

---

# Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento

---

Maurício Réa Patrocínio  
Eduardo Kazuo Kayo  
Herbert Kimura

## RESUMO

Recentes pesquisas sugerem que uma das principais motivações para a realização de operações de fusões e aquisições seja a tentativa das empresas adquirentes em incorporar ativos intangíveis de propriedade das empresas-alvo. Isso porque tais ativos proporcionam importantes fontes de vantagem competitiva sustentável e oportunidades de crescimento. Este artigo analisa a relação entre a intangibilidade e a criação de valor nos eventos de aquisição de empresas brasileiras. O método aplicado neste artigo é o estudo de eventos, com o qual se verifica a influência do anúncio de aquisições sobre os retornos anormais acumulados das empresas adquirentes. Essa análise é feita em duas subamostras. Uma delas é composta por eventos envolvendo empresas intangível-intensivas e a outra por tangível-intensivas. Os resultados da análise de variância mostram significativas diferenças dos retornos entre essas duas amostras, sempre indicando retornos positivos para as empresas intangível-intensivas e negativos para as tangível-intensivas.

**Palavras-chave:** aquisição de empresas, ativos intangíveis, estudo de eventos, criação de valor.

## 1. INTRODUÇÃO

A literatura contemporânea sugere vários motivos que levam as empresas a defrontarem-se com uma decisão de investimento. Um dos principais é a perspectiva de crescimento dos negócios. Considerando que uma empresa decida expandir-se ou diversificar-se, existem dois caminhos possíveis: o crescimento interno ou as fusões e aquisições (F&A). Segundo Singh e Montgomery (1987), o processo de crescimento interno depende mais tempo e pode ser mais custoso do que a compra de um negócio já estabelecido. Evidentemente, várias outras vantagens podem ser atribuídas ao crescimento por meio de fusões e aquisições. Independentemente da forma escolhida, os objetivos desse processo de crescimento devem estar relacionados à geração de valor para os acionistas por meio do aumento da competitividade da empresa.

Recebido em 13/julho/2005  
Aprovado em 02/agosto/2006

---

Maurício Réa Patrocínio é Mestre em Administração de Empresas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (CEP 01302-907 — São Paulo/SP, Brasil).  
E-mail: mauricio.rea@uol.com.br

Eduardo Kazuo Kayo, Doutor e Mestre em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, é Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie (CEP 01302-907 — São Paulo/SP, Brasil).  
E-mail: eduardo.kayo@mackenzie.br  
Endereço:  
Universidade Presbiteriana Mackenzie  
Rua da Consolação, 896  
Consolação  
01302-907 — São Paulo — SP

Herbert Kimura, Doutor em Administração de Empresas pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP), Mestre em Estatística pelo Instituto de Matemática e Estatística da USP, Engenheiro de Eletrônica pelo ITA, é Professor da Universidade Presbiteriana Mackenzie (CEP 01302-907 — São Paulo/SP, Brasil).  
E-mail: herbertk@terra.com.br

Quando se fala em aumento da competitividade, é muito comum falar-se também dos ativos intangíveis. Afinal, esses ativos proporcionam a seus proprietários fontes importantes de diferenciação e, portanto, de vantagem competitiva sustentável. Devido a isso, há indicações de que a incorporação de intangíveis seja, atualmente, uma das principais motivações para a realização de operações de fusões e aquisições. Diante de considerações como essa, parece relevante tentar responder ao seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre a intangibilidade e a criação de valor para a empresa adquirente em um evento de fusão e aquisição?

O objetivo geral é analisar se empresas com diferentes níveis de intangibilidade apresentam diferentes padrões de criação de valor. Para perseguir esse objetivo, foi desenvolvido um estudo de eventos que procura verificar a influência da divulgação de notícias de fusões e aquisições sobre os retornos anormais acumulados de duas subamostras: uma composta por empresas intangível-intensivas e outra, por empresas tangível-intensivas. O estudo de eventos é complementado por uma análise de variância para testar a hipótese de que esses retornos acumulados são significativamente diferentes. Os resultados sugerem, ao contrário de outras pesquisas empíricas, que as operações de fusão e aquisição podem constituir importantes instrumentos de captura de ativos intangíveis.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Ativos intangíveis

#### 2.1.1. Definição e valoração dos ativos intangíveis

Lev (2001) define ativo intangível como um direito a benefícios futuros que não possui corpo físico ou financeiro (ações ou títulos de dívida). Essa definição guarda uma importante característica econômica dos ativos intangíveis: a capacidade de geração de riqueza no futuro que, em última análise, pode ser avaliada pelo fluxo de caixa descontado. Com efeito, uma das possíveis formas de atribuir valor econômico aos ativos intangíveis é por meio do conceito de MVA (*Market Value Added* ou Valor de Mercado Adicionado) proposto por Stewart III (1999). O MVA é, por sua vez, o resultado da soma dos valores presentes de todos os EVA<sup>®</sup>'s (*Economic Value Added* ou Valor Econômico Adicionado) projetados para o futuro. A diferença entre o valor gerado pelo fluxo de caixa descontado e o valor gerado pelo MVA é o capital tangível. Por esse ponto de vista, o MVA pode ser interpretado como o valor dos ativos intangíveis, pois nele não são incluídos os valores relativos ao ativo permanente e capital de giro (que formam o capital tangível). É sempre importante lembrar que a sigla EVA<sup>®</sup> é marca registrada de uma firma de consultoria, mas os conceitos que a fundamentam remontam ao antigo conceito de lucro residual (*Residual Income*), cuja aplicação inicial é atribuída à General Electric na década de 1950 (RAPPAPORT, 1998).

Uma vez que o MVA pode ser utilizado para valorar os ativos intangíveis, é possível admitir, então, que uma medida como o índice Valor de Mercado / Valor Contábil (*Market-to-Book ratio*) possa medir o nível de intangibilidade de uma empresa. Em teoria, quanto maior esse índice, maior seria a utilização de ativos intangíveis por uma empresa. Stewart (2001, p.278) e Lev (2001, p.4) usam o termo **intangível-intensivas** para definir as empresas que se utilizam intensamente desse tipo de ativo e, por isso, apresentam um valor de mercado superior a seu valor contábil. Neste artigo também é utilizado esse termo, além de outro para definir as empresas que não possuem um alto nível de intangibilidade, chamadas aqui de tangível-intensivas.

Analisando historicamente o desempenho do índice Valor de Mercado / Valor Contábil das 500 maiores empresas norte-americanas, é possível ter uma idéia da importância que os ativos intangíveis têm representado para o mercado de capitais nos últimos anos. Lev (2001) chama a atenção para a década de 1980, quando se inicia um distanciamento entre o valor contábil e o valor de mercado. Naquela época, o índice de valor de mercado / valor contábil equivalia a 1. No ano de 2001, esse índice chegou a 6, ou seja, o valor de mercado equivalia a seis vezes o valor contábil.

A apresentação de uma taxonomia (ou classificação) dos intangíveis pode ser útil para entender o que são esses ativos. Diversas taxonomias estão disponíveis na literatura, entre elas as de Sveiby (1997), Stewart (2001), Lev (2001), Reilly e Schweih (1998), Barbosa e Gomes (2002), Kayo e Famá (2004), entre outros. Esses últimos apresentam quatro famílias de intangíveis, a saber: os ativos humanos, os ativos de inovação, os ativos estruturais e os ativos de relacionamento com públicos estratégicos. Dos ativos humanos podem fazer parte o conhecimento, o talento, a capacidade, a habilidade e a experiência dos empregados, a administração superior, o treinamento e o desenvolvimento, entre outros. Os ativos de inovação podem ser formados pela pesquisa e desenvolvimento, pelas patentes, pelas fórmulas secretas, pelo *know-how* tecnológico, entre outros. Os ativos estruturais podem ser formados por *software* proprietários, por bancos de dados, por sistemas de informação, por sistemas administrativos, entre outros. Por fim, os ativos de relacionamento com públicos estratégicos podem ser formados por ativos como as marcas, os direitos autorais (de obras literárias, de *software*, etc.), os contratos de licenciamento, os contratos de franquias, os direitos de exploração mineral, entre outros. Como se percebe, a lista de ativos pode ser interminável.

#### 2.1.2. Incorporação de intangíveis e vantagens competitivas

Segundo Lindenberg e Ross (1981), o valor que o mercado de capitais atribui às empresas embute, além do capital investido, os fatores intangíveis a partir dos quais a firma gera sua renda. Ainda segundo esses autores, os ativos podem ser

divididos em três categorias. A primeira compreende os ativos vendidos no mercado e conhecidos tradicionalmente como **estoques de capital da firma** (LINDENBERG e ROSS, 1981, p.4). Entram nessa categoria, por exemplo, máquinas, equipamentos, estoques, etc. A segunda categoria é composta por fatores especiais de produção que possibilitam a redução dos custos da firma (exemplo: o acesso a um rio com águas tão frias que possibilitem um resfriamento mais eficiente das máquinas de uma fábrica). Por fim, a terceira categoria é formada por fatores especiais de produção que a empresa possui e que funcionam como barreiras à entrada de competidores, gerando a chamada renda monopolista. Como bem lembra Arikan (2002), os ativos intangíveis podem ser classificados nessa terceira categoria.

Segundo Arikan (2002), dentre todos os ativos, os intangíveis constituem as maiores fontes de vantagem competitiva sustentável, já que são mais difíceis de acumular e levam mais tempo para isso. Assim, continua Arikan, as atividades de fusões e aquisições servem como um importante mecanismo de acumulação de ativos intangíveis para as empresas adquirentes. Essa opinião é compartilhada por Gupta e Roos (2001), segundo os quais os recursos intangíveis são, cada vez mais, a principal motivação por trás das fusões e aquisições. Assim, essas operações constituem mecanismos para conseguir ou trocar competências quando não é possível desenvolvê-las eficientemente de forma interna (ANAND e DELIOS, 2002).

Segundo Chatterjee (1986), para que uma estratégia de fusão crie valor, uma competência distinta (por exemplo, um recurso escasso que tenha múltiplos usos), deve ser identificada no ambiente. Sob essa perspectiva, a quantidade de valor econômico resultante da fusão depende: da quantidade de recursos obtidos pela empresa em relação à quantidade total presente na economia e da disponibilidade de oportunidades para utilizar esses recursos. Quanto mais recursos escassos puderem ser utilizados, *ceteris paribus*, maior a expectativa de valor que pode ser criada.

Um dos exemplos mais marcantes da importância da aquisição dos ativos intangíveis pôde ser avaliado quando a Philip Morris incorporou a Kraft (indústria de alimentos) por US\$ 10 bilhões ou quando, no Brasil, a Unilever adquiriu a Kibon por US\$ 930 milhões. No primeiro caso, a Kraft tinha patrimônio contabilizado de pouco mais de US\$ 1 bilhão, enquanto, no segundo caso, a Kibon tinha um patrimônio de pouco mais de US\$ 300 milhões. A diferença entre os valores contábeis e os valores de aquisição pode ser atribuída aos ativos intangíveis (como as marcas, posição no mercado, capital intelectual, etc.) que foram adquiridos juntamente com os bens físicos.

## 2.2. Fusões e aquisições

### 2.2.1. As ondas de fusões e aquisições

Segundo Weston, Siu e Johnson (2001), a maior parte dos movimentos (ou ondas) de fusões e aquisições implementada

nos Estados Unidos ocorreu quando a economia americana experimentava altas taxas de crescimento. Nesse contexto, as empresas envolvidas procuravam por novas oportunidades de investimento, otimização dos processos produtivos, inovações tecnológicas e eficiência na alocação de recursos.

A primeira onda, compreendendo o período de 1895 a 1904, consistiu de movimentos de fusão e aquisição tipicamente horizontais que tiveram como resultado prático uma alta concentração em diversos segmentos econômicos além de profundas mudanças de cunho tecnológico, como o advento da eletricidade e a construção da estrada de ferro transcontinental, que possibilitou a transformação de empresas regionais em empresas nacionais (WESTON, SIU e JOHNSON, 2001).

A segunda onda inicia-se em 1922 e termina com a crise econômica de 1929. Nesse período, os processos de fusões e aquisições eram enfatizados pelo incremento de inovações nas indústrias de transportes (veículos motorizados), comunicação (rádios domésticos) e *marketing* de massa (MARKHAM e STOCKING *apud* WESTON, SIU e JOHNSON, 2001). Contudo, a motivação para as fusões e aquisições continuava a ser a ampliação da atuação no mercado aliada à possibilidade de incremento na carteira de produtos por meio de uniões verticais.

Na década de 1960, ocorre a terceira onda de fusões e aquisições. As operações horizontais do início do século e verticais da década de 1920 dão lugar a fusões e aquisições de conglomerado (WESTON, SIU e JOHNSON, 2001). Nessa época, o congresso americano edita uma nova lei e altera as regras para as fusões horizontais e verticais, o que faz declinar substancialmente tais transações, a despeito do grande crescimento econômico. Em contrapartida, porém, surgem as fusões de conglomerados. Essas operações ocorrem entre empresas que adotam a estratégia de diversificação. Weston e Mansinghka (*apud* WESTON, SIU e JOHNSON, 2001) sugerem que as motivações para a ocorrência dessas transações foram uma defesa para evitar:

- instabilidade de vendas e lucros;
- desenvolvimento de crescimento adverso;
- alterações competitivas adversas;
- obsolescência tecnológica;
- crescimento de incertezas associadas à indústria.

Outra particularidade das operações de fusões e aquisições na década de 1960 é a participação de empresas de pequeno ou médio porte como adquirentes, as quais operavam nos mesmos nichos de mercado ou na periferia de setores industriais maiores (SALTER e WEINHOLD *apud* WESTON, SIU e JOHNSON, 2001, p.189). Nessa onda, as principais motivações eram a diversificação de negócios, a garantia de atualização tecnológica e a minimização do risco nos mercados em que atuavam as empresas adquirentes.

A quarta onda ocorre na década de 1980 e tem como principal motivação o aumento do interesse por empresas de capital

aberto. Weston, Siu e Johnson (2001) descrevem a existência de uma confluência de forças: crescimento econômico, incluindo o mercado de capitais e aumento da competição internacional. Para eles, essa é a década dos grandes negócios. As dez maiores transações excedem US\$ 6 bilhões cada uma. Outra particularidade dessa época está relacionada à formação de grupos de investidores de risco para financiamento de aquisições agressivas ou para a decomposição das empresas compradas para venda de suas partes. De acordo com esses autores, nesse período também ocorre grande movimento de aquisição por meio de compras alavancadas (*leveraged buyouts*) com o uso substancial de dívidas.

Para Weston, Siu e Johnson (2001, p.194), a última onda compreende a década de 1990. A recuperação econômica no início dessa década trouxe um novo movimento de aquisições. Nesse período, as principais motivações foram: mudanças tecnológicas (comunicação por fibra ótica e microondas e aumento significativo do uso da Internet), crescimento da competição global, desregulamentação de diversos mercados, mudanças macro e microeconômicas (distribuição de dividendos, menores impostos), novos meios de pagamento (troca de ativos), movimentos de recompra de ações (na esperança de futuro mais promissor) e uso de opções de ação como estratégia para atrair e manter executivos.

Gaughan (2002) afirma que essa nova onda de fusões e aquisições é motivada muito mais por questões estratégicas do que por rápidos ganhos financeiros. Além disso, ao contrário da onda anterior, a maioria das aquisições é realizada com o uso de capital próprio.

### 2.2.2. Criação (ou destruição) de valor nas aquisições

Os principais motivos que levam as empresas a adotar uma estratégia de fusões e aquisições encontram fundamentação na teoria da firma. Para Coase (1937), o surgimento das firmas em uma economia regulada por mecanismos de preço está relacionado a conceitos de maximização da alocação de recursos diretamente pelo empresário de forma menos onerosa do que no mercado. Essa diferença ocorre devido aos custos de transação e à existência de conceitos de divisão, especialização e aumento da complexidade do trabalho. Partindo dessas premissas, o tamanho das empresas seria limitado não só pelo custo de transação como também pelos custos administrativos e pela capacidade de gerenciar a empresa, restringindo a concentração de toda a produção a uma única empresa. A expansão da empresa ocorreria até o ponto em que o custo marginal de executar uma atividade extra internamente à empresa fosse igual a seu preço de mercado. Esse fato explica a ocorrência de transações comerciais entre empresas. Torna-se mais barato adquirir um produto ou serviço no mercado do que investir para produzi-lo. Reforçando essas idéias, Alchian e Demsetz (1972) chamam a atenção para a vantagem competitiva de organizar os recursos de uma empresa com o objetivo de minimizar os custos administrativos.

As evidências empíricas, entretanto, parecem não confirmar a criação de valor proporcionada pelas fusões e aquisições, especialmente no que diz respeito aos ganhos das empresas adquirentes. As evidências mostradas no quadro a seguir corroboram a idéia de que as fusões e aquisições não criam valor para as adquirentes. Essas informações, apresentadas por Weston, Siu e Johnson (2001), mostram que as fusões e aquisições criam valor somente para as empresas-alvo. Para elas, o anúncio de uma fusão leva a retornos anormais de 20% a 25% e de 30% a 40% quando o anúncio é de uma aquisição. Por outro lado, o retorno para as empresas adquirentes diante de um anúncio de fusão é positivo, mas muito pequeno, em torno de 1% a 2%, e negativo em 1% a 2% quando o anúncio é o de uma aquisição.

### Padrão de Retornos nas Operações de Fusões e Aquisições nos Anos 1980

| Empresas                  | Retorno em Fusões | Retorno em Aquisições |
|---------------------------|-------------------|-----------------------|
| Alvos (compradas)         | Positivo: 20%-25% | Positivo: 30%-40%     |
| Adquirentes (compradoras) | Positivo: 1%-2%   | Negativo: 1%-2%       |

Fonte: Weston, Siu e Johnson (2001, p.200).

De acordo com Asquith, Bruner e Mullins (1983), diversos estudos têm consistentemente documentado que empresas adquirentes pagam um alto prêmio por empresas-alvo, fazendo com que os retornos das primeiras sejam pequenos (embora positivos) ou até mesmo negativos. Em função disso, isto é, se a adquirente não apresenta ganho, a motivação para engajar-se em fusões e aquisições não é clara.

Ratificando essa posição, Lubatkin (1983) levanta algumas questões importantes. Em primeiro lugar, as fusões (e aquisições) proporcionam benefícios reais para a empresa adquirente? Se não proporcionam, como sugerem vários estudos empíricos, por que as empresas continuam a promover fusões e aquisições? Em segundo lugar, se fusões e aquisições proporcionam benefícios reais, como sugere a literatura da organização industrial e gestão estratégica, por que os estudos empíricos não encontraram evidências desses benefícios?

Duas abordagens teóricas podem ajudar a justificar o baixo nível de criação de valor para as empresas adquirentes: os conflitos de agência e a *hubris* (termo que significa excesso de confiança). Em conjunto com a hipótese de sinergia, elas formam as três principais fontes de criação ou destruição de valor nas operações de fusões e aquisições (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993; SETH, SONG e PETTIT, 2002).

A sinergia, talvez a forma mais evidente de criação de valor, ocorre quando duas unidades operacionais podem produzir mais eficientemente (isto é, com menor custo) ou mais efe-



tivamente (isto é, com melhor alocação de recursos escassos em um ambiente com restrições) juntas do que apartadas (LUBATKIN, 1983). Segundo Berkovitch e Narayanan (1993), a sinergia pressupõe que tanto os gestores das empresas adquirentes quanto das empresas-alvo maximizem a riqueza dos acionistas e, assim, só participem de operações de aquisição se estas resultarem em ganhos para os acionistas de ambos os lados.

A hipótese de agência sugere que algumas fusões e aquisições são primariamente motivadas por interesses pessoais dos gestores da empresa adquirente, fazendo com que seus acionistas incorram em perdas. Os ganhos seriam transferidos parte para o acionista da empresa-alvo e parte para o próprio gestor (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993).

A hipótese de *hubris* sugere que as aquisições podem ser motivadas por erros de avaliação (provocados pelo excesso de confiança) dos administradores, o que levaria a uma sobrevalorização da empresa-alvo. Se existe pouco ou nenhum potencial de ganho para a adquirente, esse fenômeno seria causado por uma “suposição arrogante” (ROLL, 1986, p.200) por parte da adquirente de que sua avaliação esteja correta.

Os ganhos, ou perdas, gerados pelas operações de fusões e aquisições podem ser analisados, em geral, por meio de um estudo de eventos. Essa abordagem é uma das possíveis alternativas para testar o que Fama (1970; 1991) chama de eficiência de mercado semiforte.

### 3. METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1. Método empregado, problema de pesquisa, objetivos e hipóteses

A abordagem metodológica empregada neste artigo é eminentemente quantitativa e descritiva. Aplica-se o método do estudo de eventos, muito utilizado para testar a hipótese de eficiência semiforte (FAMA, 1991). Explicado de forma simples, o estudo de eventos analisa se a divulgação de determinadas informações afeta de alguma maneira o comportamento dos preços das ações. Para desenvolver esse método, duas etapas (que são explicadas adiante) são cruciais: o levantamento da divulgação do evento, que no caso desta pesquisa é a notícia referente a uma aquisição, e o cálculo dos retornos anormais nos períodos anteriores e posteriores ao evento.

Como discutido nos tópicos anteriores, as pesquisas empíricas sobre a criação de valor em fusões e aquisições têm apresentado evidências de que os acionistas das empresas-alvo têm obtido significativos ganhos em função dessas operações. Por outro lado, isso não acontece com os acionistas das empresas adquirentes. Em média, estes últimos obtêm ganhos muito pequenos ou até negativos.

Não obstante, esses resultados são obtidos tomando-se normalmente a amostra total de empresas, sem levar em consideração as singularidades de cada empresa. Em contraste,

Arikan (2002) apresenta indícios de que o nível de intangibilidade das empresas-alvo pode provocar diferenças significativas sobre os retornos posteriores à fusão ou aquisição. Arikan sugere que, teoricamente, os ativos intangíveis oferecem grandes oportunidades de crescimento, o que levaria as empresas com alto nível de intangibilidade a serem potenciais alvos de fusões ou aquisições. Entretanto, os resultados de sua pesquisa mostram que, para as fusões ou aquisições envolvendo empresas intangível-intensivas, os retornos dos 60 meses subsequentes ao evento foram negativos e significativamente menores que os retornos das empresas tangível-intensivas. Segundo Arikan, isso se deve ao fato de que os ativos intangíveis não são explorados pela nova empresa proprietária de forma tão eficiente quanto seria pela antiga, característica típica de um problema de ambigüidade causal.

A metodologia desenvolvida por Arikan (2002) é fundamentalmente diferente da utilizada neste artigo. Nesta pesquisa, opta-se pelo desenvolvimento de um estudo de eventos com intervalos diários durante o período de 40 dias antes e 40 dias depois do anúncio da aquisição, ao passo que Arikan faz uma análise dos retornos dos 60 meses posteriores à fusão ou aquisição. Outra diferença importante é que Arikan (2002) analisa a criação de valor do ponto de vista da empresa-alvo. No presente artigo, analisa-se a criação de valor do ponto de vista da empresa adquirente. A despeito dessas diferenças metodológicas, é interessante observar que os resultados apresentados por Arikan são opostos ao encontrados na presente pesquisa.

Nesse contexto, este estudo propõe-se a responder ao seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre a intangibilidade e a criação de valor para a empresa adquirente em um evento de aquisição?

O objetivo geral é analisar se empresas com diferentes níveis de intangibilidade apresentam diferentes padrões de criação de valor. Como orientação básica para todo o processo investigativo e consequente resposta ao problema de pesquisa, é proposta a seguinte hipótese nula:

$H_0$  — Não existe diferença de médias de retornos anormais acumulados entre as aquisições realizadas por empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas.

Essa hipótese é testada por meio da Análise de Variância (ANOVA) em oito diferentes períodos de acumulação de retornos: 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35 e 40 dias (antes e depois do evento). Espera-se encontrar resultados que rejeitem a hipótese nula e aceitem a hipótese alternativa de que existem diferenças entre os retornos das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas.

#### 3.2. Levantamento dos dados

O levantamento dos dados necessários para esta pesquisa pode ser dividido em duas etapas principais: o levantamento

das notícias relativas a fusões e aquisições de empresas brasileiras de capital aberto e o levantamento dos dados econômico-financeiros necessários para o cálculo das variáveis analisadas.

Na primeira etapa, os eventos de fusões e aquisições foram pesquisados em bancos de dados acessíveis (alguns por assinatura específica) via Internet, a partir de quatro fontes de informação, quais sejam:

- Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)): empresa especializada na divulgação de informações financeiras. Nesse meio de divulgação foram levantados eventos de F&A entre 01 de julho de 1999 e 01 de julho de 2004;
- Lafis — Consultoria, Análise Setorial e de Empresas ([www.lafis.com.br](http://www.lafis.com.br)). Nesse meio de divulgação foram levantados eventos de F&A entre 01 de julho de 1994 e 30 de junho de 2004;
- Jornal *Folha de S.Paulo* ([www.folha.uol.com.br/fsp](http://www.folha.uol.com.br/fsp)). Nesse meio de divulgação foram levantados eventos de F&A entre 01 de julho de 1994 e 30 de junho de 2004;
- Comissão de Valores Imobiliários (CVM) ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) e Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)). Nesse meio de divulgação foram levantados eventos de F&A entre 03 de dezembro de 2001 e 01 de julho de 2004. Contudo, não existiu garantia de que todos os documentos estavam disponíveis de forma eletrônica no *site* Internet, pois alguns documentos são enviados fisicamente (em papel) para a CVM.

A motivação em se utilizarem quatro meios de consulta deriva, principalmente, da necessidade de identificar claramente a primeira divulgação do evento de fusão ou aquisição.

Para a pesquisa de informações financeiras e contábeis referentes à empresa adquirente foi necessário promover a eleição da data de divulgação do evento visto que várias divulgações, em diferentes datas, foram encontradas durante a pesquisa dos eventos.

Na maioria dos casos, essa eleição recaiu sobre a primeira data de divulgação pesquisada para cada evento. Contudo, em 14 casos (10% da amostra) isso não ocorreu. Nesses 14 casos, foi escolhida a segunda data de divulgação, pois a documentação relativa à primeira divulgação não deixava explícita a vontade da empresa compradora em adquirir a empresa-alvo ou essa data estava muito distante do conjunto das demais divulgações, principalmente o documento Fato Relevante.

A partir da escolha da data de divulgação do evento, selecionou-se o que este artigo chama de **data financeira e contábil**, necessária para o levantamento das informações financeiras e contábeis. Foi considerada a data igual ou anterior mais próxima da publicação de um balanço ou balancete contábil. Somente a título de exemplo: no primeiro evento de fusão e aquisição (Ultrapar adquirindo a Rhodia Especialidades do México), a data de divulgação do evento selecionada foi 30 de junho de 2004, sendo essa a mesma data financeira e contábil

escolhida para a seleção do balancete contábil. Já no segundo caso (Petrobras adquirindo a Agip do Brasil), a data de divulgação do evento selecionada foi 25 de junho de 2004 e a data financeira e contábil foi 31 de março de 2004, primeira data de divulgação de balanço ou balancete, anterior à data de divulgação do evento.

Na segunda etapa, foram levantadas, na base de dados da Economática, as informações necessárias para o cálculo das variáveis financeiras do estudo. Adiante são detalhados os processos para cálculo dessas variáveis.

### 3.3. Operacionalização das variáveis

#### 3.3.1. Grau de intangibilidade

Para os fins deste artigo, o grau de intangibilidade da empresa compradora é definido pela seguinte equação:

$$GRAUINT = \frac{VM}{VC} \quad [1]$$

Em que:

*GRAUINT* = Grau de Intangibilidade;

*VM* = Valor de Mercado do Patrimônio Líquido (quantidade de ações *versus* preço);

*VC* = Valor Contábil da Empresa.

A informação Valor de Mercado foi levantada durante a pesquisa de informações financeiras e contábeis por meio da base de dados da Economática. Esse valor foi apurado pela quantidade de ações no mercado de capitais multiplicada pela sua cotação na mesma data do balanço ou balancete.

A segregação da amostra em dois grupos é feita por meio do cálculo da mediana da variável *GRAUINT*, dando origem, então, à variável *INTANG*. As combinações de evento *versus* empresas que estiverem acima da mediana são consideradas intangível-intensivas. Caso contrário, são consideradas tangível-intensivas.

#### 3.3.2. Criação de valor

Segundo Firth (1980), uma das maneiras de mensurar a lucratividade das aquisições é com o uso da estrutura de mercado eficiente proposto por Fama (1970; 1991), pela qual o preço das ações incorpora todas as informações disponíveis provendo um sinal acurado para alocação de recursos. Assumindo que o mercado seja eficiente, é possível mensurar o movimento no preço das ações ao redor do anúncio do evento e avaliar o impacto econômico da transação. Nessa mesma linha, Malatesta (1983) também afirma que, em um mercado eficiente, o valor presente líquido de uma fusão tende a ser capitalizado no preço das ações no momento em que os investidores entendem que a operação futura é possível.

Fama (1970) descreve três formas de mercado eficiente, todas relacionadas ao grau de conhecimento das informações

e seus reflexos nos preços dos títulos de empresas. A primeira é a forma fraca, na qual os preços refletem as informações sobre os preços passados. Na segunda, a semiforte, os preços ajustam-se eficientemente a partir do conhecimento de outras informações disponíveis publicamente. A terceira é a forma forte, na qual os preços refletiriam todas as informações disponíveis, inclusive as privilegiadas.

O Retorno Anormal Acumulado (*CAR* — *Cumulative Abnormal Return*) é a variável escolhida para medir a criação de valor dos eventos. Essa variável — utilizada, por exemplo, por Bradley, Desai e Kim (1988), Seth (1990), Kohers e Kohers (2000), entre outros — é amplamente utilizada nas pesquisas empíricas envolvendo testes de eficiência de mercado. Para efeito de simplificação, a variável de criação de valor é doravante denominada tão-somente pela sua sigla em inglês: *CAR*.

Para o cálculo do *CAR*, utilizam-se os parâmetros descritos por Weston, Siu e Johnson (2001). O primeiro passo é o cálculo do retorno previsto, ou normal, para cada dia do período do evento. Como não foi encontrado um padrão em termos de quantidade de dias ao redor da data de divulgação do evento de F&A, foi utilizada uma janela de 40 dias antes e 40 dias depois da data do anúncio da transação, o que, segundo Weston, Siu e Johnson (2001), é escolhido por muitos estudos. O retorno normal, segundo os autores, representa o retorno que ocorreria no caso de não-existência do evento e pode ser calculado de três formas, as quais, na maioria dos casos, apresenta resultados semelhantes: método do retorno médio ajustado, método do modelo de mercado e método do retorno de mercado ajustado. O método escolhido para uso no presente artigo é o Retorno de Mercado Ajustado. Para os fins do presente estudo, é utilizado o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa — índice da carteira teórica da Bolsa de Valores de São Paulo) como índice de mercado. A equação 2 expressa o cálculo do Retorno de Mercado Ajustado (*MAR*).

$$MAR = LN \left( \frac{IBOVESPA_t}{IBOVESPA_{t-1}} \right) \quad [2]$$

em que:

*MAR* = Retorno de Mercado Ajustado;  
*Ibovespa<sub>t</sub>* = Índice Bovespa na data *t*;  
*Ibovespa<sub>t-1</sub>* = Índice Bovespa na data *t-1*.

O segundo passo é o cálculo do retorno da ação da empresa compradora (*EAR*). Esse cálculo está expresso na equação 3, a seguir.

$$EAR = LN \left( \frac{CMA_{jt}}{CMA_{jt-1}} \right) \quad [3]$$

em que:

*EAR* = Retorno Efetivo;  
*CMA<sub>jt</sub>* = Cotação de Mercado da Ação da empresa *j* na data *t*;  
*CMA<sub>jt-1</sub>* = Cotação de Mercado da Ação da empresa *j* na data *t-1*.

O cálculo do *EAR* é realizado para as duas classes de ações das empresas compradoras (Ordinárias e Preferenciais). Contudo, para o cálculo do *CAR* é utilizado o resultado expresso pelo cálculo do *EAR* da ação mais negociada na Bolsa de Valores.

Por fim, o cálculo do retorno anormal acumulado (*CAR*) é feito considerando-se a acumulação da diferença entre o retorno efetivo (*EAR*) e o retorno de mercado (*MAR*), apurado para os dias compreendidos no período do evento. Esse cálculo está expresso na equação 4.

$$CAR = \sum_{t=-n}^n EAR_j - MAR \quad [4]$$

em que:

*CAR* = Retorno Anormal Acumulado;  
*EAR* = Retorno Efetivo;  
*MAR* = Retorno de Mercado Ajustado;  
*n* = Períodos de acumulação do *CAR* (5, 10, 15, 20, 25, 30, 35 e 40 dias).

#### 4. RESULTADOS DA PESQUISA

Neste artigo, é aplicada a análise de variância para testar a hipótese nula de que não existe diferença de médias de retornos anormais acumulados (*CAR*) entre as aquisições realizadas por empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas. A rejeição dessa hipótese leva à aceitação da hipótese alternativa de que a média do *CAR* verificada nas aquisições realizadas por empresas intensivas em intangíveis é significativamente diferente das aquisições realizadas por empresas intensivas em tangíveis.

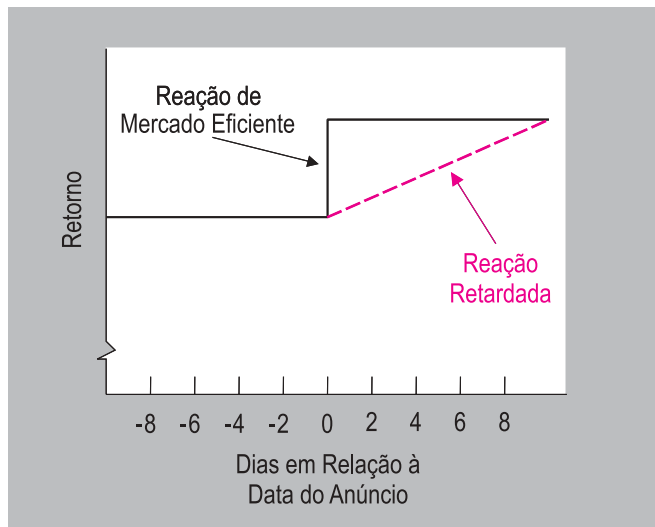
A premissa que fundamenta essa hipótese alternativa é a de que aquisições relacionadas à tentativa de incorporar ativos intangíveis das empresas-alvo poderiam criar mais valor à empresa adquirente. Pesquisas anteriores sugerem que, em geral, o retorno das empresas adquirentes é nulo ou até mesmo negativo. Entretanto o critério de separar as empresas adquirentes pelo seu nível de intangibilidade mostra que os retornos acumulados podem ser diferentes.

##### 4.1. O comportamento dos retornos anormais acumulados

Antes da apresentação dos resultados da análise de variância, é analisado o comportamento dos retornos anormais acumulados no decorrer do período analisado, isto é, no espaço de tempo entre 40 dias antes e 40 dias depois do evento (lembrando que o evento, neste artigo, corresponde ao anúncio da aquisição).

O gráfico 1 mostra, teoricamente, a típica evolução dos retornos anormais acumulados diante da divulgação de uma informação relevante ao público (ao evento é atribuída a data zero). Como se pode observar, se o mercado fosse eficiente na

forma semiforte, como sugere Fama (1970; 1991), a informação divulgada seria imediatamente capturada pelo preço da ação. Entretanto, como observa Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.265), o mercado pode demorar a incorporar essa informação ao preço, fazendo com que haja um **efeito retardado** em seu ajustamento. Esse retardo fere os preceitos da eficiência de mercado, muito embora o preço das ações possa chegar, em algum momento, a seu preço justo.



**Gráfico 1: Retornos Anormais Acumulados Típicos de um Mercado Eficiente na Forma Semiforte e de um Efeito Retardado**

Fonte: Adaptado de Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.265).

O gráfico 2, a seguir, apresenta os retornos anormais acumulados das empresas analisadas. A linha tracejada mostra a evolução do CAR da amostra total de empresas. Observa-se que o evento parece ter exercido um efeito muito pequeno sobre os retornos acumulados de todas as empresas em conjunto. Entretanto, quando as empresas são divididas de acordo com seu nível de intangibilidade, o evento parece exercer uma influência muito importante sobre os retornos. Além disso, é interessante observar que o comportamento dos retornos acumulados das duas amostras é diferente diante do anúncio da aquisição. De um lado, para as empresas tangível-intensivas (linha fina), o anúncio da aquisição exerceu um efeito negativo sobre o retorno acumulado. Por outro lado, para as empresas intangível-intensivas (linha grossa), o efeito foi oposto, ou seja, o anúncio do evento fez com que o retorno fosse positivo.

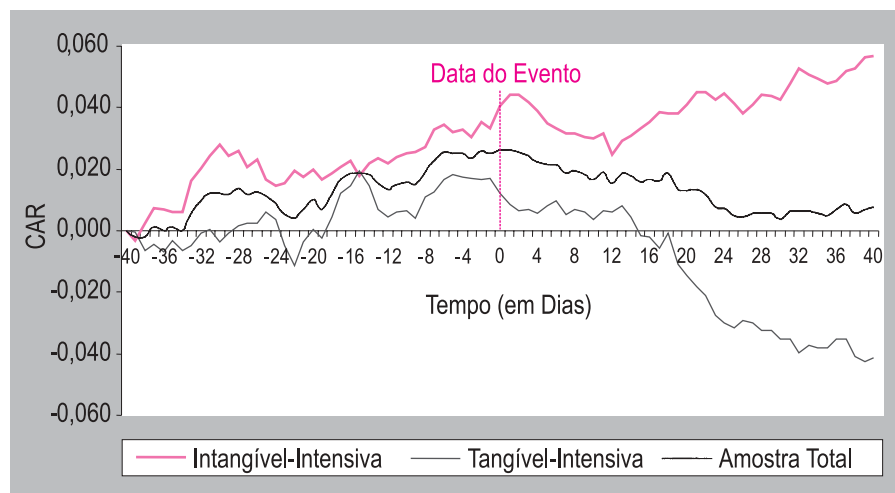
Além disso, esse retorno foi se distanciando dos retornos das empresas tangível-intensivas no decorrer do tempo. Quarenta dias depois do evento, os retornos anormais acumulados das duas amostras são muito diferentes, como pode ser observado no gráfico 2. A despeito do ajustamento dos preços, é importante lembrar que o fenômeno observado não parece corroborar a eficiência semiforte. O comportamento dos retornos anormais parece refletir, a princípio, o **efeito retardado** destacado por Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.265)

Em uma primeira análise, os resultados parecem contrariar a pesquisa realizada por Arikan (2002). Vale lembrar que a autora encontra resultados justamente opostos. Em sua análise, as empresas tangível-intensivas apresentavam, nos 60 meses posteriores à fusão ou aquisição, retornos maiores dos que as empresas intangível-intensivas. Ela explica esse fato pela dificuldade de a empresa adquirente explorar, de forma tão eficiente quanto a empresa-alvo, os ativos intangíveis incorporados no processo de fusão ou aquisição.

Comparando-se os resultados deste artigo (cuja análise é *ex-ante* à efetivação do evento) com os de Arikan (2002), cuja análise é *ex-post*, pode-se sugerir que a percepção dos investidores no momento do anúncio do evento é contrária à efetiva realização do retorno (que acontece pós-fusão ou aquisição). A expectativa que o investidor tem da capacidade de exploração dos ativos intangíveis pode não se verificar quando a fusão ou aquisição estiver efetivada.

#### 4.2. Resultados da análise de variância

A análise de variância é aplicada sobre oito formações diferentes de CAR: 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35 e 40 dias. Entenda-se que esses dias compreendem o período anterior e posterior ao evento, ou seja, o CAR de cinco dias corresponde ao período acumulado entre cinco dias antes do evento e cinco dias depois



**Gráfico 2: Retornos Anormais Acumulados das Empresas Analisadas**

Fonte: Resultados da pesquisa empírica.



do evento. O mesmo vale para os outros períodos. Para cada uma dessas formações, é testada a hipótese de diferença de médias entre os dois tipos de empresas analisadas, as tangível-intensivas (tipo 0) e as intangível-intensivas (tipo 1).

Na tabela 1 são apresentados os resultados da estatística descritiva aplicada sobre essas diferentes formações. Como o critério de separação das amostras é a mediana do grau de intangibilidade, as subamostras de cada tipo de intangibilidade apresentam exatamente a mesma quantidade de eventos (quantidade = 70). É interessante observar que os retornos acumulados médios dos eventos que envolveram empresas tangível-intensivas foram sempre negativos, ao contrário dos eventos relativos a empresas intangível-intensivas. O CAR de 40 dias, por exemplo, foi o que apresentou a maior diferença. Para esse período, o CAR das empresas tangível-intensivas (tipo 0) foi negativo em 4,1%, ao passo que, para as intangível-intensivas, foi de 5,7%. Portanto, uma diferença absoluta entre as médias de quase 10 pontos percentuais.

**Tabela 1**

**Estatística Descritiva da Análise de Variância**

| CAR (Dias) | Tipo  | Quantidade | Média  | Desvio-Padrão | Mínimo | Máximo |
|------------|-------|------------|--------|---------------|--------|--------|
| 5          | 0     | 70         | -0,009 | 0,077         | -0,218 | 0,162  |
|            | 1     | 70         | 0,000  | 0,078         | -0,159 | 0,212  |
|            | Total | 140        | -0,004 | 0,077         | -0,218 | 0,212  |
| 10         | 0     | 70         | -0,003 | 0,102         | -0,262 | 0,247  |
|            | 1     | 70         | 0,006  | 0,096         | -0,203 | 0,190  |
|            | Total | 140        | 0,002  | 0,099         | -0,262 | 0,247  |
| 15         | 0     | 70         | -0,016 | 0,157         | -0,851 | 0,162  |
|            | 1     | 70         | 0,011  | 0,112         | -0,328 | 0,230  |
|            | Total | 140        | -0,003 | 0,137         | -0,851 | 0,230  |
| 20         | 0     | 70         | -0,011 | 0,164         | -0,502 | 0,317  |
|            | 1     | 70         | 0,023  | 0,141         | -0,453 | 0,285  |
|            | Total | 140        | 0,006  | 0,153         | -0,502 | 0,317  |
| 25         | 0     | 70         | -0,034 | 0,184         | -0,514 | 0,341  |
|            | 1     | 70         | 0,018  | 0,134         | -0,389 | 0,347  |
|            | Total | 140        | -0,008 | 0,163         | -0,514 | 0,347  |
| 30         | 0     | 70         | -0,036 | 0,193         | -0,609 | 0,418  |
|            | 1     | 70         | 0,018  | 0,149         | -0,429 | 0,323  |
|            | Total | 140        | -0,009 | 0,174         | -0,609 | 0,418  |
| 35         | 0     | 70         | -0,031 | 0,202         | -0,579 | 0,414  |
|            | 1     | 70         | 0,041  | 0,152         | -0,362 | 0,430  |
|            | Total | 140        | 0,005  | 0,182         | -0,579 | 0,430  |
| 40         | 0     | 70         | -0,041 | 0,210         | -0,646 | 0,393  |
|            | 1     | 70         | 0,057  | 0,158         | -0,293 | 0,479  |
|            | Total | 140        | 0,008  | 0,192         | -0,646 | 0,479  |

Fonte: Resultados da pesquisa empírica.

Entretanto, as diferenças nas médias nem sempre são significativas estatisticamente. A tabela 2 apresenta os resultados da análise de variância para cada uma das formações de CAR. Como se pode observar, a significância estatística das diferenças aumenta à medida que também aumentam os períodos de acumulação. Na análise do CAR de cinco dias, por exemplo, as médias são diferentes (negativas para as tangível-intensivas e positivas para as intangível-intensivas), muito embora não sejam significantes estatisticamente (significância = 0,490). Por outro lado, no outro extremo, com a análise de 40 dias, as diferenças são estatisticamente significativas ao nível de 1% (significância = 0,002). Esses resultados reforçam a validade do que pode ser visualizado no gráfico 2. À medida que o tempo decorre após a data do evento, os retornos das empresas intangível-intensivas aumentam, ao passo que, para as empresas tangível-intensivas, diminuem.

A exemplo da análise visual possibilitada pelo gráfico 2, a análise de variância ratifica a idéia de que o mercado interpreta de forma diferente as aquisições por empresas tangível e intangível-intensivas. Esses resultados, ao contrário dos encontrados por Arikian (2002), parecem corroborar a idéia de que as fusões e aquisições servem como um importante instrumento de acumulação de ativos intangíveis para as empresas adquirentes.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As literaturas financeira e estratégica sugerem que a incorporação de ativos intangíveis tem sido um dos principais motivos para a realização de operações de fusões e aquisições nos últimos anos. Com efeito, os intangíveis são frequentemente relacionados a oportunidades de crescimento que poderiam ser capturadas por meio da incorporação de empresas detentoras desses recursos. A criação de valor, como Chatterjee (1986) chama a atenção, é função da quantidade de recursos obtidos pela empresa e a disponibilidade de oportunidades para utilizar tais recursos.

Diante do fato de que os intangíveis possam ser a fonte de importantes vantagens competitivas e, por consequência, de significativa criação de valor, este artigo tem por objetivo geral analisar se empresas com diferentes níveis de intangibilidade apresentam diferentes padrões de criação de valor.

Os resultados mostraram que as fusões e aquisições que envolveram empresas intangível-intensivas apresentaram um potencial de retorno significativamente maior que as operações que envolveram empresas tangível-intensivas. Tais resultados sugerem que as operações de fusões e aquisições podem constituir importantes mecanismos de incorporação de ativos intangíveis para as empresas adquirentes.

**Tabela 2**  
**Análise de Variância**

| CAR (Dias) |                   | Soma de Quadrados | Graus de Liberdade | Quadrados Médios | Teste F | Significância |
|------------|-------------------|-------------------|--------------------|------------------|---------|---------------|
| 5          | Entre grupos      | 0,00287           | 1                  | 0,00287          | 0,480   | 0,490         |
|            | Dentro dos grupos | 0,82618           | 138                | 0,00599          |         |               |
|            | Total             | 0,82906           | 139                |                  |         |               |
| 10         | Entre grupos      | 0,00249           | 1                  | 0,00249          | 0,254   | 0,615         |
|            | Dentro dos grupos | 1,35451           | 138                | 0,00982          |         |               |
|            | Total             | 1,35700           | 139                |                  |         |               |
| 15         | Entre grupos      | 0,02504           | 1                  | 0,02504          | 1,344   | 0,248         |
|            | Dentro dos grupos | 2,57123           | 138                | 0,01863          |         |               |
|            | Total             | 2,59627           | 139                |                  |         |               |
| 20         | Entre grupos      | 0,04172           | 1                  | 0,04172          | 1,793   | 0,183         |
|            | Dentro dos grupos | 3,21128           | 138                | 0,02327          |         |               |
|            | Total             | 3,25300           | 139                |                  |         |               |
| 25         | Entre grupos      | 0,09597           | 1                  | 0,09597          | 3,683   | 0,057         |
|            | Dentro dos grupos | 3,59584           | 138                | 0,02606          |         |               |
|            | Total             | 3,69180           | 139                |                  |         |               |
| 30         | Entre grupos      | 0,10165           | 1                  | 0,10165          | 3,418   | 0,067         |
|            | Dentro dos grupos | 4,10361           | 138                | 0,02974          |         |               |
|            | Total             | 4,20526           | 139                |                  |         |               |
| 35         | Entre grupos      | 0,18381           | 1                  | 0,18381          | 5,731   | 0,018         |
|            | Dentro dos grupos | 4,42580           | 138                | 0,03207          |         |               |
|            | Total             | 4,60960           | 139                |                  |         |               |
| 40         | Entre grupos      | 0,33621           | 1                  | 0,33621          | 9,736   | 0,002         |
|            | Dentro dos grupos | 4,76534           | 138                | 0,03453          |         |               |
|            | Total             | 5,10155           | 139                |                  |         |               |

Fonte: Resultados da pesquisa empírica.

Esses resultados também levantam uma questão importante. A criação de valor em operações de fusão e aquisição envolvendo empresas intangível-intensivas poderia ser um indício de que o efeito de ambigüidade causal seja menor em empresas que, por si mesmas, encontram-se com um bom nível de intangibilidade? Em caso afirmativo, é razoável supor que empresas acostumadas a lidar com ativos intangíveis tenham maior facilidade para gerir os novos intangíveis que adquire.

Outra questão importante: a aquisição, quando realizada por empresas tangível-intensivas, parece levar a retornos negativos como sugerem as evidências empíricas encontradas anteriormente. Isto é, nesse caso a percepção dos investidores pode ser a de que as aquisições não sejam criadoras de valor, mas sim de destruição. Com isso, os conflitos de agência e o problema de *hubris* podem estar envolvidos. Uma questão que surge desses resultados é se empresas intangível-intensivas lidam melhor com tais conflitos do que as tangível-intensivas. Assim, também seria razoável supor que as empresas intangível-intensivas são donas de um valioso capital intelectual que lhes possibilita identificar boas oportunidades de investimento? Ou isso tudo apenas se resume a uma percepção equivocada dos investidores? ♦

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, Nashville, v.62, n.5, p.777-795, Dec. 1972.
- ANAND, Jaideep; DELIOS, Andrew. Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.23, n.2, p.119-134, Feb. 2002.
- ARIKAN, Asli M. *Does it pay-off to capture intangible assets through mergers and acquisitions?* In: ACADEMY OF MANAGEMENT PROCEEDINGS, Denver, 2002.
- ASQUITH, Paul; BRUNER, Robert F.; MULLINS Jr., David W. The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.11, n.1-4, p.121-139, Apr. 1983.
- BARBOSA, José Geraldo P.; GOMES, Josir Simeone. Um estudo exploratório do controle gerencial de ativos e recursos intangíveis em empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.6, n.2, p.29-48, maio/ago. 2002.
- BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M.P. Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, v.28, n.3, p.347-362, Sept. 1993.
- BRADLEY, Michael; DESAI, Anand; KIM, E. Han. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.21, n.1, p.3-40, May 1988.
- CHATTERJEE, Sayan. Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.7, n.2, p.119-139, Mar./Apr. 1986.
- COASE, R.H. The nature of the firm. *Economica*, London, v.4, n.16, p.386-405, Nov. 1937.
- FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, Cambridge, v.25, n.2, p.383-417, May 1970.
- \_\_\_\_\_. Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, Cambridge, v.46, n.5, p.1575-1617, Dec. 1991.
- FIRTH, Michael. Takeovers, shareholder return and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v.94, n.2, p.235-260, Dec. 1980.
- GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate*

- restructurings. 3<sup>th</sup> ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- GUPTA, Oliver; ROOS, Goram. Mergers and acquisitions through an intellectual capital perspective. *Journal of Intellectual Capital*, Bradford, v.2, n.3, p.297-309, [s.d.] 2001.
- KAYO, Eduardo K.; FAMÁ, Rubens. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, São Paulo, v.39, n.2, p.164-176, abr./maio/jun. 2004.
- KOHERS, Ninon; KOHERS, Theodor. The value creation potential of high-tech mergers. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, v.56, n.3, p.40-50, May/June 2000.
- LEV, Baruch. *Intangibles: management, measurement, and reporting*. Washington: Brookings, 2001.
- LINDENBERG, Eric B.; ROSS, Stephen, A. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, Chicago, v.54, n.1, p.1-32, Jan. 1981.
- LUBATKIN, Michael. Mergers and the performance of the acquiring firm. *The Academy of Management Review*, Briarcliff Manor, v.8, n.2, p.218-225, Apr. 1983.
- MALATESTA, Paul H. The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.11, n.1-4, p.155-181, Apr. 1983.
- RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. 2<sup>nd</sup> ed. New York: The Free Press, 1998.
- REILLY, Robert F.; SCHWEIHS, Robert P. *Valuing intangible assets*. New York: McGraw-Hill, 1998.
- ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, Chicago, v.59, n.2, p.197-216, Apr. 1986.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SETH, Anju. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.11, n.6, p.431-446, Oct. 1990.
- SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.23, n.10, p.921-940, Oct. 2002.
- SINGH, Harbir; MONTGOMERY, Cynthia A. Corporate acquisitions strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.8, n.4, p.377-386, July/Aug. 1987.
- STEWART, Thomas A. *The wealth of knowledge: intellectual capital and the twenty-first century organization*. New York: Doubleday, 2001.
- STEWART III, G. Bennett. *The quest for value*. USA: HarperCollins, 1999.
- SVEIBY, Karl E. *The new organizational wealth: managing and measuring*. San Francisco: Berrett-Koehler, 1997.
- WESTON, J. Fred; SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. *Takeovers, restructuring & corporate governance*. 3<sup>rd</sup> ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2001.

### Takeover, intangibility and value creation: an event study

Recent researches suggest that one of the main motivations for mergers and acquisitions is the attempt of the acquirers in incorporating intangible assets of the target firm. This is because such assets provide important sources of sustainable competitive advantage and growth opportunities. This paper examines the relationship between the intangibility and value creation in the acquisition events of Brazilian firms. The method applied in this article is the event study, which tests the influence of the announcement of acquisitions on the acquirer's cumulative abnormal returns. We analyzed two sub-samples. One of them is composed by events involving intangible-intensive firms. The other one is composed by events involving tangible-intensive firms. The results of the analysis of variance show significant differences between the returns of those two samples, always indicating positive returns for the intangible-intensive firms and negative returns for the tangible-intensive ones.

**Uniterms:** acquisition, intangible assets, event study, value creation.

### Adquisición de empresas, intangibilidad y creación de valor: un estudio de evento

Investigaciones recientes sugieren que una de las motivaciones principales para las fusiones y las adquisiciones es la incorporación de los activos intangibles de la empresa objetivo. Eso porque dichos activos proporcionan fuentes importantes de ventaja competitiva sustentable y oportunidades de crecimiento. Este artículo analiza la relación entre la intangibilidad y la creación de valor en los eventos de adquisición de empresas brasileñas. El método aplicado es el estudio de eventos y se observa la influencia del anuncio de adquisiciones sobre los retornos anormales acumulados de las empresas adquirentes. Para el análisis se utilizan dos submuestras. Una de ellas está compuesta por eventos relacionados con empresas intangible-intensivas; la otra por eventos relacionados con empresas tangible-intensivas. Los resultados del análisis de variancia señalan diferencias significativas entre los retornos de esas dos muestras, siempre indicando retornos positivos para las empresas intangible-intensivas y retornos negativos para las tangible-intensivas.

**Palabras clave:** adquisición de empresas, activos intangibles, estudio de eventos, creación de valor.