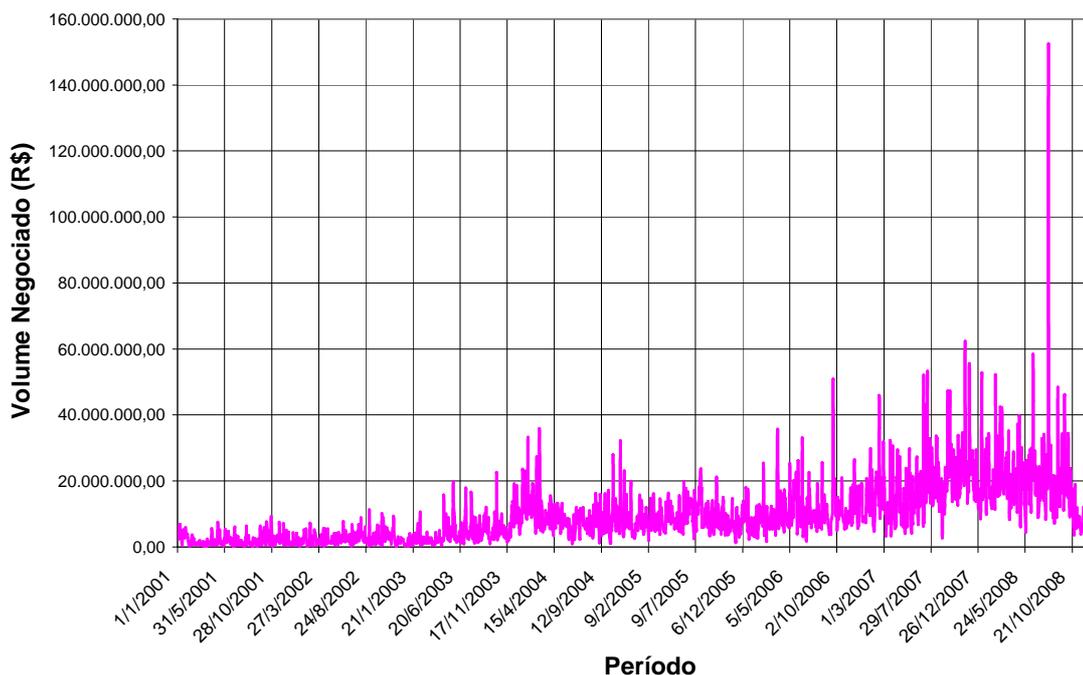


Figura 33 – Volume Negociado Grupo VCP – Período Completo

Fonte: Economatica (2010).

O número de negócios, assim como a quantidade negociada aumentou ao longo do período em estudo, isto demonstra aumento da liquidez da ação ao longo do período.

O Figura 35 apresenta o valor de fechamento das ações da VCP ao longo de todo o período em estudo. Nele é possível identificar o crescimento do valor da ação com visão macro, diferente da visão ano a ano discutida nos parágrafos anteriores.

É possível observar crescimento até o ano de 2005. Em 2005 ocorre queda com recuperação no ano seguinte. Esta recuperação se mantém e as ações têm forte crescimento até o ano de 2008, onde no 2º semestre há forte queda.

Assim, como foi realizado para as ações da Suzano, apenas a análise do comportamento das ações ao longo do tempo, por meio de séries temporais, se mostrou inconclusivo na afirmação sobre o ganho ou perda dos acionistas motivados pelo processo de aquisição. Para verificar se realmente há uma percepção do mercado em relação à ocorrência do evento da aquisição, ou se nem isso o mercado percebe, foi formulado um teste de hipótese.

O teste de hipótese aqui apresentado segue a mesma metodologia do teste criado para a Suzano, igualmente para as variáveis selecionadas: valor de fechamento do pregão (fechamento), relação entre a variação valor de fechamento diário e a variação do Ibovespa diário (IC), número de negócios em que a empresa esteve envolvida (Nº Negócios), quantidade de ações negociadas (Quantidade), volume negociado (Volume), a diferença entre o maior valor e o menor valor negociado num dia (*Spread*), e o logaritmo natural de IC (LN IC).

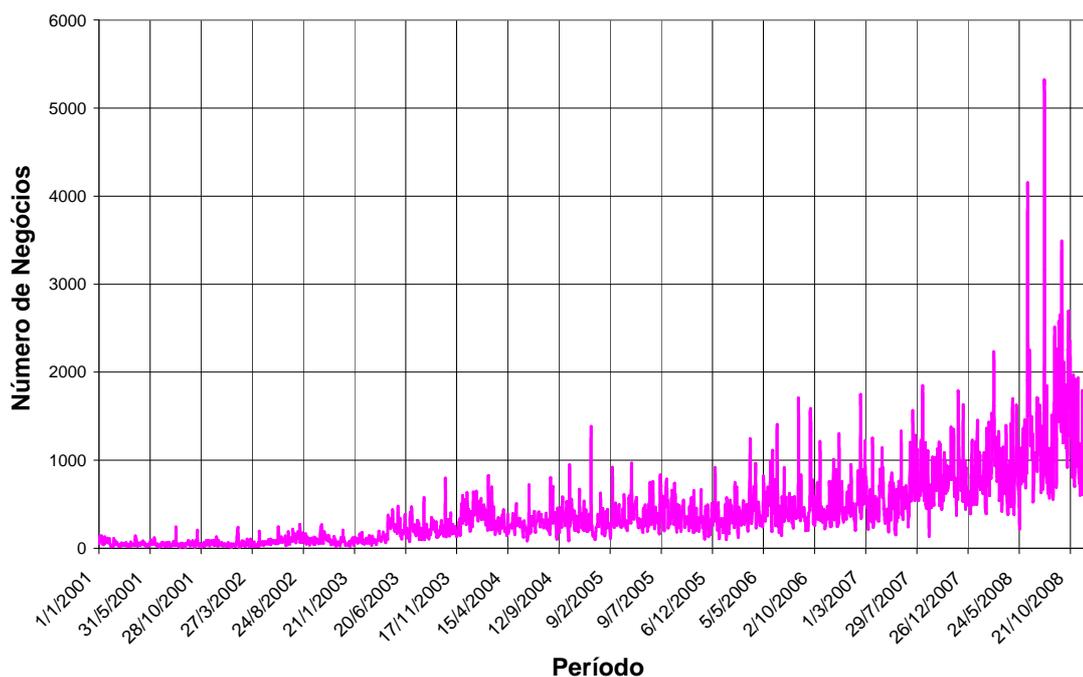


Figura 34 – Número de Negócios VCP – Período Completo

Fonte: Economatica (2010).

Para a VCP também foi desconsiderado o ano contábil de execução da aquisição (2005). Para uniformizar o período antes e depois da aquisição, foram considerados como antes os 3 anos anteriores ao ano alvo, 2002, 2003, e 2004 e os 3 anos posteriores, 2006, 2007 e 2008.

Para este teste foi criada a hipótese H_0 para cada uma das variáveis. A hipótese que rejeita H_0 é H_1 , onde o mercado identifica variação (oriundo de ganhos ou perdas) com o processo de fusão.

H_{01} : O valor médio da ação não sofreu mudança com o evento.

H_{02} : O valor médio do ganho em relação ao mercado não sofreu mudança com o evento.

H_{03} : O valor médio do n° negócios não sofreu mudança com o evento.

H_{04} : O valor médio da Quantidade de ações negociadas não sofreu mudança com o evento.

H_{05} : O valor médio do volume médio negociado não sofreu mudança com o evento.

H_{06} : A variação média entre a maior e a menor cotação diária não sofreu mudança com o evento

H_{07} : O valor médio do logaritmo natural do ganho em relação ao mercado não sofreu mudança com o evento.

H_{1n} : H_{0n} é negado.

O teste de hipótese teve intervalo de confiança de 95% entre as duas amostras, antes e depois. E foi feito com o intervalo de 3 anos antes e 3 anos depois do evento. Para aceitar H_0 , o valor da estatística do teste t-Student (t) deve ser maior que $t_{(0,05,739)}=1,646$ (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

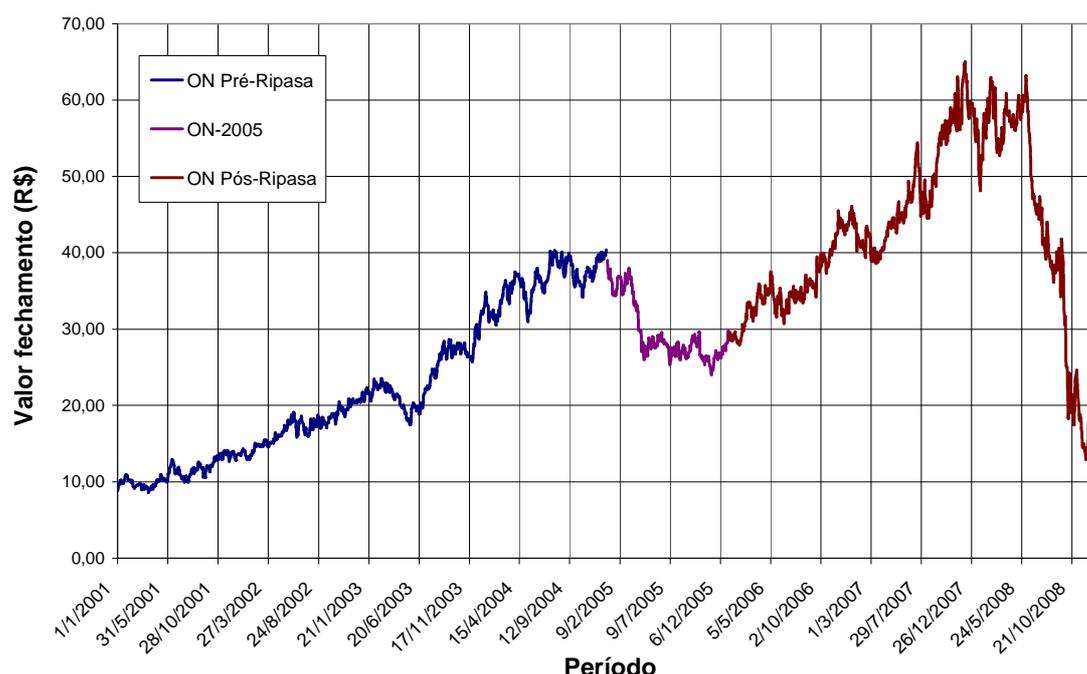


Figura 35 – Preço de fechamento VCP – Evolução no Período Pré-Aquisição Ripasa, o ano de 2005 e Pós-Aquisição Ripasa

Fonte: Economatica (2010).

A Tabela 25 apresenta os valores encontrados para o teste de hipótese t-Student de amostras pareadas. É possível contatar que a hipótese H_0 é negada quando $|t_{\text{calc}}| > t_{0,05,739} = 1,646$ (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008).

Tabela 25 – Resultado do Teste de Hipótese – VCP

	Média	Desvio Padrão	t	Significância (2 caudas)
Fechamento	-14,98	11,61	-35,079	0,000
IC	-0,0013	0,033	1,085	0,278
Nº Negócios	-583,48	484,25	-32,777	0,000
Quantidade	-2,36E5	2,81E5	-22,855	0,000
Volume	-1,09E7	1,10E7	-27,032	0,000
Spread	-0,83	0,75	-29,968	0,000
LN IC	0,0012	0,032	1,042	0,298

Fonte: Próprio autor.

Observa-se que somente nas variáveis IC e LNIC H_0 não é negada. Ou seja, há diferença nas variáveis no período antes e no período depois da aquisição, há diferença na percepção do mercado do ganho antes e depois do evento. O sinal nas variáveis em que H_0 é negada são negativos, isto significa que a média das variáveis após o evento é superior a média antes do evento. O aumento na média depois em relação a antes do evento para as variáveis nº de negócios, quantidade e volume, não significam um aumento de valor diretamente para os acionistas, mas significam aumento da liquidez do papel (Camargos e Barbosa, 2008). Mas, assim como para o caso Suzano, somente com base somente nestas

variáveis não é possível determinar se houve ganho pelo crescimento do mercado ou se foi isoladamente a empresa quem gerou os ganhos.

Os casos IC e LN IC mostrariam o resultado eliminando em parte as variações oriundas do mercado como um todo. Observando a Tabela 25, somente para os casos de IC e LN IC a hipótese H_{0n} , é negada. Como os valores encontrados ficam próximos ao limite, apesar de aceita a hipótese H_0 , optou-se por complementar esta análise com a estatística descritiva, em que é possível, compara o antes (anos 2002, 2003 e 2004) com o depois (anos 2006, 2007 e 2008), descartando o ano do evento (2005). Por meio deste tipo de análise é possível acompanhar variações que mostram a percepção do mercado. Assim, somente com o teste de hipóteses não é possível determinar se houve ou não percepção do mercado em relação ao evento.

Assim, repetiu-se a análise realizada para a Suzano, utilizando estatística descritiva, das variáveis de pregão, já descritas, considerando os dois períodos em análise, antes e depois do processo de aquisição.

A Tabela 26 apresenta os resultados da estatística descritiva: média, mediana, desvio padrão, valor mínimo, valor máximo, assimetria e curtose, para todas as variáveis de mercado analisadas duas vezes, uma para o período anterior ao evento e outra para o período após o evento.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 17 é possível observar que a média das variáveis fechamento, nº negócios, quantidade, volume e spread, depois do evento é maior que a média das variáveis antes do evento.

Como mencionado anteriormente quando o teste de hipótese é feito com número reduzido de elementos na amostra, o valor de t aceitando a hipótese zero é grande. Assim, é possível que o resultado do teste, apesar das diferenças mostradas nas médias antes e depois do evento pela estatística descritiva, não rejeite a hipótese zero pela pequena amostra.

Assim, como para a empresa Suzano, os aumentos em média, mediana, mínimo e máximo para cada variável informada não significam necessariamente ganho para o acionista. Que podem ser pelo evento, por algum outro fato da empresa no mesmo período ou simplesmente pelo crescimento do mercado. Como as variáveis IC e LN IC têm valores antes e depois muito similares, a análise fica inconclusiva. A média, mediana e desvio padrão são muito similares antes de depois do evento para IC e LN IC. O mínimo e o máximo encontrado são maiores no pós evento, assim como a curtose, que se distancia de zero, afinando a distribuição dos dados, ou seja, os dados são mais próximos um do outro depois do evento, há semelhança.

Mas assim, como para Suzano, o valor agregado ao acionista pode ser medido pelo aumento nas outras variáveis. O aumento no número de negócios, no volume e na quantidade de ações negociadas por pregão representa aumento da liquidez do papel da VCP. Estas alterações são sentidas no mercado como melhorias atreladas indiretamente à ação. Mostram que a ação aumentou sua liquidez e por isso o acionista possui ganhos.

A média do número de negócios mais que triplicou após o evento, o menor número de negócios concretizados em um dia de pregão antes do evento era de 6 e o maior 1.383, após a aquisição o número mínimo de negócios foi de 96 e o máximo de 5.258. Mudança similar ocorreu com a quantidade negociada que na média passou de 18.0000 para 417.000. O volume atingiu média diária de R\$ 16.500.000,00. O *spread* também aumentou, mostrando aumento da variação diária entre os diversos negócios fechados.

Tabela 26 – Estatística Descritiva para o Período Anterior e Posterior ao Evento – VCP

	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
Fechamento Antes	23,52	20,86	7,60	11,74	36,74	0,30	-1,37
Fechamento Depois	38,50	37,93	10,54	11,8	59,18	-0,19	-0,43
IC Antes	1,00	1,00	0,02	0,94	1,08	0,39	0,53
IC Depois	1,00	1,00	0,02	0,86	1,12	0,17	3,97
Nº Negócios Antes	204,19	171,5	154,33	6	1383	1,65	5,76
Nº Negócios Depois	787,68	648,5	526,99	96	5258	2,387	11,06
Quantidade Antes	1,80E5	1,49E5	1,38E5	4500	9,47E5	1,937	5,37
Quantidade Depois	4,17E5	3,65E5	2,56E5	53200	3,91E6	4,42	47,98
Volume Antes	5,58E6	4,14E6	4,95E6	1,02E5	3,58E7	1,964	5,62
Volume Depois	1,65E7	1,48E7	1,09E7	1,65E6	1,52E8	3,54	33,64
<i>Spread</i> Antes	0,69	0,63	0,38	0,04	2,77	1,14	2,05
<i>Spread</i> Depois	1,51	1,34	0,74	0,37	4,49	1,18	1,45
LN IC Antes	0,0005	-0,0005	0,0213	-0,06	0,08	0,316	0,527
LN IC Depois	-0,0007	-0,0018	0,0245	-0,15	0,11	-0,015	4,190

Fonte: Próprio autor.

É possível constatar que houve mudança das variáveis antes e depois do evento, corroborando com a negação da hipótese zero, mas esta mudança não pode ser constatada puramente pelo valor da ação. Quando analisado, somente a evolução da cotação de fechamento da ação é possível perceber aumento, mas quando retirada a parcela de crescimento do mercado a valorização não se apresenta de forma explícita. Ainda assim, os ganhos se justificam pelo aumento ocorrido nas outras variáveis de mercado: nº de negócios, volume, quantidade e *spread*.

4.2.2 Beta

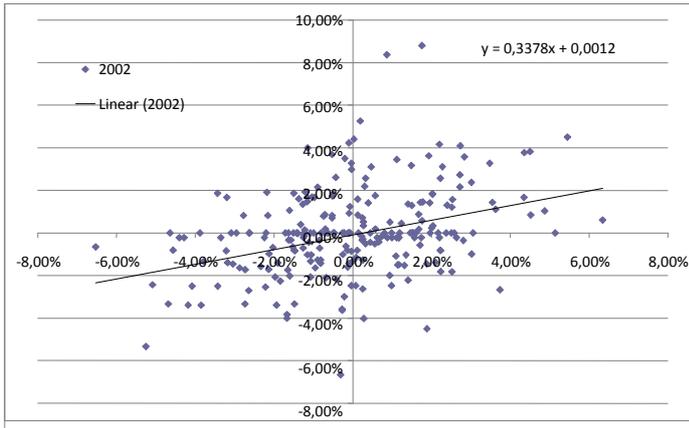
O beta foi calculado conforme metodologia já explicada e tem a função de mostrar a sensibilidade da ação da Suzano e da VCP em relação ao mercado, no caso o Ibovespa.

4.2.2.1 Suzano

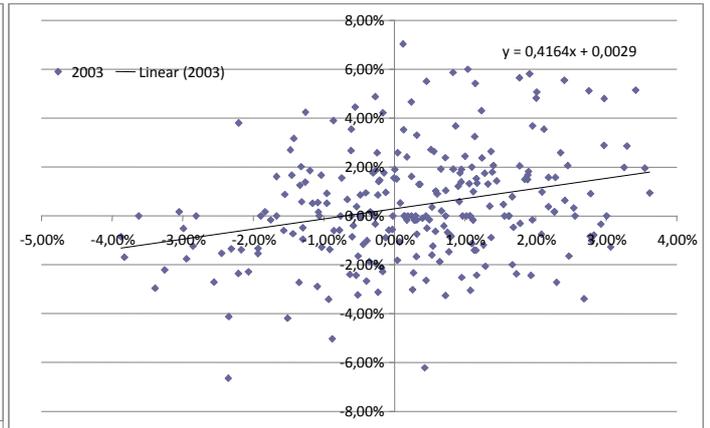
Na Tabela 27 são apresentados o beta anual da ação da Suzano e o Beta do período anterior ao evento e posterior ao evento, que foram obtidos a partir da Figura 36 (a) a (f) mostrados.

É possível observar que ao longo do período em análise as ações nunca tiveram beta igual a 1, que seria total aderência com o mercado, o Ibovespa. O maior beta anual (período de 12 meses) encontrado foi no ano de 2008 com beta igual a 0,68, e o mínimo foi no ano de 2002 com valor igual a 0,34 (Tabela 27).

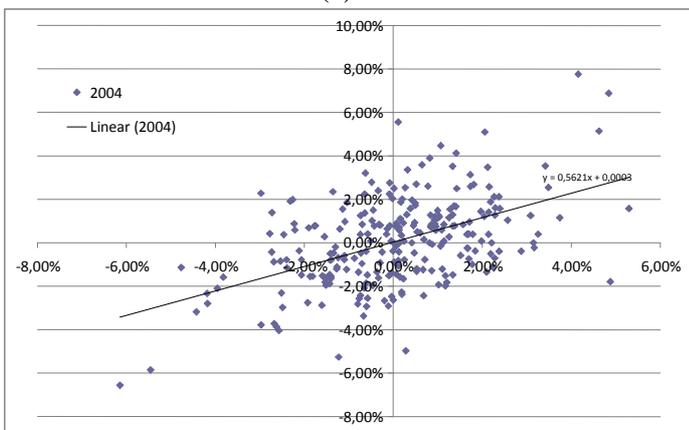
Na análise levando-se em consideração o período completo é possível observar que no período após o evento o beta acumulado é superior ao beta acumulado do período anterior ao evento (Figura 37).



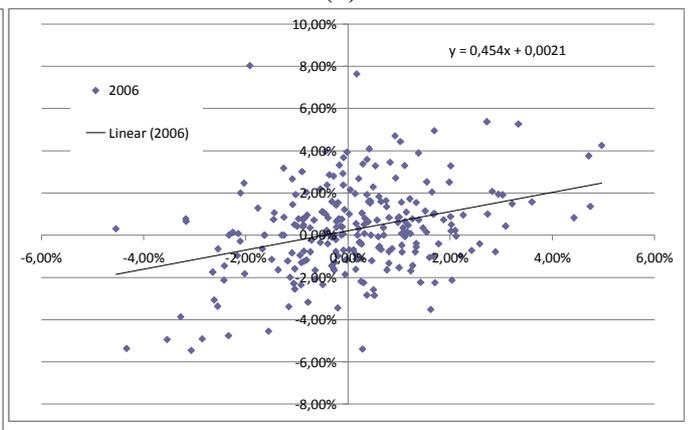
(a)



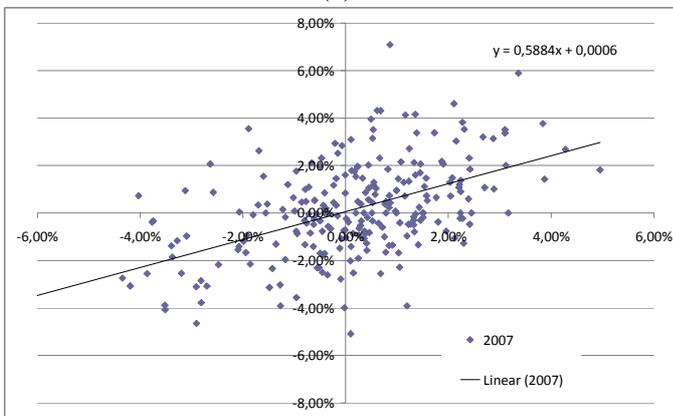
(b)



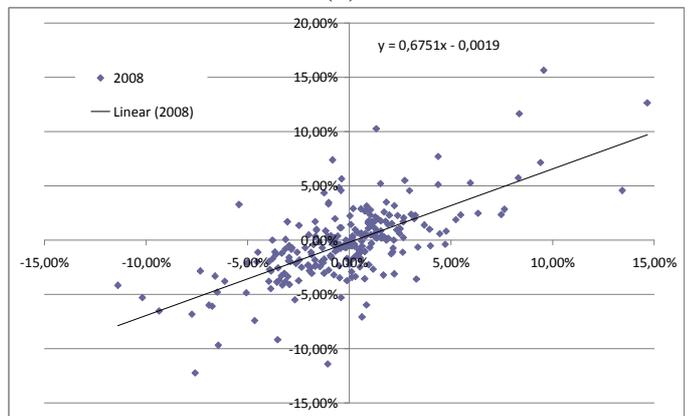
(c)



(d)



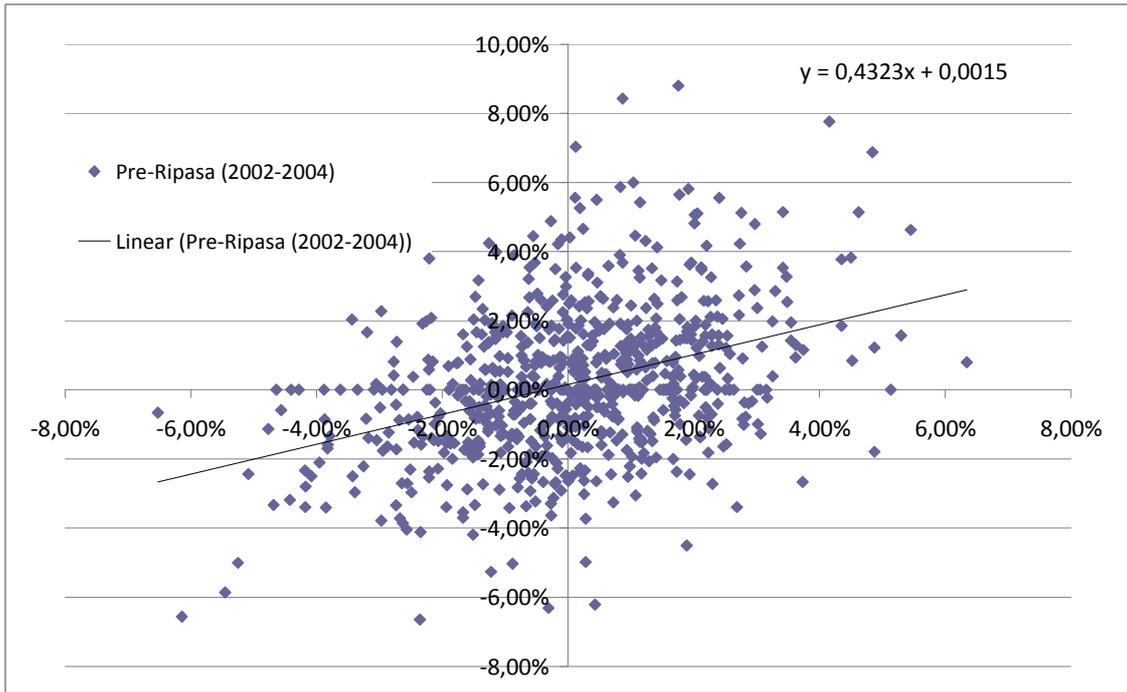
(e)



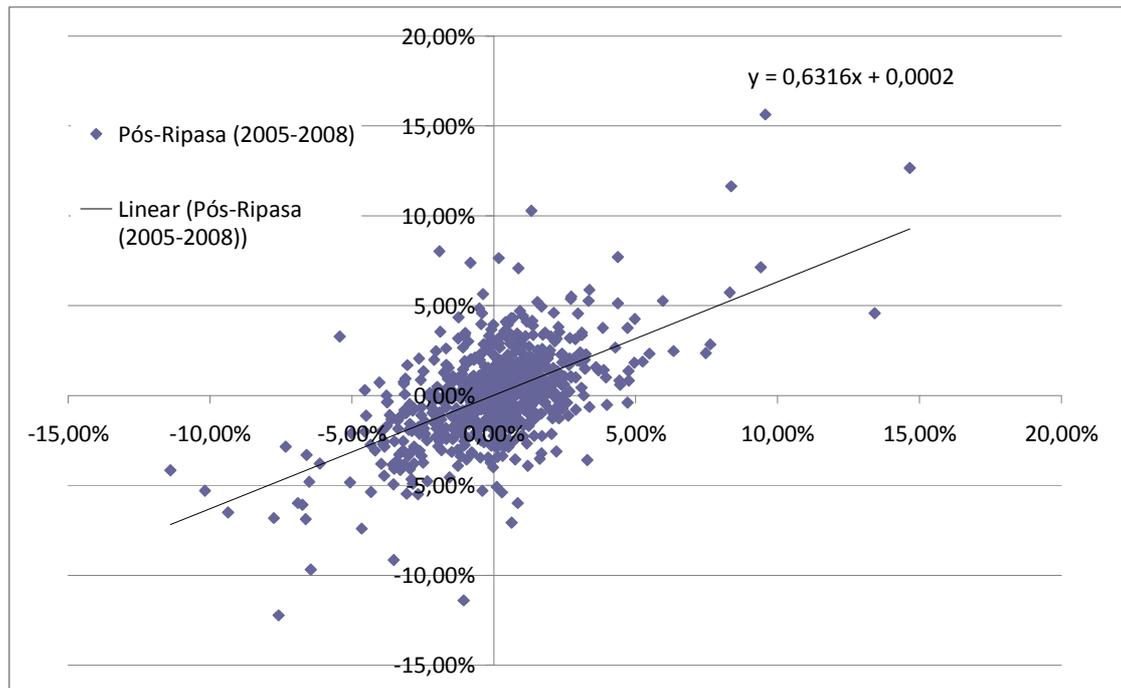
(f)

Figura 36 - Beta de cada ano (a) 2002, (b) 2003, (c) 2004, (d) 2006, (e) 2007, (f) 2008 – Suzano

Fonte: Próprio autor.



(a)



(b)

Figura 37 – Beta do período (a) antes e (b) depois da F&A – Suzano
 Fonte: Próprio autor.

Tabela 27 – Beta ações Suzano anual e do período antes e depois da aquisição – Suzano

	2002 ⁽¹⁾	2003 ⁽¹⁾	2004 ⁽¹⁾	Período 2005 ⁽²⁾	2006 ⁽³⁾	2007 ⁽³⁾	2008 ⁽³⁾
Beta Anual	0,34	0,42	0,56	0,67	0,45	0,59	0,68
Beta Período		0,432		XXX		0,631	

Fonte: Próprio autor.

Nota: (1) Período com ações negociadas sob SUZB4.

(2) Período com ações negociadas sob SUZB4 e SUZB5.

(3) Período com ações negociadas sob SUZB5.

Para o mercado, o aumento do beta entre o período antes e depois do evento mostra que a ação passou a ter maior risco não diversificável. O mercado é composto pelas ações das empresa que integram o Ibovespa. Mas o risco de mercado atrelado a ação ainda é baixo, pois o valor de beta é inferior a 1 em todos os casos, ou seja, o risco desta ação é inferior ao risco de mercado.

4.2.2.2 VCP

Na Tabela 28 são apresentados o beta anual da ação da VCP e o Beta do período anterior ao evento e posterior ao evento, que foram obtidos a partir da Figura 38 (a) a (f) mostrada.

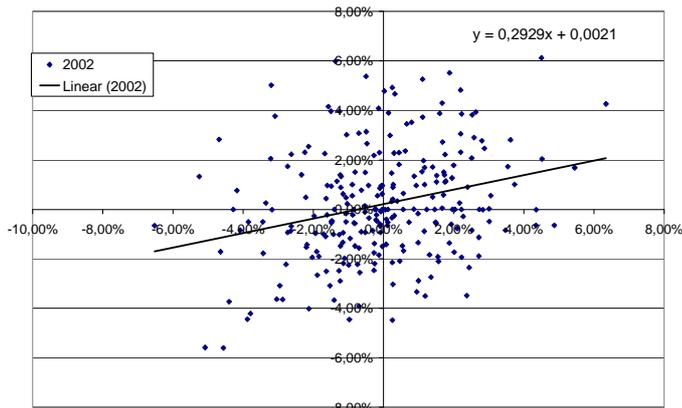
Assim como para a Suzano, para o mercado, o aumento do beta entre o período antes e depois do evento mostra que a ação passou a ter comportamento mais próximo com o comportamento do mercado. Mas o risco de mercado atrelado a ação ainda é baixo, pois o valor de beta é inferior a 1 em todos os casos, ou seja, o risco desta ação é inferior ao risco de mercado.

É possível observar que ao longo do período em análise as ações nunca tiveram beta igual a 1, que seria total aderência com o mercado, o Ibovespa. O maior beta anual (período de 12 meses) encontrado foi no ano de 2008 com beta igual a 0,901, e o mínimo foi no ano de 2002 com valor igual a 0,293 (Tabela 28).

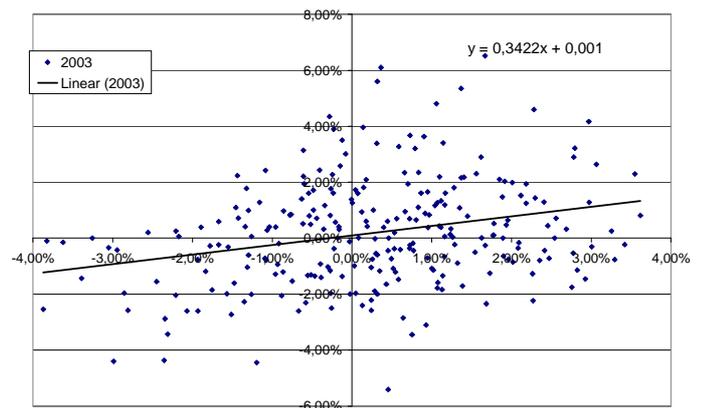
O beta da ação da VCP no período de 2002 a 2004 era baixo, mostrando que ação apesar de manter o mesmo sentido do mercado, variava menos. Nos anos de 2006 a 2008, apesar do beta ainda ser menor que 1, ele se aproxima do comportamento do mercado.

Levando-se em consideração o período estendido para cálculo do beta o seu valor no período anterior à aquisição é 0,377, já após o anúncio se aproxima do mercado, chegando a 0,851.

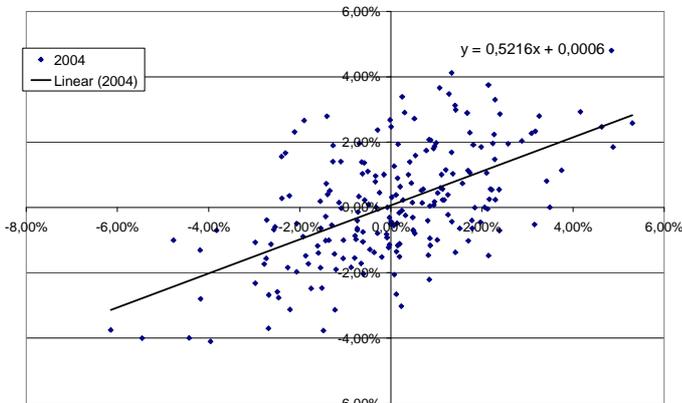
Na análise levando-se em consideração o período completo é possível observar que no período após o evento o beta acumulado é superior ao beta acumulado do período anterior ao evento (Figura 39), mostrando portanto que o risco da empresa aumenta.



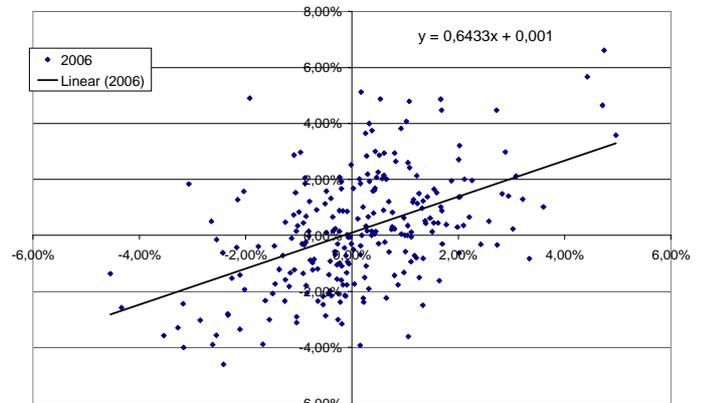
(a)



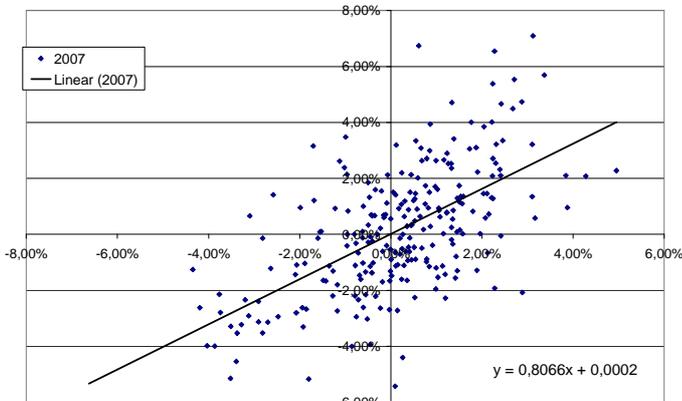
(b)



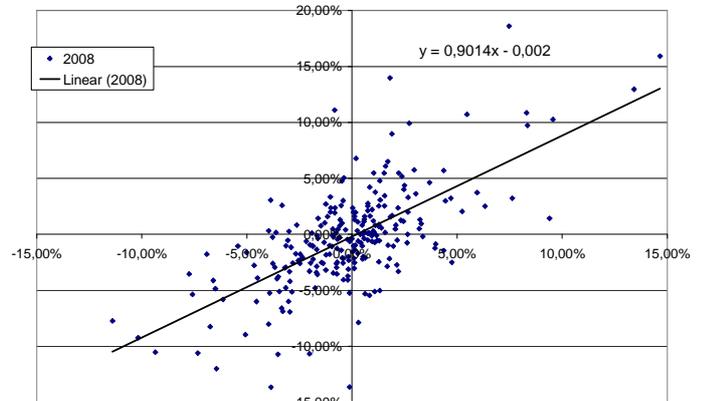
(c)



(d)



(e)



(f)

Figura 38 - Beta de cada ano (a) 2002, (b) 2003, (c) 2004, (d) 2006, (e) 2007, (f) 2008 – VCP
 Fonte: Próprio autor.

Tabela 28 – Beta ações VCP anual e do período antes e depois da aquisição - VCP

	Período						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Beta Anual	0,293	0,342	0,522	0,761	0,643	0,807	0,901
Beta Período		0,377		XXX		0,851	

Fonte: Próprio autor.

4.2.3 Hipótese de ganhos anormais

O teste de hipótese de ganhos anormais teve duas seqüência de análise. Foram analisados o período de 30 dias antes do evento e 30 dias depois do evento, concretizado no dia 31 de Março de 2005, descartando-se o dia do evento. Também se avaliou o curtíssimo prazo, 10 dias antes e 10 dias depois do evento.

Na primeira análise foi feito o teste de hipótese. Na hipótese H_0 o retorno da ação em relação ao mercado é nulo, ou seja, o mercado não identifica ganhos ou perdas em relação ao processo de fusão. A hipótese que rejeita H_0 é H_1 , onde o mercado identifica ganhos ou perdas com o processo de fusão.

H_0 : A média do retorno acumulado da ação em relação ao mercado é igual para o período anterior e posterior ao anúncio.

H_1 : A média do retorno acumulado da ação da ação em relação ao mercado é diferente de zero para o período anterior e posterior ao anúncio.

Esta mesma análise foi repetida para todas as variáveis selecionadas relacionadas ao comportamento da ação na bolsa de valores de São Paulo. Foram escolhidas as mesmas da seção anterior: valor de fechamento do pregão (fechamento), relação entre a variação valor de fechamento diário e a variação do Ibovespa diário (IC), número de negócios em que a empresa esteve envolvida (N° Negócios), quantidade de ações negociadas (Quantidade), volume negociado (Volume), a diferença entre o maior valor e o menor valor negociado num dia (*Spread*), e o logaritmo natural de IC (LN IC).

H_{02} : A média do valor de fechamento da ação é igual para o período anterior e posterior ao anúncio.

H_{03} : A média do valor do N° Negócios é igual a para o período anterior e posterior ao anúncio.

H_{04} : A média da Quantidade de ações negociadas é igual a para o período anterior e posterior ao anúncio.

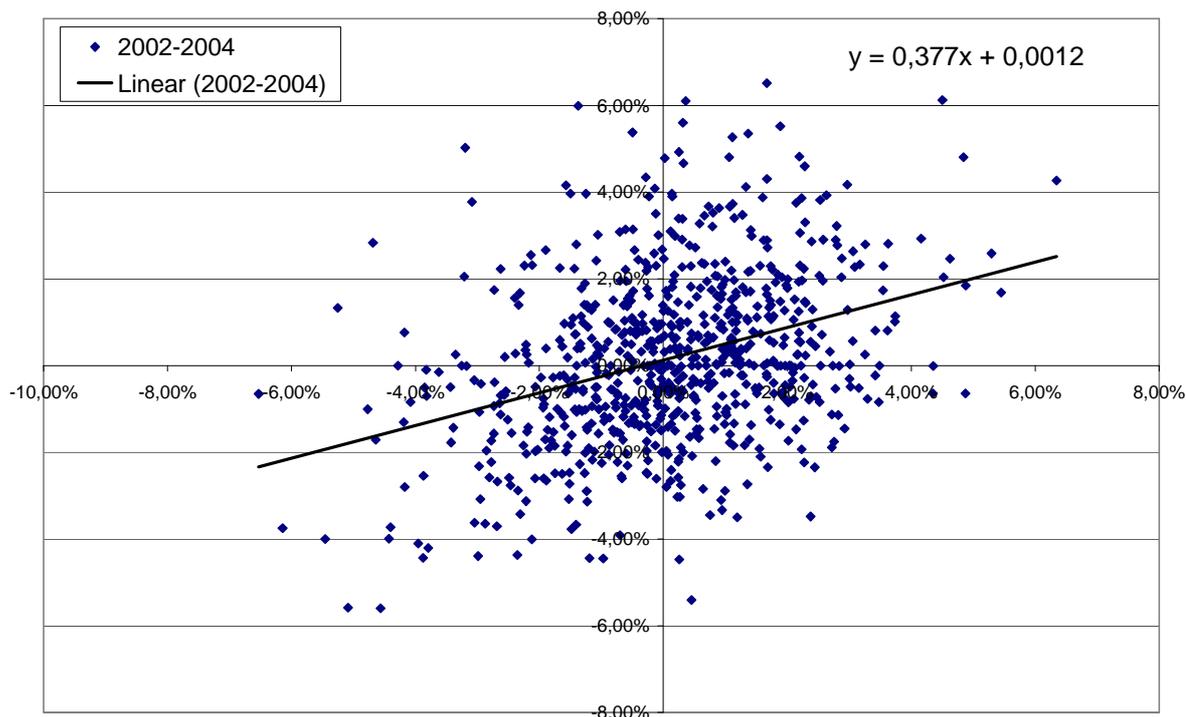
H_{05} : A média do volume médio negociado é igual para o período anterior e posterior ao anúncio.

H_{06} : A média da variação média entre a maior e a menor cotação diária é igual a para o período anterior e posterior ao anúncio.

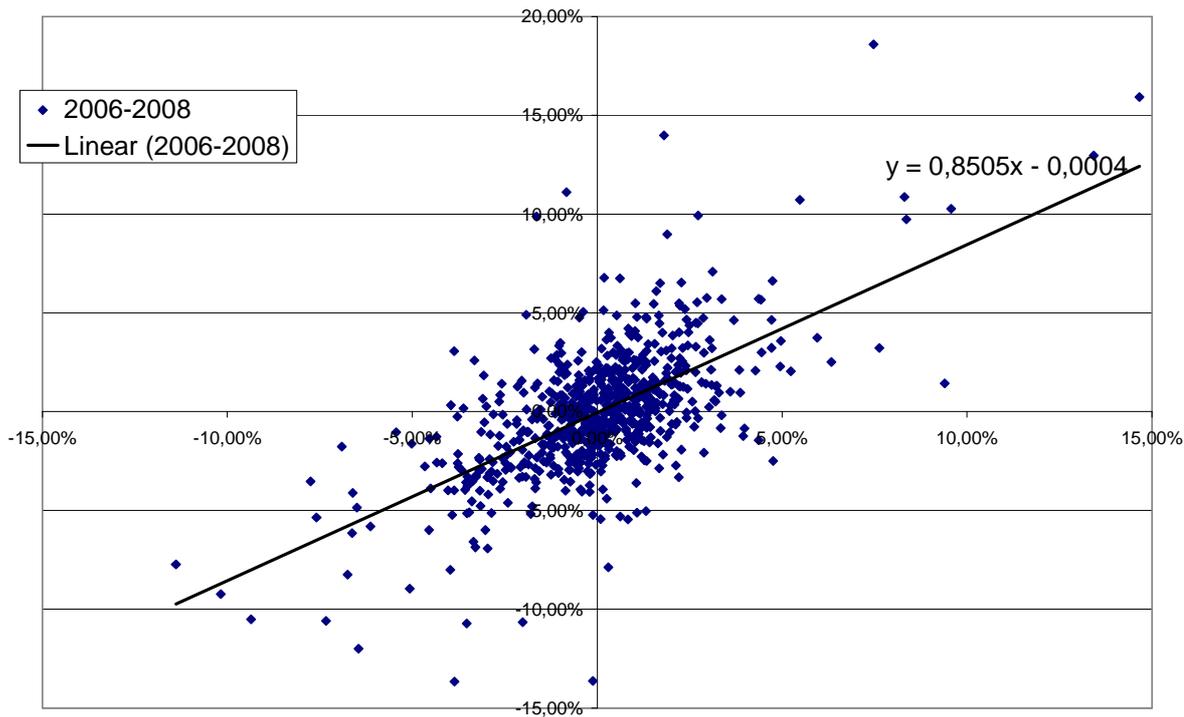
H_{07} : A média do logaritmo natural do retorno da ação em relação ao mercado é igual para o período anterior e posterior ao anúncio.

H_{1n} : H_{0n} é negado.

O teste foi executado com intervalo de 95% de confiança entre as duas amostras. Desta forma alfa (α) é igual a 0,05. Para aceitar H_0 , o p-valor do teste Wilcoxon deve ser maior que 0,05 (McCLAVE; BENSON; SINCICH, 2008) tanto para os casos de 30 dias e quanto para os casos de 10 dias.



(a)



(b)

Figura 39 - Beta do período (a) antes e (b) depois da F&A – VCP

Fonte: Próprio autor.

4.2.3.1 Suzano

A Tabela 29 apresenta os valores encontrados para o teste de hipótese. É possível constatar que a hipótese H_0 foi negada para os casos preço de fechamento da Ação, IC, LN IC e N° negócios tanto para os casos de 10 dias como de 30 dias.

Já as variáveis Quantidade, Volume e *spread*, tanto para o período de 30 como de 10 dias, aceitam a hipótese H_0 . Isto pode ocorrer porque a quantidade e o volume de ações negociadas e o *spread* são susceptíveis a variações de mercado além das oriundas diretamente do processo de F&A.

Apesar da constatação de que as médias das variáveis principais com relação ao valor da ação, antes são diferentes das médias das variáveis depois, com este teste não é possível avaliar se o mercado considerou a aquisição ganho ou perda para o acionista. Quando a avaliação de curtíssimo prazo, 10 dias, o antes é maior que o depois do evento pode ser atribuído a presença do *insider* que atua com informações privilegiadas antes que o mercado uniformize a informação. Esta avaliação é feita utilizando o método do retorno ajustado ao mercado.

Na segunda análise, foi feito o cálculo do retorno anormal utilizando o método de retornos ajustados ao mercado (Equação 13). Para isso é calculada a diferença logarítmica do retorno da ação em relação ao retorno do índice do mercado, para uma mesma data, chamada de dia D, que neste caso é o dia do anúncio da aquisição da Ripasa. Segundo Camargos e Barbosa (2007) o objetivo da escala logarítmica é obter melhor aderência à distribuição normal dos retornos.

A Figura 40 apresenta os dados desta análise. Sempre que o valor encontrado é positivo a variação o retorno da ação foi superior ao retorno do mercado. Nos dias subsequentes ao anúncio as ações tem valorização inferior ao mercado. Em compensação nos dias que antecedem o anúncio há forte valorização da ação em relação mercado. Pode-se entender que o mercado, apesar das incertezas, aceita a valorização da ação a partir da suspeita do processo de aquisição da Ripasa.

Tabela 29 – Resultado hipótese ganhos normais – Suzano

	p-Valor Teste de Wilcoxon	
Fechamento 30	0,000	Rejeita H_0
Fechamento 10	0,028	Rejeita H_0
IC 10	0,005	Rejeita H_0
IC 30	0,000	Rejeita H_0
LN IC 10	0,005	Rejeita H_0
LN IC 30	0,000	Rejeita H_0
N° Negócios 30	0,007	Rejeita H_0
N° Negócios 10	0,013	Rejeita H_0
Quantidade 30	0,861	Aceita H_0
Quantidade 10	0,074	Aceita H_0
Volume 30	0,673	Aceita H_0
Volume 10	0,114	Aceita H_0
<i>Spread</i> 30	0,069	Aceita H_0
<i>Spread</i> 10	0,074	Aceita H_0

Fonte: Próprio autor.



Figura 40 – Ajuste com o mercado para 30 dias antes e 30 dias depois da aquisição
 Fonte: Próprio autor.

A análise foi interrompida 30 dias antes do anúncio, pois este tipo de análise é importante no curto prazo da realização do negócio, e um período maior poderia ter outros eventos que também possam influenciar no valor da ação, mas em quase todo o período de pré-aquisição houve ganho acima do mercado. Assim, para descartar esta ocorrência como algo comum a esta ação estendeu-se o período antes do anúncio para 200 dias antes do evento de forma a verificar se o retorno acima do mercado persiste ou se foi algo pontual. Como se pode observar pela Figura 41 o retorno acima do mercado ocorre num período de cerca de 38 dias antes do anúncio. Não sendo o comportamento padrão da ação.



Figura 41 – Ajuste com o mercado para 200 dias antes e 30 dias depois da aquisição
 Fonte: Próprio autor.

A Figura 42 apresenta a variação da ação direta em relação ao mercado, sem utilizar um dia D, referencial fixo, mas ainda utilizando o logaritmo natural de IC. O retorno da ação em relação ao mercado é calculado dia a dia. Pela figura é possível observar que mercado aparenta ter se antecipado na valorização da transação, e após o anúncio a ação tem perda, mas no 3º dia se recupera e volta a ter fechamento superior ao mercado. O que se repete no 6º, 8º e 9º dia, tendo neste último, inclusive, valorização maior que no período anterior ao anúncio, aparentando ter-se criado valor para o acionista com a aquisição da Ripasa.

O método do retorno ajustado ao mercado pode verificar os ganhos em relação somente ao valor de fechamento das ações. Para verificar se no curto prazo houve ganho ou perda, em relação aos outros parâmetros analisados pelo teste hipótese, utilizou-se a estatística descritiva como forma de identificar se houve ganhos ou perdas para os acionistas refletidas não somente no valor da ação.

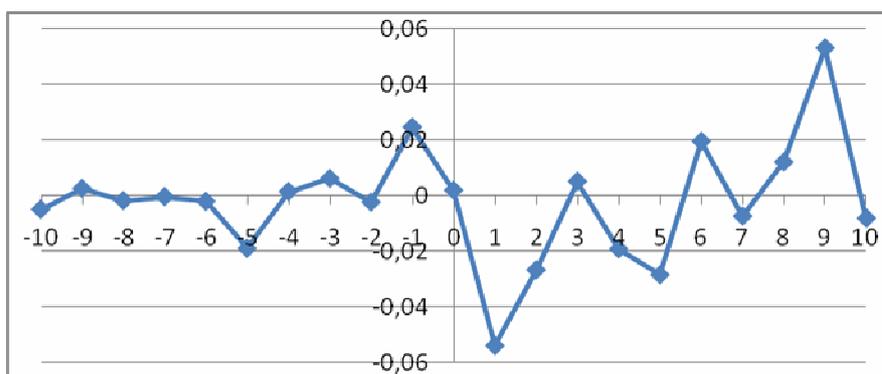


Figura 42 – Variação do valor da ação 10 dias antes e 10 dias depois do anúncio em relação ao mercado diário

Fonte: Próprio autor.

A Tabela 30 mostra o resultado da estatística descritiva. Foram calculados média, mediana, desvio-padrão, mínimo, máximo, assimetria e curtose para todas as variáveis já informadas, antes e depois do evento, separada em grupos para o período de 10 dias (antes e depois) e o período de 30 dias (também antes e depois).

A média do preço de fechamento -30 é inferior à média do período +30, mas quando o período é encurtado para -10 e +10 o inverso ocorre. Isto é possível pela antecipação da valorização pelo mercado e na desvalorização ocorrida em relação ao mercado depois do evento por causa da supervalorização anterior. Também já foi comentado que depois de alguns dias a ação se recupera.

Com relação ao IC, tanto para -10 quanto para -30 a média é superior no período anterior ao evento, -10 e -30, isto pode ser explicado também pela antecipação do mercado.

No curto prazo, o volume +10 é superior ao volume -10, esperado pela movimentação do mercado em relação ao anúncio.

De posse dos resultados anteriores, mostrou-se que por meio da valorização da ação, maior movimentação, volume e quantidades de ações negociadas, que representam a liquidez dos papéis, o processo de aquisição gerou uma modificação na visão do mercado em relação ao período anterior.

É possível constatar que para a empresa em questão houve valorização para o acionista decorrente do processo de aquisição, tanto no curto prazo, momento normalmente aproveitado por especuladores e *insiders*, como no longo prazo.

4.2.3.2 VCP

A Tabela 31 apresenta os valores encontrados para o teste de hipótese. É possível constatar que a hipótese H_0 foi negada, quando $|\text{Wilcoxon}_{\text{calc}}| < \text{Wilcoxon}_{0,05}$, para IC e LN IC tanto para 30 dias como para 10 dias de análise antes e depois do evento. Todos os casos em que 10 dias antes e 10 dias depois foram comparados. Foi negada a hipótese H_0 para 10 dias nas variáveis IC 10 e LN IC 10. Isto mostra que no curto prazo, as ações apresentaram comportamento antes e depois do evento diferenciado. Mas o valor é positivo, o que implica na média antes ser superior a média depois do evento.

Para o período maior, 30 dias antes e 30 dias depois do evento, a hipótese zero é rejeitada para fechamento, IC e LN IC. Assim, é possível afirmar que o comportamento do valor de fechamento das ações antes é diferente do comportamento após. O valor de t encontrado é negativo, desta forma a média antes é inferior a média depois. O que mostra que no curtíssimo prazo, 10 dias, a presença do insider influencia aumentando demasiadamente o valor da ação antes do evento. Após o equilíbrio do mercado a ação estabiliza e já é possível observar ganho de valor ao acionista. O mesmo não acontece com as outras variáveis, então é possível dizer que mesmo retirando a influência do mercado no valor da ação (que é o caso de IC e LN IC) o comportamento da ação diverge na comparação dos dois períodos em estudo, mas em relação ao mercado, o antes é superior ao depois do evento.

Assim como para a Suzano, a simples negação da hipótese zero não é possível avaliar se o mercado considerou a aquisição ganho ou perda para o acionista. Esta avaliação é feita utilizando o método do retorno ajustado ao mercado.

Na segunda análise, foi feito o cálculo do retorno anormal utilizando o método de retornos ajustados ao mercado. Para isso é calculada a diferença logarítmica do retorno da ação em relação ao retorno do índice do mercado, para uma mesma data. E, como já explicado, segundo Camargos e Barbosa (2007) o objetivo da escala logarítmica é obter melhor aderência à distribuição normal dos retornos.

A Figura 43 apresenta os dados desta análise. Sempre que o valor encontrado é positivo a variação do retorno da ação foi superior ao retorno do mercado. Nos dias subsequentes ao anúncio as ações têm valorização inferior ao mercado. Em compensação, nos 30 dias que antecedem o anúncio há forte valorização da ação em relação ao mercado. Pode-se entender que o mercado, apesar das incertezas, aceita a valorização da ação a partir da suspeita do processo de aquisição da Ripasa ou especula possíveis ganhos que venham a ocorrer decorrente do processo de F&A.

Tabela 30 – Resultado estatística descritiva para antes (D-30 e D-10) para depois do evento (D+10 e D+30) – Suzano

	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
Fechamento D-30	8,17	8,18	0,13	7,88	8,35	-0,68	0,45
Fechamento D+30	8,51	8,53	0,44	7,69	9,15	-0,37	-1,15
Fechamento D-10	8,25	8,27	0,07	8,15	8,35	-0,17	-1,15
Fechamento D+10	8,01	7,94	0,25	7,69	8,49	1,12	0,71
IC D-10	1,02	1,01	0,01	1,00	1,03	0,33	-1,54
IC D+10	0,92	0,92	0,02	0,88	0,95	0,18	-1,33
IC D-30	1,03	1,03	0,03	0,99	1,10	0,62	0,17
IC D+30	0,95	0,95	0,03	0,88	1,01	-0,7	-0,46
LN(IC) D-10	0,0166	0,0116	0,1042	0,0019	0,0315	0,324	-1,526
LN(IC) D+10	-0,0843	-0,0877	0,0264	-0,1232	-0,0463	0,150	-1,325
LN(IC) D-30	0,03	0,03	0,03	-0,01	0,09	0,56	0,05
LN(IC) D+30	-0,6	-0,05	0,03	-0,12	0,01	-0,15	-0,46
Nº Negócios D-30	157,4	143,5	70,41	58	316	0,51	-0,59
Nº Negócios D+30	217	194	130,97	98	770	2,82	10,62
Nº Negócios D-10	109,6	93,5	48,73	58	195	0,61	-1,09
Nº Negócios D+10	299,2	233	187,70	133	770	2,02	4,59
Quantidade D-30	6,69E5	4,90E5	5,10E5	1,06E5	2,43E6	1,84	3,98
Quantidade D+30	6,37E5	6,09E5	3,10E5	1,58E5	1,58E6	0,84	1,44
Quantidade D-10	4,327E5	4,3075E5	2,34E5	1,0625E5	8,54375E5	0,28	-0,32
Quantidade D+10	7,4078E5	6,6331E5	3,8097E5	2,7025E5	1,58375E6	1,08	1,95
Volume D-30	6,45E6	4,73E6	4,95E6	1,03E6	2,38E7	1,19	4,38
Volume D+30	6,37E6	5,96E6	3,06E6	1,63E6	1,54E7	0,76	1,03
Volume D-10	4,208E6	4,2251E6	2,2543E6	1,0251E6	8,195E6	0,22	-0,42
Volume D+10	7,0703E6	6,2553E6	3,7567E6	2,50797E6	1,5381E7	1,09	1,89
Spread D-30	0,19	0,19	0,07	0,06	0,37	0,62	0,72
Spread D+30	0,24	0,20	0,13	0,10	0,54	0,86	-0,38
Spread D-10	0,15	0,16	0,05	0,06	0,23	-0,34	-0,24
Spread D+10	0,24	0,20	0,14	0,12	0,54	1,56	1,70

Fonte: Próprio autor.

Tabela 31 – Resultado hipótese ganhos normais – VCP

	p-Valor Teste de Wilcoxon	
Fechamento 30	0,000	Rejeita H_0
Fechamento10	0,575	Aceita H_0
IC 30	0,000	Rejeita H_0
IC 10	0,005	Rejeita H_0
LN IC 30	0,000	Rejeita H_0
LN IC 10	0,005	Rejeita H_0
Nº Negócios 30	0,318	Aceita H_0
Nº Negócios 10	0,386	Aceita H_0
Quantidade 30	0,894	Aceita H_0
Quantidade 10	0,333	Aceita H_0
Volume 30	0,813	Aceita H_0
Volume 10	0,333	Aceita H_0
<i>Spread</i> 30	0,975	Aceita H_0
<i>Spread</i> 10	0,878	Aceita H_0

Fonte: Próprio autor.

Como este tipo de análise tem sua importância no curto prazo e um período maior poderia conter outros eventos que também podem influenciar no valor da ação, a análise foi interrompida 30 dias antes do anúncio. Observando a Figura 43 nota-se que em todo o período que antecede o anúncio houve ganho acima do mercado. De forma a verificar se a ação da VCP apresenta ganhos acima do mercado de forma geral, o período antes do anúncio foi estendido o período para 200 dias, assim como feito na análise da Suzano.

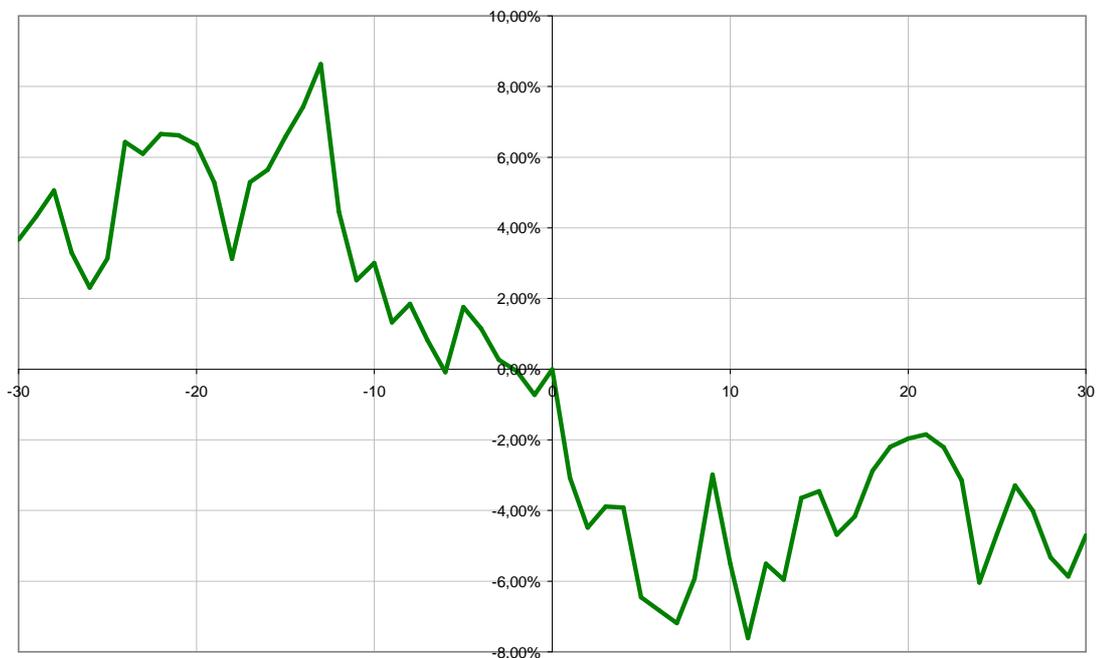


Figura 43 – Ajuste com o mercado para 30 dias antes e 30 dias depois da aquisição
Fonte: Próprio autor.

A Figura 44 apresenta esta extensão. Conforme se pode observar o retorno acima do mercado ocorre num período de cerca de 35 dias antes do anúncio. Não sendo o comportamento padrão da ação.

A Figura 45 apresenta a o logaritmo neperiano da variação da ação direta em relação ao mercado, sem utilizar um dia D como referencial fixo. O retorno da ação em relação ao mercado é calculado dia a dia.

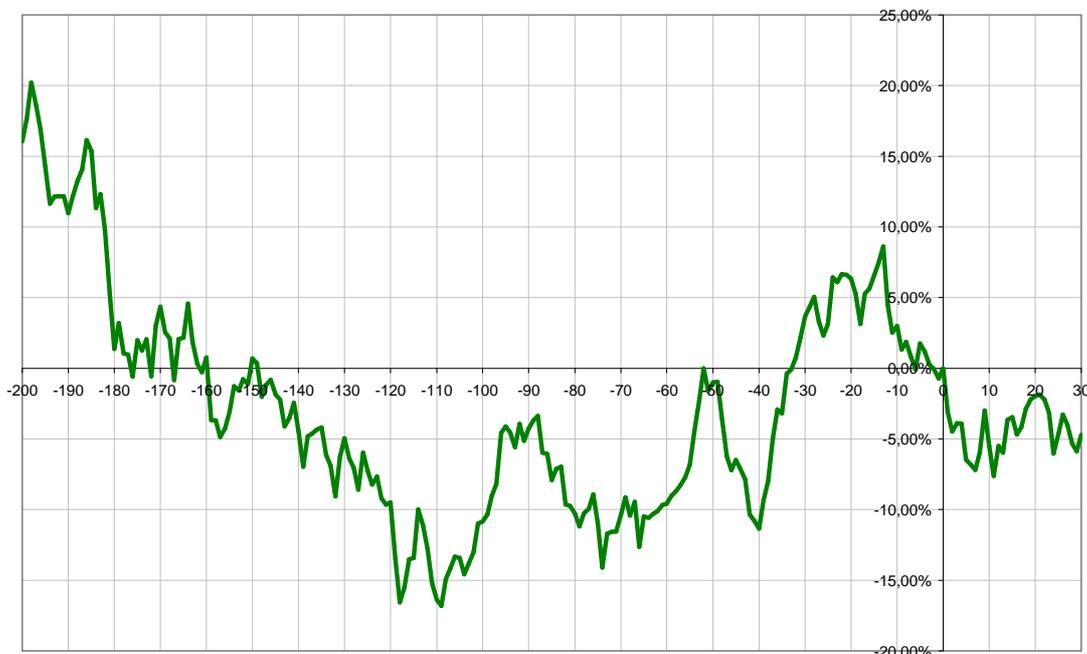


Figura 44 – Ajuste com o Mercado para 200 dias antes e 30 dias depois da aquisição
Fonte: Próprio autor.

Pela figura é possível observar que mercado aparenta ter se antecipado na valorização da transação, dias -9, -7, -6, -4, -3, -2 e -1, e após o anúncio a ação tem perda, mas no 3º dia se recupera e volta a ter fechamento superior ao mercado. No dia +4 fica neutra em relação ao mercado, e a valorização se repete nos dias +8 e +9, tendo neste último, inclusive, valorização maior que no período anterior ao anúncio, aparentando criação de valor para o acionista com a aquisição da Ripasa na percepção do mercado.

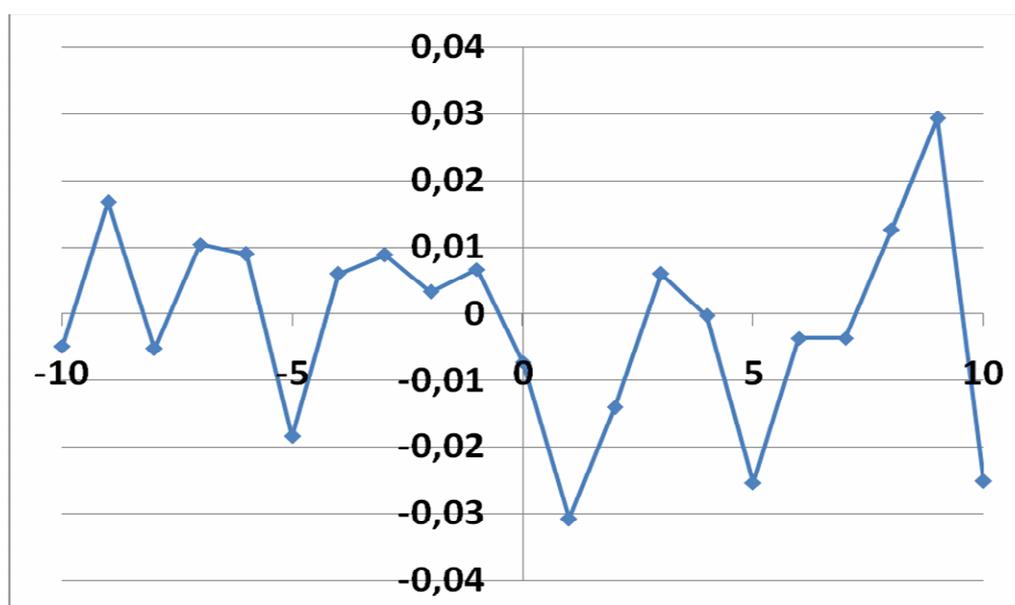


Figura 45 - Variação do valor da ação 10 dias antes e 10 dias depois do anúncio em relação ao mercado diário

Fonte: Próprio autor.

O método do retorno ajustado ao mercado pode verificar os ganhos em relação somente ao valor de fechamento das ações. Para verificar se no curto prazo houve ganho ou perda, em relação aos outros parâmetros analisados pelo teste hipótese, utilizou-se a estatística descritiva como forma de identificar se houve ganhos ou perdas para os acionistas.

A Tabela 32 mostra o resultado da estatística descritiva. Foram calculados média, mediana, desvio-padrão, mínimo, máximo, assimetria e curtose para todas as variáveis já informadas, antes e depois do evento, separada em grupos para o período de 10 dias (antes e depois) e o período de 30 dias (também antes e depois).

É possível observar que as variações encontradas nas variáveis do período anterior em relação ao posterior são pequenas.

A média do IC-10 é superior a média do IC+10, isto mostra que o mercado antecipou a valorização da ação. O mesmo ocorre com o IC-30, IC+30 e o LN de cada variável.

Com relação ao valor de fechamento das ações o período -10 é ligeiramente superior ao período +10. Esta situação não se reflete no período maior de -30 a +30, onde o período +30 tem média superior.

As outras variáveis por não apresentarem alteração em relação a média nos dois períodos não serão discutidas.

Também é possível constatar que para a VCP houve valorização para o acionista decorrente do processo de aquisição, tanto no curto prazo, momento normalmente aproveitado por especuladores e *insiders*, como no longo prazo. Isto decorre do aumento no curto prazo da variação do valor da ação em relação ao mercado e no longo prazo do crescimento de volume, quantidade de ações e número de negócios que cresceu muito no período pós-Ripasa.

Tabela 32 – Resultado estatística descritiva para antes (D-30 e D-10) para depois do evento (D+10 e D+30) – VCP

	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
Fechamento D-30	33,07	33,04	0,96	31,08	34,69	-0,15	0,56
Fechamento D+30	35,08	35,52	1,11	32,99	36,49	-0,47	-1,28
Fechamento D-10	33,90	34,15	0,67	32,59	34,69	-0,907	0,054
Fechamento D+10	33,78	33,66	0,56	32,99	34,76	0,64	-0,37
IC D-10	1,00	1,01	0,01	0,99	1,03	0,233	-0,369
IC D+10	0,95	0,96	0,02	0,93	0,97	-0,207	-1,51
IC D-30	1,04	1,04	0,03	0,99	1,09	0,05	-1,01
IC D+30	0,96	0,96	0,016	0,93	0,98	0,03	-0,09
LN(IC) D-10	0,009	0,010	0,012	-0,01	0,03	0,233	-0,369
LN(IC) D+10	-0,05	-0,05	0,016	-0,070	-0,030	0,00	-1,782
LN(IC) D-30	0,037	0,035	0,026	-0,01	0,09	0,036	-0,862
LN(IC) D+30	-0,045	-0,040	0,017	-0,080	-0,020	-0,180	-0,900
Nº Negócios D-30	346,0	331	153,55	92	948	2,07	7,4
Nº Negócios D+30	325,8	261,0	232,96	135	1383	3,50	14,96
Nº Negócios D-10	291,4	290,0	84,50	187	422	0,14	-1,59
Nº Negócios D+10	358,8	332,0	154,08	206	667	0,93	0,15
Quantidade D-30	2,29E5	2,15E5	1,319E5	31950,0	7,20E5	1,92	6,14
Quantidade D+30	2,36E5	1,95E5	1,67517E5	72200	8,055E5	1,95	3,96
Quantidade D-10	2,0585	1,78E5	9,3596E4	1,03E5	3,747E5	0,77	-0,75
Quantidade D+10	3,087 E5	1,96 E5	2,4526 E5	80850	8,056 E5	1,2	0,18
Volume D-30	8,977E6	7,96E6	5,1037E6	1,24E6	2,784E6	1,81	5,4
Volume D+30	9,67 E6	7,82 E6	6,651E6	3,068 E6	3,163 E7	1,82	3,35
Volume D-10	8,16 E6	7,29 E6	3,65 E6	4,13 E6	1,447 E7	0,70	-0,98
Volume D+10	1,22 E7	7,82 E6	9,67 E6	3,16 E6	3,16 E7	1,17	0,07
Spread D-30	0,83	0,81	0,36	0,25	1,77	0,98	1,53
Spread D+30	0,85	0,78	0,41	0,34	2,25	1,65	3,97
Spread D-10	0,80	0,75	0,39	0,38	1,77	1,78	4,39
Spread D+10	0,77	0,70	0,27	0,46	1,31	0,99	0,46

Fonte: próprio autor.

4.3 Parâmetros Contábeis-Financeiros

Nesta subseção são discutidos os parâmetros contábeis-financeiros da empresa Suzano. Nela é analisado se o ganho também é percebido por meio de variáveis contábeis e indicadores.

As análises estão divididas em: Análise de dados e teste de hipótese pareado pelo método Wilcoxon. Os valores apresentados em moeda corrente foram corrigidos utilizando o IGP-M⁷ (índice geral de preços) os dados foram obtidos utilizando a base de dados da FGV (PORTALIBRE, 2010). Os dados corrigidos serão sempre apresentados entre parênteses ao lado dos dados originais. Os dados foram atualizados até o último ano de análise para cada caso. Para as análises subsequentes realizadas são sempre utilizados os dados corrigidos.

⁷ O IGP-M/FGV analisa as variações de preços nos: Índice de Preços por Atacado (IPA), que tem peso de 60% do índice, o Índice de Preços ao Consumidor, que tem peso de 30% e o índice Nacional de Custo de Construção (INCC) que representa 10% do IGP-M.

O ano possui 360 dias contábeis, assim, nas variáveis contábeis-financeiras outros eventos que por ventura venham a ocorrer com a empresa e também não diretamente com ela, mas com o mercado, tem tanto ou maior peso que as alterações decorrentes do processo de aquisição, como endividamento ou aumento da produção.

4.3.1 Apresentação e Evolução dos dados

Os dados são apresentados de forma anual, seguindo o balanço divulgado pela empresa. Para esta análise foram considerados 3 anos antes do processo de aquisição, 2002, 2003, 2004, o ano de 2005 foi descartado por ser o de ocorrência do evento e os 3 anos após o evento, 2006, 2007, 2008. Para realização do teste de Hipótese por Pareamento, apenas 3 dados antes do evento e 3 dados após o evento torna o espaço amostral muito pequeno, susceptível a resultados inconclusos. De forma a evitar esta situação, para a empresa Suzano foi possível estender o período de amostra em mais 1 ano antes do evento e 1 ano após o evento incluindo assim, o ano de 2001, anterior ao evento e o ano de 2009, posterior ao evento. O mesmo não foi possível para a VCP pelo grande processo de reestruturação ocorrido na mesma no ano de 2009, a incorporação da empresa Aracruz e por conseguinte a extinção de ambas as empresas, sendo criada a empresa Fíbria. Ainda assim, os dados do ano de 2001 são apresentados, mas descartados nas análises feitas.

Nas Tabela 33 e Tabela 34 são apresentados os valores dos indicadores contábeis-financeiros estudados referentes a cada ano para a empresa Suzano, na Tabela 36 e na Tabela 37 são apresentados os dados da empresa VCP. Os valores aqui apresentados foram obtidos através de documentos públicos disponíveis sobre as empresas e utilizando o banco de dados da consultoria Economatica. Os valores estão divididos em 2 tabelas para cada uma das empresas apenas por uma questão de apresentação.

4.3.1.1 Suzano

Na Tabela 33 pode-se observar os valores correspondentes as variáveis lucro líquido, receita líquida, Ebitda, dívida líquida e produção comercializada. Os valores corrigidos pelo IGP-M (PORTALIBRE, 2010) são sempre apresentados entre parênteses ao lado do dado original obtido através da consultoria Economatica (ECONOMATICA, 2010). Na Tabela 34 são apresentadas as variáveis preço/lucro, lucro/ação, dividendo pago/ ação, liquidez geral, liquidez corrente e valor de mercado.

Tabela 33 – Indicadores Contábeis-Financeiros – Suzano

	Lucro Líquido (MMR\$)	Receita Líquida Venda (MR\$)s	EBITDA (MMR\$)	Dívida Líquida (MMR\$)	Produção Comercializada (kTon)
2001	107,1 (219,86)	1.785 (3.664,29)	813,29 (1.669,54)	1.481,7 (3.041,67)	634,0
2002	171,7 (320,14)	2.068 (3.855,85)	840,7 (1.567,51)	1.908,38 (3.558,24)	611,5
2003	409,5 (597,61)	2.478 (3.616,33)	1.000,2 (1.459,67)	1.645,4 (2.401,25)	619,8
2004	603,0 (821,15)	2.639,9 (3.594,94)	1.038,9 (1.414,74)	1.616,0 (2.200,62)	1.283,8
2005	499,6 (608,15)	2.639,90 (3.213,49)	912,9 (1.111,25)	2.334,9 (2.842,22)	1.464,8
2006	443,7 (530,86)	3.099 (3.707,79)	1.039 (1.243,11)	3.919,0 (4.688,88)	1.685,6
2007	539,4 (624,12)	3.409,7 (3.945,22)	1.146,3 (1.326,33)	4.286,0 (4.959,15)	1.924,6
2008	-451,3 (-422,74)	4.063,6 (4.338,14)	1.469,2 (1.568,46)	5.500,0 (5.871,59)	2.482,0
2009	878,0	3.953,0	1.021,00 ()	3.965,75	2.986

Fonte: Economatica (2010).

Tabela 34 – Indicadores Contábeis-Financeiros – Suzano (continuação)

	Preço/Lucro	Lucro/Ação	Dividendo Pago/Ação	Liquidez geral	Liquidez Corrente	Valor de Mercado (MMR\$)
2001	4,10	0,8523	0,2193	0,60	1,20	1.238,686 (2.542,81)
2002	21,90	0,1902	0,00	0,70	1,30	1.344,288 (2.506,47)
2003	5,60	1,8036	0,3821	0,70	1,20	3.470,918 (5.65,37)
2004	6,30	1,7299	0,6775	0,80	1,90	3.893,128 (5.301,55)
2005	-	1,4075	0,4899	0,70	1,70	3.343,715 (4.070,23)
2006	14,40	1,1768	0,3288	0,60	3,00	6.638,186 (7.942,25)
2007	16,80	1,3780	0,4513	0,60	2,30	9.080,596 (10.506,77)
2008	-8,30	-1,1652	0,00	0,60	1,90	3.705,778 (3.956,15)
2009	7,20	2,2914	0,6125	0,60	1,90	6.277,266

Fonte: Economatica (2010).

O período de análise da Suzano foi estendido para 4 anos antes e 4 anos depois do processo de F&A para que as análises estatísticas tivessem maior número de dados e por isso representassem melhor o fato. O período também foi estendido pois era possível esse execução.

A Figura 46 apresenta os valores das variáveis dividendo pago por ação, lucro por ação, liquidez geral e liquidez corrente. Os valores são apresentados em forma evolutiva e os números 1, 2, 3 4, 5, 6, 7, 8 correspondem aos anos 2001, 2002, 2003, 2004, 2006, 2007, 2008, 2009. Nota para a não apresentação na forma gráfica do ano de 2005.

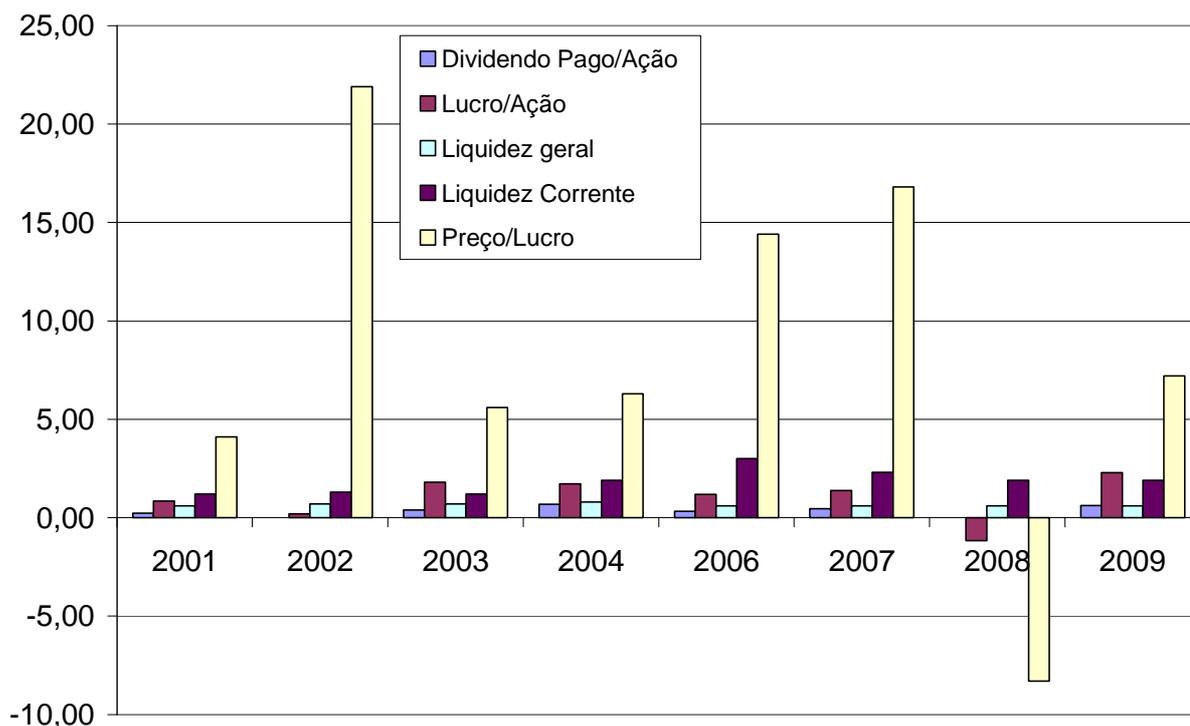


Figura 46 – Evolução dos dados contábeis-financeiros - índices

Fonte: Economatica (2010).

Nos primeiros 4 anos o lucro líquido cresceu. A produção comercializada teve uma pequena queda nos anos de 2002 e 2003, mas teve boa recuperação no ano seguinte (2004).

Após o processo de aquisição apenas o lucro líquido apresentou queda no ano de 2006, mas no ano subsequente já houve recuperação.

A liquidez geral é praticamente constante ao longo de todo o período, assim como o dividendo pago por ação.

A variável lucro líquido apresenta crescimento até o ano de 2005, a partir deste ano ocorre queda e recuperação, e apresenta a particularidade de ter sido implicada diretamente numa queda no ano de 2008, mas ainda assim é possível notar que além da queda em seu valor neste ano, no ano seguinte há crescimento para patamar inclusive superior ao ano de 2007.

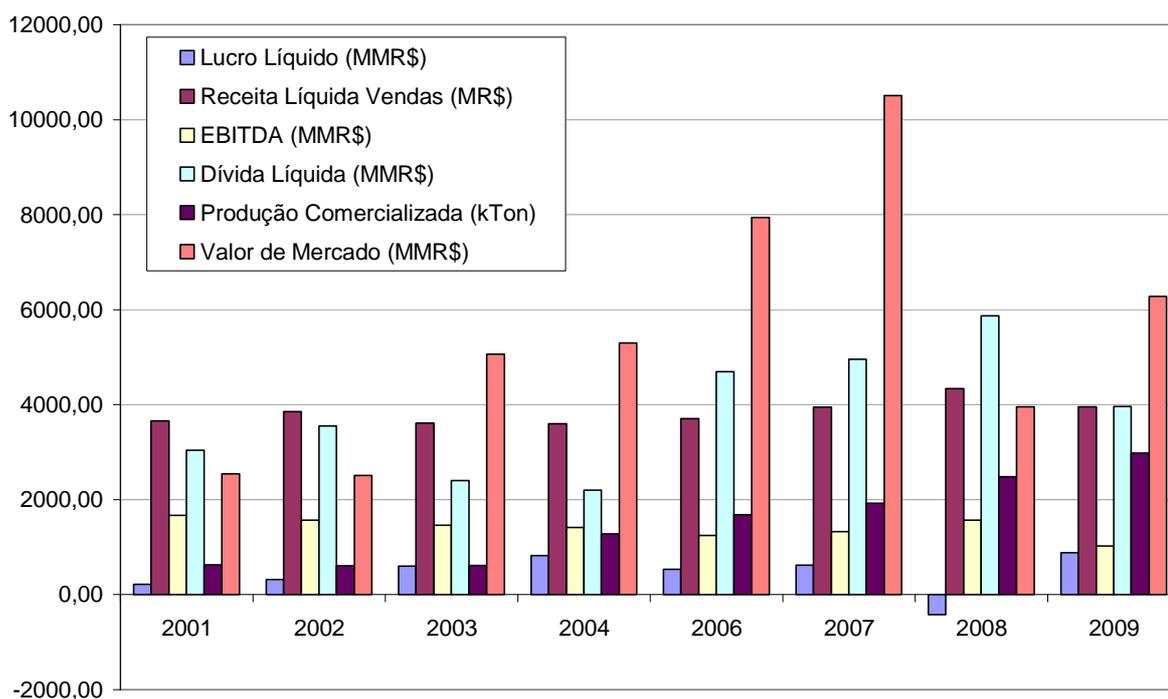


Figura 47 – Evolução dos dados contábeis-financeiros

Fonte: Economatica (2010).

A liquidez corrente apresenta crescimento entre o período pré e pós Ripasa. A liquidez corrente apresenta seu máximo no primeiro ano após a aquisição.

O lucro por ação não acompanhou diretamente o aumento do lucro devido a emissão de novos títulos, há valor crescente e decrescente.

A receita líquida apresentou flutuação em todo o período estudado, se mantendo praticamente constante, inclusive após o processo de F&A.

A dívida líquida no período pré-Ripasa tinha perfil de redução, após a aquisição houve aumento da dívida.

A Tabela 35 apresenta os resultados da estatística descritiva que considerou o período antes do evento os anos de 2001, 2002, 2003 e 2004, apesar de ter ocorrido o anúncio neste ano, e o período pós evento os anos de 2006, 2007, 2008 e 2009.

Observando a Tabela 35 é possível notar que a média do lucro líquido antes e depois do evento são praticamente a mesma, mas o desvio padrão no período após é muito maior, o que caracteriza, apesar do resultado da média, que a amplitude de resultados antes e depois é bem diferente, o que é corroborado pelo campo máximo e mínimo de valor da amostra para esta variável. O ano de 2008 influi diretamente nesta variável, pois o valor de mínimo do período foi governado por este ano.

A empresa Suzano passou pelo processo de Cisão dos ativos petroquímicos e de aquisição da Bahia Sul durante o período em estudo. Estas alterações podem ter influenciado nos resultados avaliados da empresa, nas análises de longo prazo.

Tabela 35 - Resultado estatística descritiva para as variáveis Contábeis-Financeiras - antes (D-4 anos) e depois do evento (D+4 anos) – Suzano

	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria
Lucro Líquido Antes	489,69	458,88	272,68	219,86	821,15	0,43
Lucro Líquido Depois	402,56	577,49	569,42	-422,74	878,00	-1,60
Receita Líquida Antes	3.682,85	3.640,31	118,92	3.594,94	3.855,85	1,66
Receita Líquida Depois	3.986,04	3.949,11	260,87	3.707,79	4.338,14	0,83
Ebitda Antes	1.527,87	1.513,59	114,15	1.414,74	1.669,54	0,51
Ebitda Depois	1.289,73	1.284,72	226,14	1.021,00	1.568,46	0,13
Dívida Líquida Antes	2.800,45	2.721,46	619,57	2.200,62	3.558,24	0,48
Dívida Líquida Depois	4.871,35	4.824,02	787,74	3.965,75	5.871,59	0,35
Produção Com. Antes	787,28	626,9	331,15	611,5	1.283,8	1,99
Produção Com. Depois	2.269,55	2.203,3	582,64	1.685,60	2.986,00	0,46
Preço/Lucro Antes	9,48	5,95	8,33	4,1	21,9	1,93
Preço/Lucro Depois	7,53	10,8	11,31	-8,30	16,80	-1,31
Lucro/Ação Antes	1,14	1,29	0,77	0,19	1,80	-0,59
Lucro/Ação Depois	0,92	1,28	1,47	-1,17	2,29	-1,33
Dividendo Pg/Ação Antes	0,32	0,300	0,29	0,00	0,68	0,35
Dividendo Pg/Ação Depois	0,35	0,39	0,26	0,00	0,612	-0,86
Liquidez Geral Antes	0,7	0,7	0,08	0,6	0,8	0,00
Liquidez Geral Depois	O valor é igual em todo o período					
Liquidez Corrente Antes	1,4	1,25	0,34	1,2	1,9	1,89
Liquidez Corrente Depois	2,28	2,1	0,52	1,9	3,0	1,32
Valor de Mercado Antes	3.854,05	3.804,09	1.538,17	2.506,47	5.301,55	0,02
Valor de Mercado Depois	7.170,61	7.109,76	2.760,21	3.956,15	10.506,77	0,12

Fonte: Próprio autor.

4.3.1.2 VCP

Na Tabela 36 pode-se observar os valores correspondentes as variáveis lucro líquido, receita líquida, Ebitda, dívida líquida e produção comercializada. Os valores corrigidos pelo IGP-M (PORTALIBRE, 2010) são sempre apresentados entre parênteses ao lado do dado original obtido através da consultoria Economatica (ECONOMATICA, 2010). Na Tabela 37 são apresentadas as variáveis preço/lucro, lucro/ação, dividendo pago/ ação, liquidez geral, liquidez corrente e valor de mercado.

Diferentemente da Suzano, a análise da VCP não pode utilizar 4 anos antes e 4 anos depois do processo devido a outro processo de reestruturação sofrido pela empresa. As análises da VCP se limitaram ao escopo previamente definido no presente trabalho: 3 anos antes e 3 anos depois da ocorrência da F&A.

A Figura 48 apresenta os valores das variáveis preço por lucro, lucro por ação, dividendo pago por ação, lucro por ação, liquidez geral e liquidez corrente. Os valores são apresentados em forma evolutiva e os números para os anos 2002, 2003, 2004, 2006, 2007, 2008. Atenção para a não apresentação na forma gráfica do ano de 2005.

Nos primeiros 3 anos as 2 liquidez em análise, geral e corrente, permaneceram praticamente inalteradas. A relação preço por lucro se manteve relativamente constante.

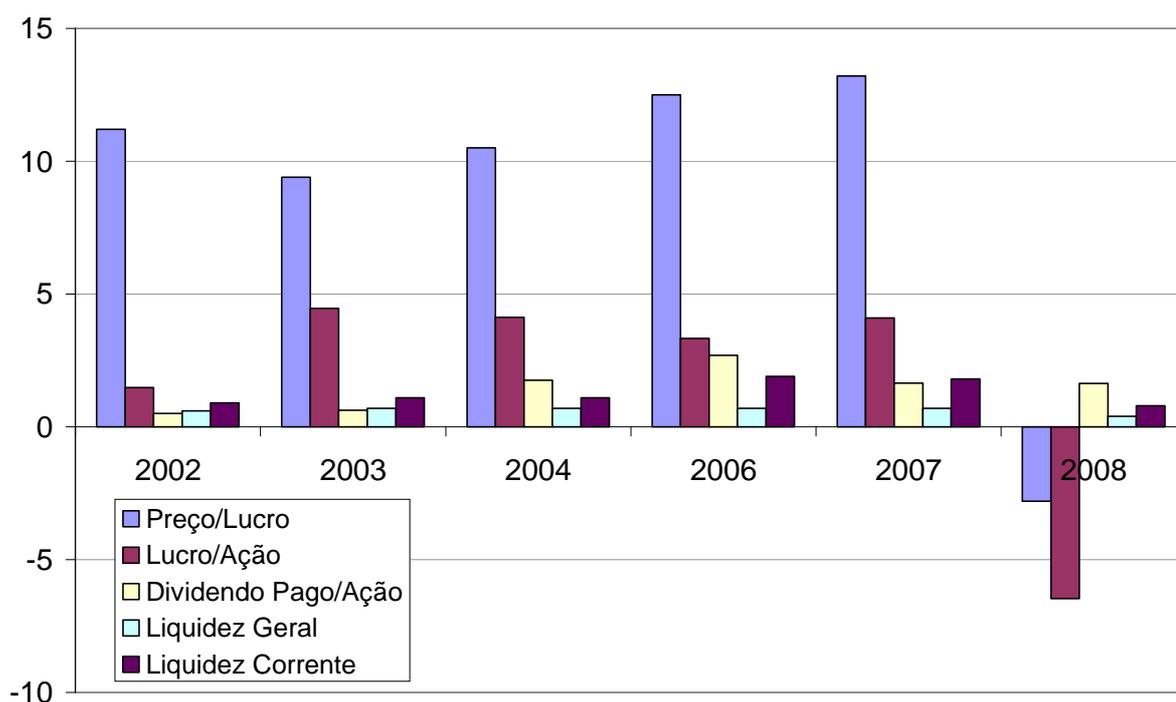


Figura 48 – Evolução dos dados contábeis-financeiros - índices

Fonte: Economatica (2010).

A variável lucro líquido praticamente não sofreu alteração ao longo de todo o período em análise. Ela apresenta no ano de 2008 valor negativo, mas isto é atribuído à crise financeira mundial ocorrida neste ano. A receita líquida com vendas apresenta leve variação. O valor de mercado é crescente em todo o período, mas em 2 patamares, antes da aquisição e depois da aquisição, com exceção ao ano de 2008 em que houve queda brusca.

O Ebitda não sofre fortes alteração no período, mantendo-se praticamente constante em todos os anos, mas apresentando queda entre os anos de 2006 e 2008. A dívida líquida não aumenta mesmo após a aquisição da Ripasa, o aumento ocorre apenas no ano de 2008.

A Tabela 38 apresenta os resultados da estatística descritiva realizada para as variáveis contábeis-financeiras da empresa VCP. Nesta análise foram excluídas as variáveis liquidez, geral e corrente, por apresentarem pequena variação no período e a variável produção comercializada por estar incompleto no período, utilizá-la sem a plenitude dos valores poderia mascarar as informações do período. Foi considerado período antes do evento os anos de 2002, 2003 e 2004, apesar de ter ocorrido o anúncio neste ano, e o período pós evento os anos de 2006, 2007, 2008.

Utilizando os dados da Tabela 38 é possível analisar a média das variáveis no período anterior à Ripasa e posterior à Ripasa.

As variáveis que chamam a atenção são o preço por lucro e o lucro por ação que caem, no período pós-Ripasa e o aumento no dividendo pago por ação.

Tabela 36 – Indicadores Contábeis-Financeiros – VCP

	Lucro Líquido (MMR\$)	Receita Líquida Venda (MR\$)s	EBITDA (MMR\$)	Dívida Líquida (MMR\$)	Produção Comercializada (kTon)
2002	282,882 (536,67)	2.061,391 (3.910,76)	907,922 (1.722,46)	3.232,052 (6.131,68)	906
2003	853,937 (1.268,01)	2.926,153 (4.345,05)	1.345,681 (1.998,21)	2.403,121 (3.568,46)	-
2004	789,677 (1.094,17)	3.402,912 (4.715,05)	1.595,962 (2.211,35)	2,277.375 (3.155,51)	-
2005	549,131 (680,14)	3.417,990 (4.233,43)	1.222,250 (1.513,84)	2,582.241 (3.198,88)	1.492,526
2006	658,000 (801,04)	3.795,216 (4,620,21)	1.493,078 (1.817,64)	2.103,599 (2.560,88)	1.611,398
2007	838,000 (986,58)	3.211,070 (3.780,35)	1.007,585 (1.186,23)	1.821,104 (2143,98)	1.597
2008	-1.312,000	2.990,918	959,609	5.051,714	1.591

Fonte: Economatica (2010).

Tabela 37 – Indicadores Contábeis-Financeiros – VCP (continuação)

	Preço/Lucro	Lucro/Ação	Dividendo Pago/Ação	Liquidez geral	Liquidez Corrente	Valor de Mercado (MMR\$)
2002	11,2	1,4829	0,5075	0,60	0,90	4.853,345 (9.207,52)
2003	9,4	4,4624	0,6282	0,70	1,10	7.798,347 (11.579,79)
2004	10,5	4,1236	1,7521	0,70	1,10	8.290,044 (11.486,62)
2005	10,1	2,8708	2,6876	0,60	2,40	5.525,428 (6.843,64)
2006	12,5	3,3309	2,6876	0,70	1,90	8.485,018 (10.329,48)
2007	13,2	4,1000	1,6460	0,70	1,80	11.063,087 (13.024,55)
2008	-2,8	-6,4635	1,6349	0,40	0,80	3.610,402

Fonte: Economatica (2010).

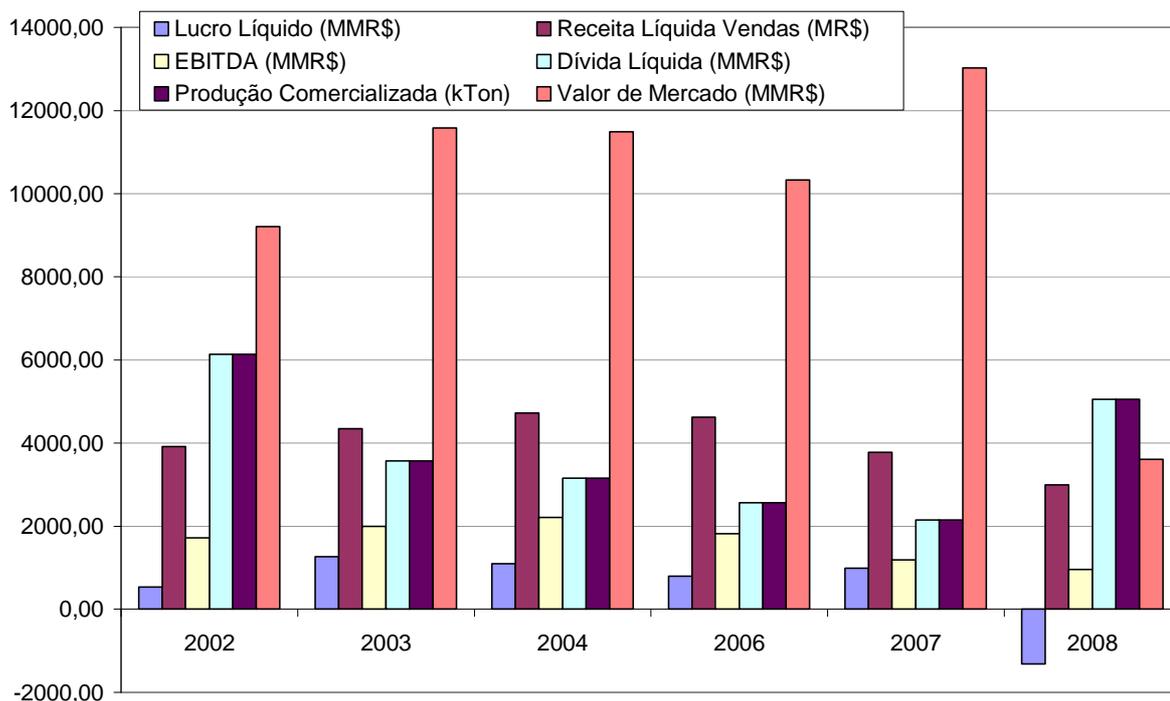


Figura 49 – Evolução dos dados contábeis-financeiros

Fonte: Economatica (2010).

Tabela 38 - Resultado estatística descritiva para as variáveis Contábeis-Financeiras - antes (D-3 anos) e depois do evento (D+3 anos) – VCP

	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria
Lucro Líquido Antes	966,28	1.094,17	382,07	536,67	1.268,01	-1,337
Lucro Líquido Depois	158,54	801,04	1.276,90	-1.312,00	986,58	-1,69
Receita Líquida Antes	4.323,62	4.345,05	402,57	3.910,76	4.715,05	-0,239
Receita Líquida Depois	3.783,84	3.780,39	834,65	2.950,92	4.620,21	0,02
Ebitda Antes	1.977,34	1.998,21	245,11	1.722,46	2.211,35	-0,38
Ebitda Depois	1.321,16	1.186,23	444,65	959,61	1.817,64	1,24
Dívida Líquida Antes	4.285,20	3.568,40	1.612,37	3.155,51	6.131,68	1,61
Dívida Líquida Depois	3.252,19	2.560,88	1.572,31	2.143,98	5.051,71	1,596
Preço/Lucro Antes	10,37	10,5	0,91	9,4	11,2	-0,65
Preço/Lucro Depois	7,63	12,5	9,04	-2,80	13,20	-1,72
Lucro/Ação Antes	3,36	4,12	1,63	1,48	4,46	-1,65
Lucro/Ação Depois	0,32	3,33	5,89	-6,46	4,10	-1,70
Dividendo Pg/Ação Antes	0,96	0,63	0,686	0,51	1,75	1,67
Dividendo Pg/Ação Depois	1,99	1,65	0,60	1,64	2,69	1,73
Valor de Mercado Antes	10.757,98	11.486,62	1.343,54	9.207,52	11.579,79	-1,72
Valor de Mercado Depois	8.988,14	10.329,48	4.848,29	3.610,40	13.024,55	-1,15

Fonte: Próprio autor.

4.3.2 Teste de Hipótese: Pareamento de Dados

Os dados coletados foram divididos em 2 grupos: antes do evento, aqui chamado de Pré-Ripasa, e depois do evento, Pós-Ripasa.

Para utilizar o teste de hipóteses com pareamento de dados criamos a hipótese zero (H_{0n}) de que a média dos parâmetros contábeis-financeiros anterior ao evento é igual a média após o evento. Queremos então negar esta hipótese, chegando à Hipótese 1.

H_{01} : A média do lucro líquido antes e depois do evento é igual a zero.

H_{02} : A média da receita líquida antes e depois do evento é igual a zero.

H_{03} : A média do Ebitda antes e depois do evento é igual a zero.

H_{04} : A média da dívida líquida antes e depois do evento é igual a zero.

H_{05} : A média da relação preço/lucro antes e depois do evento é igual a zero.

H_{06} : A média da relação lucro/ação antes e depois do evento é igual a zero.

H_{07} : A média da relação dividendo pago/ação antes e depois do evento é igual a zero.

H_{08} : A média do valor de mercado antes e depois do evento é igual a zero.

H_{09} : A média da produção comercializada antes e depois do evento é igual a zero.

H_1 : Existe alteração na média variáveis contábeis-financeiras antes e depois do evento.

O intervalo de confiança entre as duas médias adotado foi de 95%. Desta forma alfa (α) é igual a 0,05.

Para aceitar H_0 , o valor da estatística do teste Wilcoxon (W) deve ser menor que alfa (0,05) tanto para a empresa Suzano como para empresa VCP. A empresa Suzano teve seu período de análise estendido, conforme já explicado, para 4 anos antes e 4 anos após o evento, já a empresa VCP teve mantido o escopo original do período de análise, 3 anos antes e 3 anos depois.

As liquidez geral e corrente foram excluídas da análise, pois observou-se que a variação é muito pequena entre os períodos pré e pós, confirmado pelas informações de estatística descritiva presente na Tabela 35 para a empresa Suzano e na Tabela 38 para empresa VCP. A produção comercializada (H_{09}) foi excluída das variáveis da VCP por apresentar dados incompletos para análise.

4.3.2.1 Suzano

Conforme já informado a Suzano foi analisada com intervalo de 4 anos antes do evento e 4 anos após o evento nesta seção. Assim, para rejeitar a hipótese H_{0n} o resultado de Wilcoxon deve ser menor que 0,05.

A hipótese H_0 foi aceita para todos os casos, conforme observado na Tabela 39. Em todos os casos o valor da média depois é considerado igual à média antes do evento de F&A. O que não consegue caracterizar se houve geração de valor para a empresa neste período ou não, mas ao mesmo tempo a dívida líquida aumentou, movimento esperado após processo de F&A.

Foi realizada em complemento uma análise comparativa entre os períodos utilizando os dados da estatística descritiva apresentados na Tabela 38. Para identificar a geração de valor é feita comparação direta entre os parâmetros do período anterior e posterior ao evento.

O Ebitda pré possui média superior ao período pós, o mesmo ocorre com a mediana. Os valores mínimo e máximo também são superiores no período pré, e menos uniformes ao longo dos anos, pois o desvio padrão é menor antes do evento.

Analisando-se a receita líquida, diferente do visto com o Ebitda, a média e a mediana são superiores após o evento, o máximo e o mínimo encontrado também é superior após o evento.

A dívida líquida que tinha perfil decrescente antes do evento passou a ter perfil crescente. A média e a mediana aumentaram, assim como o máximo e o mínimo do período. Esta mudança no volume da dívida é esperada devido ao pagamento realizador pela aquisição da Ripasa.

Tabela 39 – Resultado hipótese não ganho com o evento – Suzano

	p-Valor Teste de Wilcoxon	
Ebitda	0,144	Aceita H_0
Lucro Líquido	0,715	Aceita H_0
Receita Líquida	0,068	Aceita H_0
Dívida Líquida	0,068	Aceita H_0
Preço/Lucro	0,715	Aceita H_0
Dividendo Pago/Ação	0,715	Aceita H_0
Lucro/Ação	0,715	Aceita H_0
Valor de Mercado	0,273	Aceita H_0

Fonte: Próprio autor.

A variável produção comercializada é diretamente ligada a quantidade de produto produzido. E o aumento da produção é em parte conseguido pela incorporação de parte da produção da Ripasa.

O valor de mercado teve aumento significativo na média entre os períodos. A média quase dobrou.

Nos outros parâmetros, confirmando o teste Wilcoxon que não mostrou rejeição à hipótese zero, a média antes e depois do evento são similares, assim não é possível afirmar que houve mudança no perfil da empresa, para crescimento ou para decrescimento. O resultado destas variáveis o ganho de valor da empresa no período, apenas não corrobora para sua ocorrência. Ou seja, neste período não houve mudança significativa nestas variáveis.

Como resultado deste teste é possível afirmar que houve mudança no perfil contábil-financeiro da empresa do período pré para o período pós-Ripasa. Entretanto, não é possível identificar se esta alteração é oriunda exclusivamente do processo de aquisição ou se outras variáveis como crescimento da economia, mudança no câmbio do dólar ou aumento de exportações possuem influência.

4.3.2.2 VCP

Conforme já explicado a empresa VCP foi analisada com período de 3 anos antes e 3 anos depois do evento.

A Tabela 40 apresenta os resultados para a VCP. Observa-se que nenhuma hipótese zero foi rejeitada. Com bases neste resultado é inconclusivo afirmar que houve mudança entre o período pré e pós aquisição da Ripasa para a empresa VCP.

Tabela 40 - Resultado Hipótese Não Ganho com o Evento – VCP

	p-Valor Teste de Wilcoxon	
Ebitda	0,285	Aceita H_0
Lucro Líquido	0,285	Aceita H_0
Receita Líquida	0,593	Aceita H_0
Dívida Líquida	0,593	Aceita H_0
Preço/Lucro	1,000	Aceita H_0
Dividendo Pg/Ação	0,285	Aceita H_0
Lucro/Ação	0,593	Aceita H_0
Valor de Mercado	1,000	Aceita H_0

Fonte: Próprio autor.

Nestes casos deve-se aumentar a amostra ou realizar a análise de ganhos por outro método estatístico. Como a 1ª proposta não é possível por motivos já explicados, a análise de ganho de valor é feita somente com base nos resultados da estatística descritiva.

Pela estatística descritiva apresentada na Tabela 38, as variáveis receita líquida, lucro líquido, Ebitda e valor de mercado tem média e máximos maiores antes do evento e dívida líquida menor após o evento. Comportamento inverso do esperado nas variáveis listadas.

A empresa VCP passou por um grande processo de reestruturação com início no 2º semestre de 2008, que unindo-se à crise financeira mundial, aparenta ter influenciado fortemente nos resultados deste ano, tanto de mercado quanto contábil-financeiro. Assim, fica inconclusivo o ganho do processo de aquisição da Ripasa.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES DE PESQUISA

5.2 Conclusões

O presente trabalho apresentou o processo de aquisição da Ripasa pelas empresas Suzano Papel e Celulose S. A. (Suzano) e Votorantim Celulose e Papel S. A. (VCP).

O objetivo principal descrever e analisar o desempenho contábil-financeiro de sociedade anônima de capital aberto, registrada em Bolsa de Valores, pré e pós-fusão & aquisição ocorrida no ano de 2005 com o intuito de avaliar se houve ganho de performance e geração de valor decorrente do processo de F&A para os acionistas das empresas envolvidas como adquirentes, por meio de variáveis de mercado e variáveis contábeis-financeiras.

As análises decorreram em curto e longo prazo, sendo realizadas com as variáveis de mercado de ações no curto e longo prazo, e com as variáveis contábeis-financeiras as análises ficaram resumidas ao longo prazo.

As análises realizadas utilizaram a análise técnica, teste de hipótese, avaliação do beta, teste de retorno ajustado ao mercado de ações e estatística descritiva.

É importante ressaltar que o segmento de papel e celulose é extremamente dinâmico no que tange a processos de reestruturação societária. Por ser um segmento em que a entrada de novos *players* e a expansão dos já presentes está limitada devido à necessidade de grande aporte de capital, assim, as entradas e expansões das empresas ocorrem principalmente por meio de associações, aquisições e incorporações. Desta forma, as análises de longo prazo, visando identificar os desdobramentos de um único evento, tornam-se um trabalho extremamente arduo, pois é fato que no período em estudo eventos subsequentes poderão ocorrer, vindo a influir nas análises do evento em estudo.

As análises foram realizadas com as duas empresas em separado e não levaram em consideração as influências oriundas de outros processos de reorganização societária ocorridas em ambas as empresas no período em estudo. Estes outros eventos foram apenas descritos na seção referente ao histórico das empresas (3.3.1 e 3.3.2), onde foi feito um levantamento minucioso dos fatos relevantes, *press release* e outros tipos de divulgação e comunicação oficial das empresas com o mercado e seus acionistas.

As seguintes conclusões podem ser extraídas do presente trabalho:

- O teste de hipótese pareado mostrou-se uma excelente forma de avaliação de uma mesma empresa em dois períodos diferentes, de forma a comparar alterações ou não oriundas de um marco ocorrido na empresa, pois permitiu a realização das análises.
- Em complemento ao teste de hipótese, a estatística descritiva acrescentou as avaliações, de forma a se obter o indicativo de ganho ou perda com o processo de aquisição.
- Na análise do comportamento das ações, no curto prazo, é possível perceber ganhos. Há claramente ganhos relacionados a oportunidades de mercado, por antecipações oriundas de *insiders*. Mas também é possível identificar a valorização da ação a *posteriori* do processo de F&A.
- Na análise do comportamento das ações, no longo prazo, os ganhos do acionista por meio da valorização do preço da ação são de difícil avaliação em virtude de ocorrências na economia mundial em 2008. As variáveis número de

negócios, volume negociado e quantidade de ações tiveram papel importante na avaliação do ganho do acionista.

- Ao concluir, é possível constatar que as empresas Suzano Papel e Celulose e Votorantim Celulose e Papel tiveram alterações substanciais nas variáveis estudadas depois do processo de F&A, em conjunto, da Ripasa. Constatou-se a valorização no preço da ação negociada, aumento no número de negócios, na quantidade de ações negociadas por pregão, no volume movimentado diariamente, e no *spread* da ação.
- O beta, indicador de risco, no período pós F&A, em ambas as empresas, aproximou-se de 1, aumentando o risco não diversificável das empresas. No período anterior ao processo de F&A era mais distante de 1.
- Os parâmetros contábeis-financeiros apresentaram resultados inconclusivos, provavelmente pela pequena quantidade de dados analisada e pela forte influência de fatores externos ocorridos no período.
- Constatou-se também que após aquisição de parte da Ripasa pela Suzano houve aumento na produção comercializada, aumento no endividamento líquido e na receita líquida.
- Para a VCP não pode ser constatada mudança na produção comercializada, e ocorreu pequena redução na dívida líquida. O lucro líquido esboçou aumento após o evento, que foi interrompido no ano de 2008.

5.3 Recomendações de Pesquisa

Por sua natureza complexa o tema fusões e aquisições a princípio já enseja a possibilidade de que diversos estudos sejam desenvolvidos.

No transcurso desta análise percebeu-se a possibilidade e a necessidade de novos estudos, que viriam a complementar o aqui descrito e analisado. Assim, descortina-se como proposta de trabalhos futuros, tendo como base o assunto e o conteúdo apresentado no presente trabalho os seguintes assuntos:

- Aplicar a metodologia de curto prazo utilizada neste estudo em outros processos de F&A, cisão ou parcerias que envolveram as empresas estudadas.
- Aplicar a metodologia utilizada neste estudo em outros processos de F&A, cisão ou parcerias de outras empresas do setor de papel e celulose, de forma a se identificar e traçar o perfil de comportamento do mercado em relação a processos de reestruturação societária
- Estudar os ganhos dos acionistas das empresas que foram adquiridas.
- Identificar e estudar empresas que tenham passado pelo processo de fusão & aquisição única em período considerado longo para que possa ser analisado os desdobramentos com relação a um único evento, sem interferência de eventos similares.

6 REFERÊNCIAS

ADOVEZE, C. L. **Introdução à administração financeira**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.

ALBUQUERQUE, V. **Teste de hipóteses com duas amostras**. Disponível em: <http://www.pucrs.br/famat/valter/adm2/Material3_Testes_Hipotese_duas_amostras.doc>. Acesso em: 2 de Dezembro de 2010.

ALMEIDA, R. J.; BUENO, A. F.; BRAGA, R. F. R. Teste sobre a eficiência informacional do mercado brasileiro em relação ao anúncio ou divulgação de fusões/aquisições no período entre maio de 1995 e janeiro de 1998. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 4., 1999, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 1999.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S., **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

ASSAF NETO, A., **Mercado financeiro**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 1999.

ASSAF NETO, A., **Mercado financeiro**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, A., **Mercado financeiro**. 10. ed., São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BARROS, B. T. **Fusões e aquisições no Brasil**. Entendendo as razões dos sucessos e dos fracassos. São Paulo: Atlas, 2003.

BARROS, B. T. **Fusões, aquisições & parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001.

BM&FBOVESPA. **Publicação Bovespa sobre Ibovespa**. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em 21 de Novembro de 2010a.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em 02 de Dezembro de 2010b.

BNDES. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em 03 de Novembro de 2010.
BNDES. **O setor de papel e celulose no Brasil e no mundo**. 1996. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/relato/rel52b.pdf>. Acesso em: 09 de janeiro de 2011.

BERNARDO, J. R. F., CAMPOS FILHO, L. A. N. Produção científica em fusões e aquisições e indicadores de desempenho para avaliação das aquisições: uma revisão da literatura. In: ENCONTRO DE ESTUDOS EM ESTRATÉGIA, 3., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2007.

BERTOLO. Disponível em: <www.bertolo.pro.br>. Acesso em 15 de Novembro de 2010.

BOM FUNDAMENTO. Disponível em: <<http://ini.bomfundamento.com.br>> Acesso em: 29 de Novembro de 2010.

BRACELPA. **Estatística Bracelba: relatório anual 2008/2009**. Disponível em: <<http://www.bracelpa.org.br/bra/estatisticas/pdf/anual/rel2008.pdf>>. Acesso em: 09 de janeiro de 2011a.

BRACELPA. **Dados do setor: dezembro de 2010**. Disponível em: <<http://www.bracelpa.org.br/bra/estatisticas/pdf/booklet/booklet.pdf>>. Acesso em: 09 de janeiro de 2011b.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 1976.

BRASIL. Lei n. 8.884, de 11 de junho de 1994. Dispõe sobre a defesa da concorrência. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 1994.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e Acrescenta dispositivos nas leis 6.404 e 6.385. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 2001.

BROWN S. J.; WARNER J. B. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, v.8, n.3, 1980. In: CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 12, n. 2, pp. 99-115, 2005.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 3. ed., Portugal: McGraw-Hill de Portugal, 2002.

BRIGHAN E. F.; GAPENSKI, L. C. E.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira – Teoria e Prática**. 10 ed., São Paulo: Atlas, 2006.

BRIGHAN E. F.; GAPENSKI, L. C. E.; EHRHARDT, M. C. Administração Financeira – Teoria e Prática. São Paulo: Atlas, 2001. In: BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMA, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação emírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista Administração**, v. 40, n. 4, p. 353-360, 2005.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D., FAMA, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação emírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista Administração**, v. 40, n. 4, p. 353-360, 2005.

CADE, **Conselho administrativo de defesa econômica**. Disponível em <<http://www.cade.gov.br>>. Acesso em: 30 de jan. de 2004.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Ambev: fusão Antártica/ Brahma, uma necessidade estratégica e seus impactos. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 25., 2001, Campinas. **Anais...** Campinas: ANPAD, 2001. 1 CD-ROM.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v.10, n. 2, p.17-38, abril/junho 2003.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005a.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Da fusão Antártica/Brahma à fusão com a Interbrew: uma análise da trajetória econômico-financeira e estratégica da AmBev. **Revista Gestão USP**, v. 12, n. 3, p. 47-63, 2005b.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise Empírica da Reação do Mercado de Capitais Brasileiro aos Anúncios de Fusões e Aquisições Ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista Administração**. v. 42, n.4 p. 468-481, 2007.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais**. Revista de Administração de Empresas, v. 49, n. 2, 2009.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V.; ROMERO, J. A. R. Retorno anormal e eficiência de mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições. In: ENCONTRO DE

ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 28., 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ENEGEP, 2008. 1 CD-ROM.

CAMARGOS, M. A.; COUTINHO, B., F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

CAMARGOS, M. A.; COUTINHO, E. S. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. **Revista de Administração Contemporânea**, v.2, n.2, p. 273-295, 2008.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R.; BARBOSA, F. V. Análise empírica de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **Revista de Gestão da USP**, São Paulo, v. 15, n.4, p. 55-70. 2008.

CAVALCANTI, F.; MUSUMI, J. Y. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2002.
DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas – teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DONEGA, D.; OLIVEIRA, R. S.; BUZINARO, T. M.; PAULO, E. O ensino de fusões e aquisições nos cursos de ciências contábeis: um estudo sobre a percepção sobre formação dos Profissionais nas faculdades com conceitos a e b do município de São Paulo. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 3., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2006. 1 CD-ROM

DORES, A. M. B.; CHAGAS, F. B.; MATTOS, R. L. G.; GONÇALVES, R. M. **Panorama setorial: setor florestal, calulose e papel**. 1997. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/liv_perspectivas/04.pdf>. Acesso em: 09 de janeiro de 2011.

DREHER ASSOCIADOS. Disponível em: <<http://www.dreher.ecn.br/reorganicao%20societaria.htm>>. Acesso em: 26 de setembro de 2008.

ECONOMATICA. Disponível em: <www.economatica.com.br>. Acesso em 20 de Outubro de 2010.

FABRETTI, L. C. **Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios**: tratamento jurídico, tributário, contábil. São Paulo: Atlas, 2005.
FARIA, R. G., **Mercado financeiro**: instrumento e operações. 1. ed., São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2003.

FERREIRA, J. A. S. **Finanças corporativas**. São Paulo: Pearson, 2005.

FIBRIA. Disponível em: <<http://www.fibria.com.br/web/pt/institucional/historico.htm>>. Acesso em: 08 de janeiro de 2011.

FIRTH, M. Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. The quarterly review of economics and finance, Champaign: University of Illinois, v. 94, n. 2, p. 235-260, Mar. 1980. In: CAMARGOS, M. A., BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v.10, n. 2, p.17-38, 2003.

FORTUNA, E., **Mercado financeiro produtos e serviços**. 14. ed. Rio de Janeiro, editora Qualitymark, 2001.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Pearson Education, 1997.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Education, 2004.

GOMES, C.; AIDAR, O.; VIDEIRA, R. Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. **Revista Economia**, v. 7, n. 4, p. 143-163, Brasília, 2006.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica**. São Paulo: Pioneira, 2002.

INTELECT. < http://www.igf.com.br/aprende/glossario/glo_Resp.aspx?id=1136>. Acesso em: 11 de janeiro de 2011.

INVESTSHOP. Disponível em: <www.investshop.com.br>. Acesso em 29 de Dezembro de 2010.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

KPMG. **Pesquisa de fusões e aquisições: transações realizadas no Brasil, 2009 – 4º trimestre**. São Paulo, jan. 2010. Disponível em: <<http://www.kpmg.com.br>>. Acesso em: 07 de Dezembro 2010.

LEITE, H. P., SANVICENTE, A. Z. **Índice Bovespa: Um Padrão para os investimentos brasileiros.** São Paulo: Atlas, 1995.

LEMES JUNIOR., A. B., RIGO, C. M., CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras.** Rio de Janeiro, 2002.

LEMES JÚNIOR, A. B., RIGO, C. M., CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas trabalhistas.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

MACEDO, A., MATTOS, R. **A trajetória de crescimento dos principais produtores brasileiros de papel e celulose – 1970/94.** 1996. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/BNDES_Setorial/199603_1.html>. Acesso em : 09 de janeiro de 2011.

MACEDO, M. A. S., SOUZA, A. C., SOUZA, A. C. C., CIPOLA, F. C. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresa socialmente responsáveis. **Pensar Contábil**, v. 11 n. 43, p. 15-23, 2009.

MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 1985.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATIAS, A. B.; PASIN, R. M., A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 36, n. 1, p. 5-13, 2001.

MONTEIRO, M. I. T.; PEREIRA NETO, V. L. **Reorganização societária, dissolução e liquidação no novo código civil.** Disponível em: <<http://www.fiscosoft.com.br/base/>>. Acesso em: 26 de setembro de 2008.

ORSI, A. Aquisição de empresas para incorporação de conhecimento: dimensões de análise e indicadores de resultados. In: ENCONTRO DE ESTUDOS EM ESTRATÉGIA, 2., 2005, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005. Disponível em:<<http://www.cedroepc.com.br/publicacoes/03.pdf>>. Acesso em: 23 de janeiro de 2011.

PASIN, R. M.; MATIAS, A. B.; SANTOS, A. G. M.; MINADEO, R. Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. In:

ENCONTRO DA ANPAD, 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD. Disponível em: <http://www.cepefin.com.br/publicados_pdf/fusoes_e_aquisicoes_na_industria_de_alimentos_do_brasil_enanpad_2002.pdf>. Acesso em: 23 de janeiro de 2011.

PINHEIRO, J. L., **Mercado de capitais**. 1. ed., São Paulo: Atlas, 2001.

PINTO JR, H. Q., IOOTY, M. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. **Revista Economia Política**, v. 25, n. 4 (100), pp. 439-453, 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572005000400008&script=sci_arttext>. Acesso em: 19 de janeiro de 2011.

PORTALIBRE. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br>>. Acesso em 02 de Novembro de 2010. RAINFOREST. Disponível em <<http://www.rainforest-alliance.org/forestry/documents/suzanobahiasulmpubsum04por.pdf>>. Acesso em: 21 de Novembro de 2010.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

RUDGE, L. F., CAVALCANTE, F., **Mercado de capitais**. Belo Horizonte: editora Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1993.

SOARES, F. M. **Fusões e aquisições: modelando o processo de análise**. Dissertação, PUC-Rio, engenharia industrial, 2005. Disponível em: <http://www2.dbd.puc-rio.br/pergamum/biblioteca/php/mostrateses.php?open=1&arqtese=0312512_05_Indice.html> Acesso em: 23 de janeiro de 2011.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo de retorno anormal. In: Encontro da associação nacional de pós-Graduação e pesquisa em administração, 26, 2002, Salvador, Anais... Salvador, Ba: Anpad, 2002. In: CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-plano real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista Administração**. v. 41, n.1 p. 43-58, 2006.

SUZANO. 2010. Disponível em: <www.suzano.com.br>. Aceso em: 10 de setembro de 2010. TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. **Revista de Administração**, v. 31, n. 1, p. 14-31, 1996.

VAN HORNE, J. C. **Financial management policy**. 12. ed., New Jersey: Prentice Hall, 2001.

VASCONCELOS, Y. L. EBITDA – Redescoberta do potencial informativo dos indicadores absolutos. **Revista do Conselho Regional do Rio Grande do Sul**, n. 102. 2001.

VOTORANTIM. 2010. Disponível em: <www.vcp.com.br>. Acesso em: 10 de setembro de 2010.

VEIGA, J. A. S. **Recursos externos no mercado bursátil brasileiro: A legislação específica e as relações com o mercado**. Dissertação, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro, 1996.

VEIGA, J. L. B. C.; VEIGA, J. A. S.; VEIGA, A. L. B. C. Comportamento das ações das companhias siderúrgicas desestatizadas período: 2000 a 2002. In: ENCONTRO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 28., 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ENEGEP, 2008. 1 CD-ROM.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 12 ed., São Paulo: Atlas, 2010.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. Fundamentos da administração financeira. 10 ed., São Paulo: Makron Books, 2000. In: CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

WILHELM, P. P. H. **Mercado de capitais**. Departamento de Economia FURB. Disponível em: <[HTTP://ini.bomfundamento.com.br](http://ini.bomfundamento.com.br)>. Acesso em: 29 de Novembro de 2010.