

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS**

HELYSOON ESTEVES PARENTE

**FUSÕES E AQUISIÇÕES NA INDÚSTRIA DE PETRÓLEO E GÁS NATURAL NA
AMÉRICA DO SUL: UM ESTUDO QUALITATIVO DE 5 EVENTOS**

**RIO DE JANEIRO
2013**

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS**

HELISON ESTEVES PARENTE

**FUSÕES E AQUISIÇÕES NA INDÚSTRIA DE PETRÓLEO E GÁS NATURAL NA
AMÉRICA DO SUL: UM ESTUDO QUALITATIVO DE 5 EVENTOS**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Gestão Empresarial.

Orientador: Prof. Dr. Álvaro Bruno Cyrino

**RIO DE JANEIRO
2013**

Parente, Helyson Esteves

Fusões e aquisições na indústria de petróleo e gás natural na América do Sul : um estudo qualitativo de 5 eventos / Helyson Esteves Parente. - 2013.

99 f.

Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa.

Orientador: Álvaro Bruno Cyrino.

Inclui bibliografia.

1. Empresas – Fusão e incorporação. 2. Indústria petrolífera. 3. Gás natural – Indústria. I. Cyrino, Álvaro Bruno. II. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas. Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa. III. Título.

CDD – 658.16



FUNDAÇÃO
GETULIO VARGAS

HELYSON ESTEVES PARENTE

**FUSÕES E AQUISIÇÕES DA INDÚSTRIA DE PETRÓLEO E GÁS NATURAL
NA AMÉRICA DO SUL: UM ESTUDO QUALITATIVO DE 5 EVENTOS**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Executivo em Gestão Empresarial da Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas para obtenção do grau de Mestre em Administração.

Data da defesa: 11/03/2013.

Aprovada em:

ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA

Alvaro Bruno Cyrino
Orientador (a)

Rafael Guilherme Burstein Goldszmidt

Walter Fernando Araújo de Moraes

AGRADECIMENTOS

Quero deixar aqui meu especial agradecimento a todos aqueles que participaram desta jornada de transformação de um engenheiro em um mestre em Administração. A minha esposa querida, que sempre foi tolerante e compreendeu minha dedicação mesmo nos momentos mais difíceis da nossa jornada de construção da nossa casa própria. Aos meus pais e a toda minha família, pelo auxílio e suporte incontestável na minha formação pessoal e profissional. Sem vocês nada disso seria possível. Aos meus irmãos queridos Fausto e Lya, que sempre compartilharam carinho e suporte emocional, ajudando a convencer nossos pais que era necessária minha ausência em reuniões familiares em detrimento da minha dedicação nessa jornada acadêmica. Ao meu orientador Álvaro Cyrino, que soube me guiar, incentivar e me motivar na construção desse trabalho. Ao meu amigo, e por que não coorientador, Jamil Assadi, que me apoiou e proveu todo suporte psicológico necessário para suportar e suavizar meu ingresso no meio empresarial. A todos os professores do mestrado, pela paciência e dedicação na nossa formação. Aos colegas de mestrado, em especial Pilar Ramos e Alexandre Josué, que compartilharam seus conhecimentos e foram amigos inseparáveis nos momentos mais difíceis durante essa longa caminhada. Finalmente, agradeço a Deus, por ter me dado saúde e força, para construir esse trabalho, e ter me auxiliado nessa etapa muito importante da minha vida. Espero ter contribuído, nem que de forma simplória, para evolução humana. Considerem-se todos parte integrante desse trabalho.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo contextualizar as Fusões e Aquisições realizadas, na América do Sul, na indústria de petróleo, pela análise qualitativa de cinco eventos, utilizando a metodologia de estudo de eventos e a influência nas cotações das ações.

A partir dessa análise, foi possível associar os períodos de aumento das atividades de F&A com a evolução da indústria mundial de petróleo, e mostrar que os processos de F&A possuem um caráter estratégico frente à economia mundial.

Os resultados, todavia, apresentam indícios de não geração de valor. Dentre os cinco eventos, quatro apresentaram retornos anormais acumulados negativos. Um único evento obteve retorno positivo e foi somente para a empresa adquirida.

Quanto ao método de integração, a amostra de cinco eventos apresentou evidências de destruição de valor para as firmas em todas as três formas estudadas. O retorno médio na janela pós-evento – 180 dias após o anúncio – divergiu do retorno anormal acumulado na janela de evento. As influências de um determinado evento podem ser negligenciadas devido a limitações, tanto operacionais quanto metodológicas.

Palavras-chave: fusões e aquisições, geração de valor e indústria de petróleo.

ABSTRACT

This analysis aimed to contextualize M&A held in South America in the oil industry performing a qualitative analysis of five events using event study methodology and stock prices analysis.

It was possible to correlate number of M&A with oil industry development, showing how important M&A are to world economy.

The results showed no evidence of value creation. Four out of the five events presented negative cumulative abnormal returns. Only one event has obtained positive return and it was only for Target Company.

Regarding takeover method, all five events presented evidence of value destruction to companies in all three forms. The average return into post-event period – 180 days after date announced – diverged from accumulative abnormal return in the event period. The influences of a given event can be overlooked due to limitations, operational and methodology.

Keywords: mergers and acquisitions, creating value and oil industry.

SIGLAS

IMP	Indústria Mundial de Petróleo
IPGN	Indústria do Petróleo e Gás Natural
F&A	Fusões e Aquisições
ANP	Agência Nacional do Petróleo
ONU	Organizações das Nações Unidas
BP	<i>Anglo-Persian</i>
II PND	Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento
OPEP	Organização dos Países Produtores de Petróleo
ANH	Agência Nacional de Hidrocarburos
ENARSA	Energia Argentina Sociedade Anônima
Unipar	União de Indústrias Petroquímicas S.A.
PB	Petróleo Brasileiro S.A.
EUA	Estados Unidos da América
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
LN	Logaritmo Natural

ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

Esquema 1 – Impactos de Hipóteses sobre os preços das ações das firmas Adquirentes e Alvos.....	9
Esquema 2 – Etapas inerentes a Metodologia de Estudo de Eventos.....	17
Esquema 3 – Janelas de dados inerentes a Metodologia de Estudo de Eventos.	20
Esquema 4 – Critério de Seleção utilizado na base de dados Thomson Reuters.	42
Esquema 5 – N ^o de F&A entre 1980 e 2012 na América do Sul na IPGN.....	44
Esquema 6 – N ^o de F&A entre 1980 e 2012 dentro da IPGN para Brasil, Argentina, Colômbia e Venezuela.....	44

EQUAÇÕES

Equação (1)..... 19

Equação (2)..... 19

Equação (3)..... 19

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Consolidações das Indústrias de Mineração e Manufatura, 1890 a 1903, compiladas por “ <i>Moody</i> ” e “ <i>Walkins</i> ”.....	11
Tabela 2 – Distribuição de 1895 a 1920 de Fusões nos setores de mineração e manufatura. .	12
Tabela 3 – Operações de “ <i>Takeover</i> ” classificadas pelo setor da indústria.....	13
Tabela 4 – N ^o de F&A e Valores de Anúncio para Organizações “ <i>Target</i> ” em 2011 e 2012 em diferentes setores da indústria.	16
Tabela 5 – Reservas Comprovadas de Petróleo por regiões ao redor do mundo de 2008 a 2011, assim como um aumento em percentagem de 2010 para 2011.....	27
Tabela 6 – Produção de Petróleo por regiões ao redor do mundo de 2008 a 2011, assim como um aumento em percentagem de 2010 para 2011.....	28
Tabela 7 – Consumo de Petróleo por regiões ao redor do mundo de 2008 a 2011, assim como um aumento em percentagem de 2010 para 2011.....	29
Tabela 8 – Produção, Consumo e Taxa (Consumo / Produção) Diária na América do Sul e América Central em 2011.	29
Tabela 9 – Volume Mundial de Importação e Exportação Diárias de Petróleo por região de 2008 a 2011 e aumento em percentagem de 2010 para 2011.	30
Tabela 10 – Relação de Eventos para Retorno Anormal Acumulado	47
Tabela 11 – Percentagens para cada classificação referente aos eventos analisados para cálculo de geração ou destruição de valor.	47
Tabela 12 – Relação de Eventos para Retorno Médio na janela pós-evento.....	48
Tabela 13 – Eventos que representam aquisições de ações em sua totalidade.....	49
Tabela 14 – Evento de compra parcial de ações – aumento controle acionário.....	59
Tabela 15 – Fusão e formação da <i>joint-venture</i> Quattor Participações S.A.....	63

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	1
2.	OBJETIVOS DA PESQUISA	3
3.	REVISÃO DA LITERATURA	4
3.1	Fusões & Aquisições	4
3.1.1	Conceitos, Tipos e Formas de Tomada de Controle	4
3.1.2	Motivações	5
3.1.3	Derivações & Hipóteses Empíricas	8
3.1.4	História	10
3.2	Metodologia de Estudo de Eventos	17
3.2.1	Definição do Evento	17
3.2.2	Critério de Seleção	18
3.2.3	Medição de Retornos Normais e Anormais	18
3.2.4	Procedimento de Estimativa	20
3.2.5	Procedimento de Teste	20
3.2.6	Considerações sobre a Metodologia	20
4.	INDÚSTRIA MUNDIAL DE PETRÓLEO E GÁS NATURAL (IMPGN)	22
4.1	História & Evolução	22
4.1.1	De 1859 a 1870	22
4.1.2	De 1870 a 1926	23
4.1.3	De 1926 a 1973	23
4.1.4	De 1973 a 1986	24
4.1.5	De 1985 até 2000	25
4.1.6	De 2000 até os dias atuais	26
4.2	Indústria de Petróleo na América do Sul	27
4.2.1	Indústria de Petróleo na Argentina	31
4.2.2	Indústria de Petróleo na Colômbia	32

4.2.3	Indústria de Petróleo na Venezuela	33
4.2.4	Indústria de Petróleo nos demais países da América do Sul	34
4.2.5	Indústria de Petróleo no Brasil	35
5.	ESTUDO QUALITATIVO DE 5 EVENTOS	41
5.1	Critério de Seleção	41
5.2	Resultados: Análise da população de 229 eventos	43
5.3	Resultados: Geração de valor para os 5 eventos	46
5.3.1	Incorporações	49
	AQUISIÇÃO DA GAS SUR S.A. PELA GASCO S.A.	49
	AQUISIÇÃO DA SUZANO PETROQUÍMICA S.A. PELA PETROBRAS S.A.	53
	AQUISIÇÃO DA PETROBRAS S.A. PELA PETROBRAS ARGENTINA	56
5.3.2	Aumento do Controle Acionário	59
	METROGAS & ASTRA – AUMENTO DE CONTROLE DA ASTRA S.A.	59
5.3.3	Fusão e Formação de Joint Venture	63
	JOINT VENTURE QUATTOR PARTICIPAÇÕES S.A.	63
6.	CONCLUSÃO	68
6.1	Implicações para a prática	69
6.2	Implicações para a teoria	69
6.3	Sugestões de pesquisas futuras	70
7.	REFERÊNCIAS	71
	APÊNDICE 1 – EVENTOS AVALIADOS NO CÁLCULO DE RETORNO ANORMAL	76
	APÊNDICE 2 – POPULAÇÃO DE F&A – 229 EVENTOS	77
	APÊNDICE 3 – SINOPSE DOS EVENTOS AVALIADOS NO CÁLCULO DO RETORNO ANORMAL	85
	APÊNDICE 4 – RESULTADO POR EMPRESAS DAS RODADAS DE LICITAÇÃO DA ANP	86

1. INTRODUÇÃO

O insumo petróleo representa um ativo de suma importância no cenário socioeconômico transnacional. Seu manuseio e controle possuem um potencial diferencial competitivo no posicionamento estratégico de uma nação. Por sua vez, sua indústria exerce um papel fundamental no cenário socioeconômico e ambiental. Na América do Sul, o petróleo representa uma fonte de recursos financeiros para investimentos que vão, desde a educação e saúde, até infraestrutura e tecnologia. Com a flexibilização dos monopólios, a América do Sul vem passando por um período de aumento significativo no número de Fusões e Aquisições (F&A). Diante desse cenário, é importante destacar as interações entre organizações por meio da tomada de controle no mercado de capitais dentro da indústria de petróleo. Tais interações podem representar uma tomada de controle estratégico no nível macroeconômico para uma região ou país.

A história de F&A pode ser analisada em cinco principais períodos chamados de “grandes ondas” (WESTON e BRIGHAM, 2000; WAAK, 2000; SCHERER e ROSS, 1990). O primeiro, em 1890, seguido pelas demais em 1920, 1960, 1980 e 1990. Este último período é responsável pela popularização das F&A que foram impulsionadas por diversos fatores, tais como globalização, desenvolvimento tecnológico, privatizações e maior abertura das economias. Na América do Sul não foi diferente, passando pela flexibilização do monopólio do petróleo no Brasil ao intenso e abrangente processo de privatização na Argentina.

Os principais motivos para F&A estão embasados em teorias da firma e vão desde incentivos tributários e ganho de escala por geração de sinergia até a busca por monopólio ou redução do risco de insolvência. O tema F&A pode ser avaliado como um prisma com diferentes vertentes acadêmicas. A vertente que avalia a geração de valor frente a possíveis influências nas cotações das ações com uso da metodologia de estudo de eventos é a escolhida/selecionada.

De maneira geral, os processos de F&A são vistos de maneira positiva, desde que sejam precursores do aumento da riqueza dos acionistas. A mensuração desse ganho nem sempre é factível. Um dos métodos para avaliar o comportamento das ações diante de anúncios de F&A é a metodologia de estudo de eventos, aqui escolhida e aplicada para análise de geração de

valor para as firmas envolvidas. Para Mackinlay (1997), os últimos 20 anos apresentaram evidências empíricas com predominância da metodologia de Estudo de Eventos.

A geração de valor calculada pelo comportamento dos valores das ações é amplamente estudada em diversos setores e regiões da economia mundial, principalmente nos Estados Unidos e Reino Unido, por diferentes autores, tais como: Halpern (1973), Mandelker (1974), Ellert (1976), Firth (1976), Bradley (1980), Dodd (1980), Malatesta (1983), DENNIS & McConnell (1986), Limmack (1990) e demais.

No entanto, a Indústria de Petróleo e Gás Natural da América do Sul vem sendo pouco estudada, até pela baixa representatividade da região no número de F&A ao longo das últimas décadas, quando comparada às demais regiões do globo (KPMG, 2012). Nas últimas três décadas, a IPGN na América do Sul passou a ter um papel importante no cenário global (CAMPOS, 2005), afetando principalmente grandes mercados consumidores, EUA e Europa. O destaque na América ficou por conta das novas descobertas de reservas no Brasil, assim como das significativas reservas venezuelanas, que têm difícil acesso político somado à crise financeira.

2. OBJETIVOS DA PESQUISA

Este trabalho tem como objetivo contextualizar as F&A realizadas na América do Sul dentro da Indústria de Petróleo e Gás Natural (IPGN), correlacionando tais eventos com uma das clássicas questões da literatura: as F&A realizadas na América do Sul dentro da IPGN agregaram valor aos participantes desses eventos?

Para alcançar o seu propósito, o trabalho será dividido em quatro tópicos principais: i. Detalhamento da relevância do tema junto aos principais acadêmicos sobre F&A e metodologia de eventos; ii. Uma análise cronológica sobre a indústria de petróleo mundial, da formação até os dias atuais; iii. Um estudo qualitativo para uma amostra de 5 eventos de empresas do setor; e iv. Conclusões e proposições para discussões futuras sobre o tema.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1 Fusões & Aquisições

3.1.1 Conceitos, Tipos e Formas de Tomada de Controle

Um dos métodos pelo qual uma empresa pode adquirir a outra é a aquisição. Dodd (1980) sugere que uma aquisição ocorre quando uma firma compra ações circulantes ou ativos de outra firma. A compra pode ser parcial ou total. Para Straub (2007), aquisição é usualmente utilizada para tomada de controle através de uma oferta pública de aquisição, podendo ser hostil “*hostile takeover*”, ou então amigável. As aquisições podem ocorrer de duas formas: a) pela compra da maioria das ações da empresa-alvo, e assim o controle assumido de todo seu passivo e riscos futuros; b) pela compra dos ativos líquidos da firma-alvo, podendo assim selecionar os ativos desejáveis e excluir os passivos de alto risco.

Outra operação de concentração de atividade empresarial são as fusões. Gitman (1997) sugere que o processo de fusão ocorre quando duas ou mais organizações juntam-se, e a organização resultante mantém a identidade de uma das companhias envolvidas. Straub (2007) sugere que as fusões podem acontecer de duas formas principais: a) por incorporação, por meio da qual os passivos e ativos de uma das firmas são transferidos para a outra, sendo a primeira extinta; b) por constituição, quando os ativos e passivos das firmas envolvidas no evento são transferidos para uma nova empresa, podendo as firmas originárias ser extintas.

Para Manne (1965), a tomada de controle¹ pode ser feita por três mecanismos diferentes: i. Disputa por procurações – processo mais oneroso e incerto, sendo preferencialmente exequível entre os próprios acionistas quanto à distribuição de ações mais pulverizada; ii. Fechamento de capital – tem por objetivo realizar a compra direta de ações num patamar mínimo e suficiente para assumir o controle da firma no mercado de capitais; iii. Aquisição – ocorre perante a compra de ações ou títulos e por consolidação ou fusão.

Tanto a compra direta de ações, como a disputa por procurações, tendem a acontecer sob a condição de venda dos votos por um valor “*premium*” pelos acionistas. Diferentemente desses

¹ Downes e Goodman (1993) definem tomada de controle (ou “*take over*”) como a mudança de controle acionário de uma companhia.

dois mecanismos, o foco das aquisições é a firma como um todo e não um indivíduo (talvez acionista).

Ross, Westerfield e Jaffre (1995) destacam três tipos de F&A:

- F&A Horizontais: representam os processos entre organizações que atuam no mesmo ramo de atividade;
- F&A Verticais: inerentes à união entre firmas que estão inseridas na mesma cadeia produtiva. Podem ainda ser classificadas em montantes, quando a união é ascendente, ou então em jusantes, quando a união é descendente; e
- F&A em Conglomerados: ocorrem entre companhias atuantes em ramos de atividade não correlatos, sendo o principal objetivo a diversificação de investimentos.

3.1.2 Motivações

Para Straub (2007), as motivações podem ser classificadas e justificadas em dois grupos principais: a) criadoras de valor; b) destruidoras de valor. No grupo das geradoras de valor postulam: i. Ganho com economia de escala com foco na redução de custo e manutenção das receitas; ii. Aumento das receitas com formação de Oligopólio; iii. Sinergia através do melhor uso de recursos; iv. Diversificação geográfica (ou outras) com entrada em novos mercados; v. Vendas cruzadas com aproveitamento de clientes em comum; vi. Contributiva em função do abatimento de impostos frente a dívidas da adquirida. Já para as motivações destruidoras de valor, tem-se: i. Diversificação como fonte geradora de custos elevados; ii. Ilusão dos gestores com pagamento exagerado pela empresa a ser adquirida; iii. Remuneração da gestão pelo aumento do lucro total com diminuição do lucro por ação; e iv. Integração vertical gerando dificuldade de fornecimento de determinados produtos que passaram a ser concorrentes após a fusão ou aquisição.

Firth (1980) avalia as principais razões motivadoras para F&A com base em duas teorias da firma. O autor acredita que as F&A visam à maximização dos lucros e o bem-estar dos gestores, conforme abaixo:

- Teoria neoclássica da maximização dos lucros da firma: as interações de mercado fazem com que os gerentes tomem decisões para maximizar os lucros das firmas. Os processos de F&A serão vistos de maneira positiva, desde que sejam precursores do aumento da riqueza dos acionistas; e

- Teoria da maximização da utilidade gerencial: gestores buscam maximizar sua utilidade em detrimento do aumento do lucro para os acionistas. A tomada de controle é um processo que poderá ser visto de maneira positiva, desde que gere aumento do tamanho das firmas, e, por conseguinte, redução do risco de demissão dos gestores e aumento da satisfação.

Camargos e Barbosa (2003) realizaram um levantamento histórico sobre os principais motivos para F&A. Para Manne (1965), Mueller (1969), Gort (1969), Jensen (1986), Roll (1986), Scherer e Ross (1990) e Kloeckner (1994), os motivos são:

- Discrepâncias financeiras entre fluxo de caixa futuros e risco associado aos resultados, gerando diferentes valores para a mesma firma, e, por conseguinte, propostas de compra;
- Irrracionalidade na tomada de decisão dos gestores para justificar possíveis F&A;
- Incentivos tributários ou até mesmo compensações devido a prejuízos acumulados que poderão ser compensados em operações futuras por outra firma, motivando uma tomada de controle;
- A busca por um processo de fusão, a fim de exercer uma possível recompra de ações com o uso de dividendos, presentes em firmas com fluxos de caixa livres;
- Empresas que apresentam a razão “Q de Tobin” são motivadoras para colocação de uma possível proposta de compra;
- Melhora do desempenho das firmas ou geração de sinergia;
- Busca de monopólio através de ações anticompetitivas (aquisição para retirar um competidor do mercado) – aumento de concentração de mercado;
- Busca na redução do risco de insolvência que são características marcantes nas F&A em Conglomerados, nos quais firmas buscam processos de tomada de controle entre organizações que possuem os fluxos de caixa não correlatos (diferentes setores industriais);
- Razões gerenciais, visando à busca do bem-estar dos gestores, mesmo que a aquisição venha a gerar impactos negativos; e

- Romper elevadas barreiras de entrada em novos mercados.

Outros autores foram pesquisados, conforme abaixo:

- Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), um dos motivos é a geração de sinergia². Os autores acreditam ainda nas principais fontes de sinergia: aumento das receitas; diminuição de custos e impostos; e redução dos custos de capital. Capron e Pistre (2002), Healy, Palepu e Ruback (1992) e Seth (1990) complementam essa linha de raciocínio detalhando seis possíveis fontes de sinergia dentro de F&A: a) ganho de escala operacional com redução nos custos de operações, ou então custos administrativos; b) economia financeira inerente a maior capacidade de alavancagem que, por sua vez, gera um menor endividamento com redução do custo de capital; c) compartilhamento tecnológico com redução em investimentos em P&D; d) economias fiscais devido a créditos tributários referentes a dívidas anteriores; e) melhor posicionamento frente a negociações com fornecedores, governo e concorrentes; e f) ganhos gerenciais com a implantação de um time de gestores mais eficientes;
- Shimizu et al. (2004) avaliaram F&A transfronteiriças sob a perspectiva da tentativa de romper as barreiras de entrada em novos mercados. Os autores trabalharam com cinco diferentes conceitos, a saber: “*greenfield*”, aquisições, “*joint-ventures*”, exportações e alianças; e concluíram que cada modo de entrada deve ser avaliado em função do objetivo de cada organização;
- Suen e Kimura (1997) estudaram o aumento do uso de F&A para romper barreiras de entrada em novos mercados no Brasil;
- Jensen (1986) e Jarrell (1988) avaliaram as F&A como resultado da diferença de interesses entre gerentes e acionistas. Os conflitos acontecem especialmente quando a organização gera significativo capital excedente, sendo que, na visão dos proprietários (detentores das ações), esse capital deveria ser repassado aos mesmos; porém, na visão dos gestores, esse capital excedente deveria ser investido na própria organização³;

² Sinergia é definida pelos autores como sendo a diferença entre o valor de mercado da companhia resultante com a soma das organizações antes do processo de F&A.

³ O cenário de geração de capital excedente foi muito comum na Indústria Mundial de Petróleo na década de 80, que acabou contribuindo para a terceira grande onda. Devido à geração de capital excedente, as organizações do setor lançaram um programa de diversificação aquecendo o mercado de F&A. Uma possível causa pela ineficiência desse programa de diversificação é apresentada pelos autores como a falta de experiência dos gestores em novos setores (JENSEN, 1986).

- Shimizu et al. (2004) sugerem a utilização de processos de F&A anteriores como lições aprendidas. Do ponto de vista cultural, três pontos são destacados: a) diferença cultural entre comprador (ou “*Acquiror*”) e comprada (ou “*Target*”), como barreira para o sucesso da fusão ou aquisição; b) necessidade de implementar um programa de integração assertivo com sistemas de controles; e c) adequação do programa de integração e controles à cultura local e suas particularidades; e
- No Brasil, Tanure e Cançado (2005) avaliam de que forma a cultura local pode impactar nos processos de F&A.

3.1.3 Derivações & Hipóteses Empíricas

Existem diferentes vertentes acadêmicas sobre os processos de F&A sob a óptica financeira. Observa-se que, nas últimas décadas, a predominância foi em função do impacto da tomada de controle no valor das ações (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Essa predominância foi caracterizada por hipóteses – avaliadas em função dos seus efeitos sobre os preços das ações – e que foram sustentadas por resultados empíricos por diversos teóricos. A significativa aparição de estudo sobre os impactos das F&A nos valores das ações foi embasada na sua maioria pela Metodologia de Estudo de Eventos (MACKINLAY, 1997).

Kloeckner (1994) detalha as principais hipóteses no quadro abaixo:

Hipótese	Comprador	Alvo
Maximização da Riqueza	+	+
Maximização da Utilidade Gerencial	-	+
Ganhos Operacionais		
Empresas envolvidas em fusões	+	+
Empresas participantes em tentativas de fusões que não deram certo	-	-
Informação Nova		
Empresas envolvidas em fusões	+	+
Empresas participantes em tentativas de fusões que não deram certo	Zero	+
Divisão de Ganhos		
Ativos específicos da empresa-alvo	Zero	+
Ativos específicos da empresa adquirente	+	Zero
Ativos pertencentes a ambas as firmas	+	+

Esquema 1 – Impactos de Hipóteses sobre os preços das ações das firmas Adquirentes e Alvos.

Legenda: (+) efeito positivo (-) efeito negativo (zero) sem efeito

Fonte: (KLOECKNER, 1994).

Nota: adaptado pelo autor.

Dentre as hipóteses estudadas pelo autor, é possível destacar que a maximização da riqueza apresentou evidências empíricas de impactos positivos para ambas as firmas, compradora e alvo. O mesmo acontece para a hipótese de ganho operacional, em que o impacto no preço das ações de ambas as firmas será positivo. No entanto, a maximização da utilidade gerencial apresentou evidências positivas somente para a firma-alvo, com base na pressuposição de pagamento superior a uma eventual geração de valor atrelada à fusão, resultando um impacto negativo no preço das ações da firma compradora. Kloeckner (1994) apresenta, ainda, que, para a maioria dos resultados empíricos, os valores das ações ao redor da data de evento reagem positivamente para ambas as firmas.

Ravenscraft e Scherer (1987) apresentam resultados empíricos, em que as firmas-“alvo” são, na média, mais rentáveis que as firmas compradoras em anos anteriores à transação. Relatam ainda que as fusões proporcionam perdas (redução) nos lucros das empresas adquiridas. Diante desse contexto, os autores acreditam que a perda de controle dos gestores, após a aquisição, é um dos motivos. Já Aybar e Ficici (2009) apresentaram resultados empíricos que

F&A não agregam valor, e, sim, geram destruição dos valores para mais da metade dos eventos avaliados. Jensen e Ruback (1983) evidenciam através de resultados empíricos que valores negativos do retorno-anormal, após o processo de fusão, estão descolados da realidade, pois são inconsistentes quando avaliados frente à eficiência do mercado. Os autores sugerem ainda que as alterações nos preços das ações superestimem os ganhos com eficiência.

Os resultados empíricos inerentes aos efeitos de F&A sobre os valores das ações não possuem um consenso no meio acadêmico. Alguns dos pontos de discordância são: abrangência do tamanho da amostra, a fim de obter resultados que podem ser aplicados de maneira genérica aos demais cenários; capacidade de isolar as variações dos preços das ações do objeto de estudo (fusão) frente às demais interferências do mercado de capitais; perspectivas dessa análise em uma determinada linha do tempo (curto, médio e longo prazos); e parâmetros a serem considerados nos cálculos financeiros.

3.1.4 História

O estudo de F&A remonta à economia americana em períodos de aceleração do crescimento econômico. É possível destacar que a evolução das F&A é cíclica e possui períodos de picos de atividades (WESTON e BRIGHAM, 2000; WAAK, 2000; SCHERER e ROSS, 1990).

I. Primeira Grande Onda – de 1895 a 1920

Esse primeiro período é caracterizado por fusões horizontais⁴, visando à criação de monopólios (GREGORIOU e RENNEBOOG, 2007). Os setores de mineração e manufatura, predominantes no período, formam a base de estudo para contabilização do número de F&A do período (**Tabela 1**). O levantamento feito por Moody consiste em uma listagem das consolidações ocorridas na época. A data da consolidação não distingue entre uma simples reorganização ou uma real consolidação de uma organização por outra. Esse viés gera discrepância em sua metodologia (NELSON, 1959).

⁴ Fusões Horizontais acontecem entre duas ou mais organizações que atuam no mesmo setor econômico.

Tabela 1 – Consolidações das Indústrias de Mineração e Manufatura, 1890 a 1903, compiladas por “*Moody*” e “*Walkins*”.

Ano	Moody		Walkins	
	Números	% do Total	Números	% do Total
1890	2	0,71%	11	4,80%
1891	7	2,48%	13	5,68%
1892	7	2,48%	12	5,24%
1893	7	2,48%	5	2,18%
1894	3	1,06%	0	0,00%
1895	6	2,13%	3	1,31%
1896	5	1,77%	3	1,31%
1897	5	1,77%	6	2,62%
1898	12	4,26%	18	7,86%
1899	74	26,24%	78	34,06%
1900	27	9,57%	23	10,04%
1901	46	16,31%	23	10,04%
1902	63	22,34%	26	11,35%
1903	18	6,38%	8	3,49%
Total	282	100,00%	229	100,00%
Períodos				
1890-1893		8,16%		17,90%
1894-1898		10,99%		13,10%
1899-1903		80,85%		69,00%

Fonte: NELSON, R.L., 1959, p.12.

Nota: A coluna “*números*” contabiliza o número de consolidações ocorridas na época para as Indústrias de Mineração e Manufatura.

As F&A caracterizaram-se por alterações estruturais da economia americana e pela transição dos mercados de atuação das organizações, partindo do regional para o nacional. Quanto às motivações, destacam-se o ganho de escala através de sinergias, assim como a fusão horizontal que tem como objetivo a criação de monopólio (STIGLER, 1950). Esse tipo de fusão foi sancionada nos Estados Unidos, em 1904, com a decisão da Suprema Corte (“Northern Securities”). Vale ressaltar também que as F&A, de modo geral, diminuíram drasticamente, a partir de 1903, com a recessão. Markham, Salter e Weihold (2009) destacam ainda o caráter especulativo como motivação parcial para a primeira onda de F&A.

II. Segunda Grande Onda – de 1922 a 1929

Esse segundo período é caracterizado por processos oligopólios de F&A entre organizações pertencentes aos setores de mineração, alimentos e produtos químicos. As Fusões Verticais aumentam nesse período. Quanto às motivações, destacam-se sinergias por ganho de escala e F&A de caráter especulativo.

Essa segunda grande onda foi estagnada pela “Crise de 29” (ou Grande Depressão), que acabou terminando somente com o início da Segunda Guerra Mundial na década de 30. Com a recessão econômica e quedas na produção industrial, as F&A estagnaram.

Tabela 2 – Distribuição de 1895 a 1920 de Fusões nos setores de mineração e manufatura.

Fusões e Aquisições (%)			
Período	Manufatura	Mineração	Sem Classificação
1895-1920	87,60	10,70	1,80
1895-1904	90,70	7,40	2,00
1905-1914	74,10	22,50	3,50
1915-1920	89,60	9,90	0,50

Fonte: NELSON, R.L., 1959, p.41.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

É possível avaliar (**Tabela 2**) a relevância do setor de manufatura, sendo que no período entre 1895 e 1920 tal setor representou 87,6% das F&A da época. O setor de mineração foi responsável por 10,7%, no mesmo período, contra 1,8% dos demais setores da indústria.

III. Terceira Grande Onda – década de 60

Durante a Segunda Guerra Mundial e no período adjacente, até 1947, a Europa teve seu parque industrial prejudicado o que acabou por colocar as organizações americanas na vanguarda da retomada das F&A. É possível evidenciar novamente o aumento das fusões verticais, tendo como possíveis causas a modernização gerencial e o avanço tecnológico.

Já na terceira grande onda, mais precisamente na década de 60, ocorre o aumento das Fusões de Conglomerados e a redução das Fusões Verticais e Horizontais. Weston, Siu e Johnson (2001) avaliam que as fusões por conglomerados possuem motivações protecionistas, a saber: instabilidade do mercado (vendas e lucros); modificação no perfil dos competidores; evolução tecnológica com risco de obsolescência. É possível destacar a participação crescente das organizações de pequeno e médio porte no papel da empresa compradora (SALTER; WEINHOLD, 2009).

IV. Quarta Grande Onda – década de 80

A quarta grande onda teve seu ponto máximo em F&A em 1988. No entanto, podemos considerar que o período de retomada foi em 1976, após a crise americana entre 1974 e 1975.

A década de 80 apresentou os seguintes fatores motivadores:

Afrouxamento das restrições inerentes a fusões implementadas pelas leis de *antitruste*, recuo no crescimento de setores ou mesmo involução, desregulamentação de serviços financeiros, da IPGN, transporte e mercados emergentes, e melhorias na tecnologia de F&A. (JENSEN, 1988, 2, p. 24, tradução do autor).

A quarta onda não possui magnitude significativa em relação ao período anterior, mas cumpre seu papel de reduzir os desperdícios e ineficiências do mercado econômico financeiro mundial. Já nesse quarto período, pode-se constatar a ascensão em F&A no setor terciário, que é hoje representante da economia moderna. É possível destacar ainda um grande aumento de F&A no setor de comunicação privilegiado por alterações na legislação americana.

Ainda nesse quarto período, destaca-se um aumento significativo na área de recursos naturais em função de diversos fatores, tais como: aumento dos preços de energia e minerais; operadores atuando na integração vertical com a aquisição de novas jazidas; operadores atuando na fusão horizontal para se tornarem mais competitiva mediante o declínio das reservas domésticas.

Tabela 3 – Operações de “*Takeover*” classificadas pelo setor da indústria.

Classificação dos Setores das Indústrias	% do Total das Atividades de Aquisições
Energia (Oil and Gas)	26,3%
Bancos & Finanças (Banking and Finance)	8,8%
Seguradoras (Insurance)	5,9%
Setor de Alimentos (Food processing)	4,6%
Mineração (Mining and minerals)	4,4%
Conglomerados (Conglomerate)	4,4%
Varejo (Retail)	3,6%
Logística (Transportation)	2,4%
Lazer (Leisure and entertainment)	2,3%
Telecomunicação (Broadcasting)	2,3%
Outras (Other)	39,4%

Fonte: GRIMM, 1984, p. 41.

É possível avaliar na **Tabela 3** que, ao contrário do início do século XIX, o setor de mineração dá lugar à Indústria de Petróleo e Gás Natural, sendo responsável por 26,3% das atividades. Outro setor de destaque é o financeiro (Bancos & Finanças) com 8,8%.

V. Quinta Grande Onda – década de 90

Weston, Siu e Johnson (2001) avaliam que a última grande onda teve início na década de 90, frente à reestruturação da economia. Como motivações, destacam-se o avanço tecnológico, a

globalização e desregulamentação de mercados diversos. Dentro do setor Petróleo e Gás Natural, os mercados emergentes iniciam um processo de abertura de mercado, abrindo espaço novamente para as grandes operadoras que até então haviam sido afastadas pelas nacionalizações, na metade do século XX. Tal abertura ocorreu de forma diversificada, seja por privatizações de companhias estatais, ou pelo afrouxamento de monopólios e redução das barreiras de comércio transnacionais.

Na América do Sul, as privatizações aconteceram em sua maioria ao longo da década de 90, após uma década de crise em 80. Alguns países adotaram a política de privatização como cerne da estratégia de crescimento, tal como Argentina. Mas, na grande maioria, os países buscaram um sistema híbrido com flexibilização do monopólio e parcerias entre o capital público e privado.

No Brasil, Rocha, Iooty e FERRAZ (2001) destacam que as privatizações aconteceram em duas etapas: de 1990 a 1994, nos setores de siderurgia, fertilizantes e petroquímicas; de 1995 a 1998, nos setores de mineração, financeiro e serviços públicos (eletricidade, telecomunicações e transportes).

VI. Início do século XXI

Mais recentemente, é possível constatar a formação de alianças que visam o compartilhamento de recursos, sejam eles operacionais, ou de mão de obra como parcerias em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).

O número de F&A, para todos os setores da industrial mundial, vem caindo nos últimos 12 meses (**Gráfico 1**). O mês de outubro apresentou um aumento de atividades, num total de 5.161 anúncios (concluídos + pendentes), com o destaque para aquisição da empresa russa TNK-BP pela também russa OAO, por USD28 bilhões.

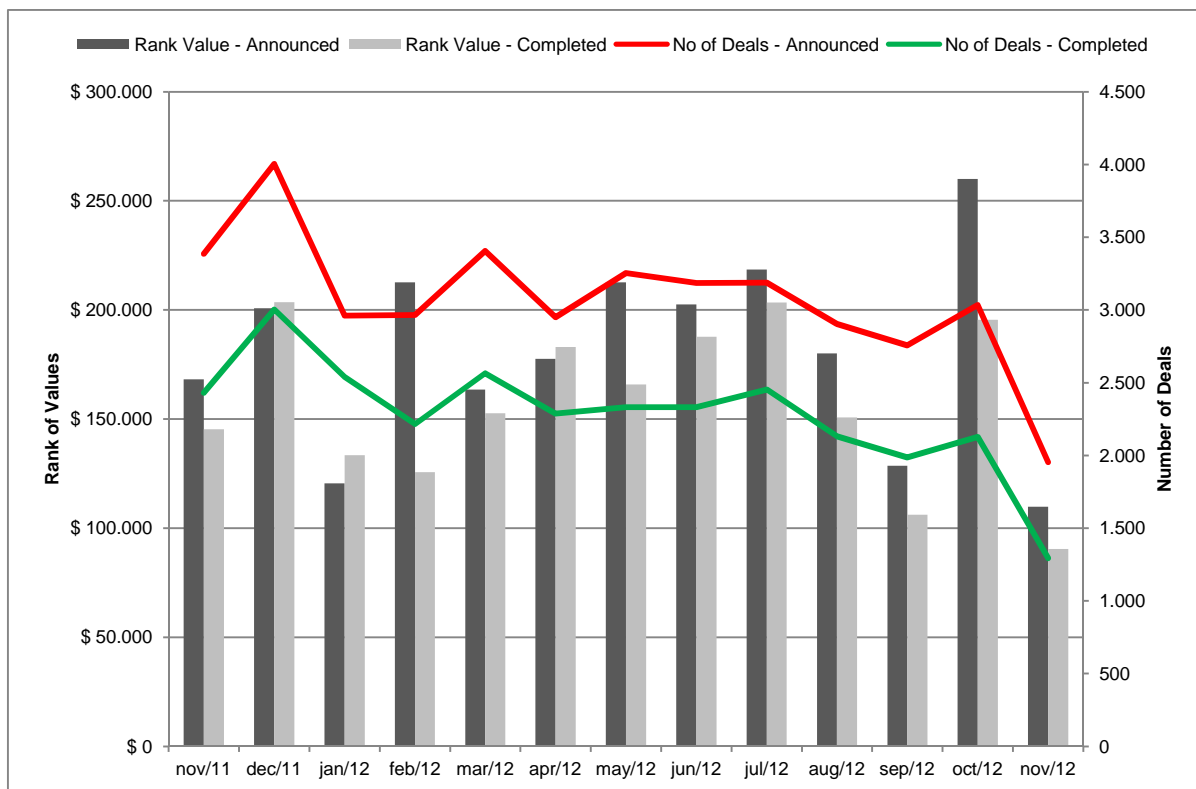


Gráfico 1 – N° de F&A e valores anunciados no mundo, nos últimos 12 meses.

Fonte: Thomson Reuters (acesso em <http://www.thomsonone.com> em: 25 nov. 2012)

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

A indústria de petróleo representou 18,3% das atividades de F&A no mundo em valores anunciados, movimentando o valor de \$363,8 bilhões de dólares, em 2012, até meados do mês de novembro. A expectativa é de que essa marca chegue em \$476,9 bilhões de dólares, em 2013.

KPMG (2012) apresenta um total de 433 transações no primeiro semestre de 2012, no Brasil, 54 a mais para o mesmo período de 2011. Um novo recorde. Das 433 transações, 204 aconteceram no primeiro trimestre de 2012, sendo 99 por empresas de capital estrangeiro.

Tabela 4 – N^o de F&A e Valores de Anúncio para Organizações “Target”, em 2011 e 2012, em diferentes setores da indústria.

Anúncios Mundiais de F&A - Comparação para Indústrias "Target "						
Setor Macro da Indústria "Target "	Ano Corrente (2012)			Ano Anterior (2011)		
	Valores de Anúncio (\$Mil)	Participação no Mercado	Número de Anúncios	Valores de Anúncio (\$Mil)	Participação no Mercado	Número de Anúncios
Energy and Power Energia	363.817,96	18,3%	2.646	476.917,06	21,3%	3.048
Financials Instituições Financeiras	221.486,43	11,1%	3.526	235.701,24	10,5%	4.075
Materials Setor de Materiais	216.234,06	10,9%	4.039	272.622,05	12,2%	4.889
Industrials Setor Industrial	193.988,94	9,8%	4.709	198.924,28	8,9%	5.400
Real Estate Infra-estrutura (Imobiliários)	173.210,15	8,7%	2.086	193.792,03	8,6%	2.141
Consumer Staples Bens de Consumo Quotidiano	151.913,86	7,6%	2.098	160.351,47	7,2%	2.459
High Technology Tecnologia	138.684,47	7,0%	4.127	173.568,27	7,7%	4.525
Healthcare Indústria do Setor da Saúde	136.077,07	6,8%	1.856	207.743,37	9,3%	2.102
Telecommunications Telecomunicações	127.172,26	6,4%	589	78.331,09	3,5%	647
Media and Entertainment Entretenimento & Mídia	103.295,13	5,2%	2.196	96.257,96	4,3%	2.616
Retail Varejo	95.991,68	4,8%	1.574	70.153,13	3,1%	1.854
Consumer Products and Services Produtos de Consumo e Serviços	64.370,47	3,2%	3.078	76.074,52	3,4%	3.493
Government and Agencies Governamentais e Agências	387,76	0,0%	33	2.043,69	0,1%	40
Industry Total Total da Indústria	1.986.630,23	100,0%	32.557	2.242.480,16	100,0%	37.289

Fonte: Thomson Reuters (acesso em <http://www.thomsonone.com> em: 25 nov. 2012)

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

3.2 Metodologia de Estudo de Eventos

Para Campbell, Lo e Mackinlay (1997), o estudo de eventos consiste em uma metodologia que propõe o cálculo, ou mensuração, dos retornos anormais, a fim de avaliar a existência (ou não) de uma reação significativa do mercado financeiro frente a um evento específico (ex.: valorização dos preços das ações). Essa reação pode ser negativa ou positiva.

Para Fama, Fischer, Jensen e Roll (1969), a metodologia de estudo de eventos é utilizada constantemente como ferramenta pelos pesquisadores de F&A. Mandelker (1974) publicou o primeiro trabalho sobre F&A, considerando a metodologia de “estudo de eventos” pautada na lógica do “Capital Asset Pricing Model”. Desde então, inúmeros trabalhos foram publicados, a fim de avaliarem o impacto do anúncio de uma fusão e/ou aquisição nos preços das ações das organizações envolvidas.

O cálculo do retorno anormal é baseado num retorno normal que utiliza como referência série histórica das ações da organização antes e depois do evento. Uma das premissas dessa metodologia é o conceito econômico de “mercado perfeito”, pelo qual o efeito do evento é repassado diretamente ao preço das ações.

Campbell, Lo e Mackinlay (1997) dividem a metodologia de estudo de eventos em sete etapas, conforme detalhado no **Esquema 3** abaixo:



Esquema 2 – Etapas inerentes a Metodologia de Estudo de Eventos.

Fonte: CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997.

3.2.1 Definição do Evento

Consiste na tentativa de isolar o evento a ser estudado dos demais “ruídos” provenientes de fatores externos ao evento de interesse. Questionamentos pertinentes a essa dificuldade são destacados na literatura, principalmente para estudo de eventos em F&A. Wells (2004) ressalta alguns desses questionamentos, conforme abaixo:

O evento é o primeiro anúncio sobre o interesse de compra ou já é a conclusão do anúncio da compra? Quando essa informação foi introduzida de fato no mercado financeiro e teve impacto no preço das ações? (WELLS, 2004, v. 22, p. 64, tradução do autor).

Uma vez definida a data do evento, esta é denominada data zero. O período escolhido para análise dos preços das ações é denominado janela de evento. O período anterior à janela de evento é denominado janela de estimação (será utilizado na quarta etapa, quanto ao procedimento de estimativa). O período escolhido para análise dos preços das ações, após a janela de evento, é denominado janela pós-evento.

A escolha do período da janela de evento é um tanto quanto subjetiva, uma vez que depende de fatores externos, tais como a disponibilidade para consultas de valores históricos das ações e a frequência de negociação das ações (DIMSON, 1979). Uma janela de evento muito curta pode ser influenciada pelo vazamento de informações antes do anúncio oficial. Por outro lado, uma janela muito longa pode ser influenciada por outros eventos.

3.2.2 Critério de Seleção

A escolha das organizações que irão participar da análise também depende de fatores externos. Se o objetivo do estudo é avaliar o impacto de uma F&A nos preços das ações, é um tanto óbvio que as organizações a serem avaliadas sejam de capital aberto. Outro fator a ser considerado é o acesso (ou disponibilidade) aos valores históricos das ações dentro da janela de evento. O detalhamento sobre o critério de seleção utilizado no presente estudo será posteriormente detalhado.

3.2.3 Medição de Retornos Normais e Anormais

Campbell, Lo e Mackinlay (1997), Brown e Warner (1984) e Wells (2004) destacam três principais métodos, a saber: a) retornos ajustados à média; b) retornos ajustados ao mercado; e c) modelo de mercado. O retorno ajustado à média leva em consideração que o retorno médio da ação é constante ao longo do tempo; o retorno ajustado ao mercado é medido pela diferença entre o retorno médio e o retorno da carteira de mercado; o modelo de mercado mensura o retorno anormal de uma ação pela correlação entre seu retorno médio e o retorno de um portfólio de mercado.

Foi escolhido o método de retorno ajustado à média para fins desse trabalho. Nessa metodologia, está implícito que o retorno médio de uma determinada ação é constante ao longo do tempo. Inerente a essa análise financeira, faz-se necessário ainda o cálculo dos retornos normal e anormal, para avaliar se tal evento agregou ou destruiu valores.

O retorno anormal foi calculado conforme Equação (1) abaixo:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_i \quad (1)$$

Onde:

$A_{i,t}$: retorno anormal de uma determinada ação num período “t”.

$R_{i,t}$: retorno normal de uma determinada ação num período “t”.

\bar{R}_i : média simples dos retornos de uma determinada ação.

O retorno normal foi calculado conforme Equação (2). É importante ressaltar que foi utilizada a função Logaritmo Natural (LN) para cálculo do retorno normal, evitando possíveis desvios matemáticos do cálculo da variação diária do valor da ação.

$$R_{i,t} = LN \left(\frac{CMAF_t}{CMAA_{t-1}} \right) \quad (2)$$

Onde:

$CMAF_t$: cotação de mercado da ação no fechamento do dia t.

$CMAA_{t-1}$: cotação de mercado da ação na abertura do dia anterior (t – 1).

O retorno anormal acumulado foi calculado conforme **Equação 3**. A média simples dos retornos foi calculada dentro da janela de estimação (período de 180 dias anterior à janela de evento), conforme Wells (2004). O autor destaca ainda a importância de considerar somente os dias em que houve movimentação, compra ou venda, da ação.

$$AAC_{i,t} = \sum R_{i,t} - \bar{R}_i \quad (3)$$

Onde:

$AAC_{i,t}$: retorno anormal acumulado de uma determinada ação num período “t”.

$R_{i,t}$: retorno normal de uma determinada ação num período “t”.

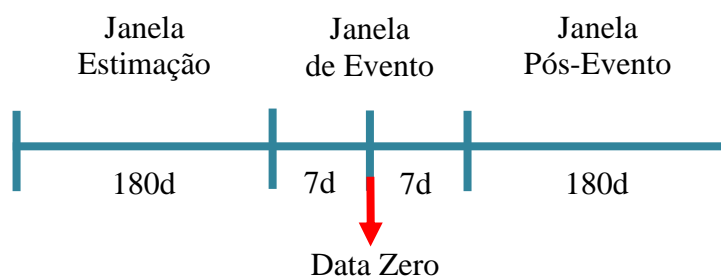
\bar{R}_i : média simples dos retornos de uma determinada ação.

O retorno anormal acumulado também foi calculado dentro da janela pós-evento, considerada como sendo 180 dias após a janela de evento. A fórmula de cálculo é a mesma detalhada na

Equação 3. Porém, o retorno médio dos retornos de uma determinada ação (\overline{R}_i) foi cálculo para a janela pós-evento⁵.

3.2.4 Procedimento de Estimativa

O procedimento de estimativa consiste no cálculo do retorno normal dentro da janela de estimação. O presente estudo adotou 180 dias de negociação das ações como período para a janela de estimação e janela pós-evento, assim como 7 dias antes e após o evento, para a janela de evento (WELLS, 2004).



Esquema 3 – Janelas de dados inerentes a Metodologia de Estudo de Eventos.

Fonte: CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997.

Nota: Esquema trabalhado pelo autor.

3.2.5 Procedimento de Teste

Nessa fase, é definida a hipótese nula (H_0), considerando que o evento não tem impacto sobre a média e a variância dos retornos. Para esse presente trabalho, não houve uma definição do procedimento de teste, uma vez que a amostra não é probabilística e, sim, por conveniência devido à disponibilidade das cotações históricas das ações das firmas avaliadas.

3.2.6 Considerações sobre a Metodologia

A metodologia é bastante simples e amplamente utilizada por pesquisadores no mundo acadêmico. As maiores limitações estão amarradas às violações das premissas estatísticas que são consideradas nessa metodologia.

⁵ O retorno acumulado na janela pós-evento também foi calculado, para fins didáticos, utilizando a média geométrica sem substituição do método pelo logaritmo natural (LN). Como os resultados foram similares, o presente estudo optou por detalhar somente o método logarítmico.

- Para a medição de retornos anormais ajustados ao modelo de mercado, é utilizado o *beta*; tal métrica é teoricamente a medida da variabilidade (dispersão) futura. O uso do *beta* é uma premissa de que a dispersão é constante, e que o que foi calculado no passado pode ser extrapolado para o futuro. Tal limitação não é aplicável a esse estudo, pois uma metodologia diferente foi escolhida;
- A metodologia de eventos é baseada num cálculo estatístico que depende do tamanho da amostra. Quanto menor for a amostra, mais limitadas são as propagações das conclusões para determinados setores de estudo (ex.: um número baixo de amostra para o setor da IMP pode gerar conclusões que não são aplicáveis ao setor);
- O tamanho da janela de eventos também é um limitante, pois ao avaliar os preços das ações dentro de um determinado período, o impacto em longo prazo é ignorado;
- Ainda quanto ao tamanho da janela, é possível destacar que o presente trabalho estuda a reação do mercado (as expectativas) através de impactos nos valores das ações;
- Pode-se destacar ainda como limitação a capacidade de isolar as variações dos preços das ações do objeto de estudo frente às demais interferências do mercado de capitais; e
- Ao se avaliar o impacto nos preços das ações após um evento de F&A, assume-se como premissa que somente as organizações envolvidas no processo são impactadas. No entanto, quando um evento de F&A ocorre em empresas de atuação diversificada (diferentes setores) e grande porte, o evento pode impactar em outras firmas como efeito cadeia.

O estudo também apresentou limitações quanto à aplicação da metodologia, uma vez que esta faz uso de valores históricos de ações das organizações envolvidas no processo de F&A.

A base de dados foi extraída da Thomson Reuters. As cotações históricas das ações foram buscadas no “*software*” Economática. Outras bases de dados foram consultadas para os valores históricos das ações, tais como a “*Compustat*” e a própria Thomson Reuters. O presente estudo também buscou nos “*sites*” das respectivas Bolsas de Valores de cada país da América do Sul. Mesmo diante de toda essa busca, somente 5 eventos foram considerados aptos para uso no cálculo de retorno anormal, sendo estes submetidos a uma análise qualitativa complementar à metodologia de estudo de eventos detalhada mais adiante neste trabalho.

4. INDÚSTRIA MUNDIAL DE PETRÓLEO E GÁS NATURAL (IMPGN)

4.1 História & Evolução

Petróleo é um recurso natural não renovável, tendo como composição misturas de hidrocarbonetos; misturas estas que definem os diversos tipos existentes e ocorrem geralmente associadas a bolhas de gás natural. As quatro classificações são: parafínicos, naftênicos, aromáticos e mistos. Além de hidrocarbonetos, existem ainda os compostos orgânicos, em proporções bem menores, como derivados oxigenados, nitrogenados e sulfurados.

A história da IMP começou a ser escrita, em 1859, com a descoberta do petróleo na Pensilvânia (Estados Unidos). Tendo ciência do seu caráter estratégico e político, o setor passou por verticalização, desverticalização, monopólios, oligopólios, acordos, cartéis, choques e contrachoque de preços do petróleo, que serão detalhados mais adiante neste capítulo.

A empresa Seneca Oil Company, representada por Col. Edwin L. Drake, inicia o processo de perfuração. A IMPGN, desde sua origem, apresentou dois tipos de organizações atuantes: as companhias (“*players*”) privadas e as organizações estatais formadas principalmente nos mercados emergentes.

Campos (2005) cria uma estruturação cronológica do setor de Petróleo e Gás Natural, desde o final do século XIX até os dias atuais.

4.1.1 De 1859 a 1870

- Produção exaustiva: foco no aumento da produção, com o objetivo de reduzir a vida útil do reservatório; com o eminente esgotamento, eleva-se o preço do insumo, aumentando o retorno financeiro;
- Elevado custo de perfuração e limitada estrutura de armazenamento; portanto, a produção era ofertada imediatamente ao mercado; e
- Prevalencia a “regra da captura”, cujo objetivo é a obtenção de lucros volumosos frente à produção rápida e exaustiva.

Dentro desse contexto, diversos reservatórios foram danificados diante da incipiência do setor representada pelo baixo conhecimento tecnológico ainda em evolução. No Brasil, entre 1892

e 1986, destacam-se as explorações sob o regime de livre iniciativa. A primeira investida em petróleo no Brasil é feita por Eugênio Ferreira Camargo, no estado de São Paulo, município de Bofete, em 1897.

4.1.2 De 1870 a 1926

- Em 1870, Rockefeller e associados criam a *Standard Oil*, tendo como objetivo primário a atuação nos setores “*midstream*” e “*downstream*”⁶. Ao consolidar-se como a maior companhia em dois terços da cadeia produtiva, a *Standard Oil* verticaliza a cadeia ao iniciar suas atividades no setor de “*upstream*”;
- A Suprema Corte Federal americana desmembra a *Standard Oil* em 33 novas organizações⁷, em 1911, através de uma decisão judicial;
- Em paralelo, tivemos a formação na Europa de companhias de petróleo, a fim de criarem concorrência às empresas americanas. Destaca-se aqui *Anglo-Persian* (BP) e a *Royal Dutch Shell*;
- Ainda nesse período, as explorações eram de caráter exploratório fundamentadas pelo método de concessões. A atuação no “*upstream*” era livre de concorrência, com a manutenção total do poder de exploração das regiões já concedidas.

Um marco nesse período foi o Acordo de Achnacarry (1926), referente à internacionalização da indústria de petróleo, no qual foi estabelecido um cartel internacional que ficou mais tarde conhecido como Cartel das 7 Irmãs. Tal acordo tinha como objetivo controlar o mercado mundial, gerando cooperação entre seus participantes. O Acordo de Achnacarry é visto como um modelo de regulação privada que propiciou uma expansão sustentável do setor.

4.1.3 De 1926 a 1973

- Tal período foi marcado pelas disputas das jazidas internacionais, principalmente no Oriente Médio;

⁶ A operação da indústria de petróleo divide-se em três principais setores: i. **Upstream** – representa o grupo de atividades relacionado à exploração, perfuração e produção; ii. **Midstream** – refere-se à fase de refinamento; iii. **Downstream** – compreende a parte logística (transporte, distribuição e comercialização).

⁷ *Standard Oil of New Jersey* (Esso e Exxon); *Standard Oil of New York* (Mobil Oil); *Standard Oil of California* (Socal e Chevron); *Standard Oil of Indiana* (Amoco); *Standard Oil of Ohio* (Sohio); *Continental Oil* (Conoco); *Standard Oil of Virginia* (Atlantic) e demais.

- Em 1967, acontece o conflito denominado Guerra dos Seis Dias entre Israel e seus vizinhos. Ocorre, então, o primeiro embargo realizado pela OPEP aos Estados Unidos e Grã-Bretanha, devido ao suporte provido a Israel durante a Guerra dos Seis dias;
- Mercado em expansão e crescimento da demanda motiva as Operadoras que, ao exercerem o poder sobre o controle da produção, atuam no controle do mercado, evitando guerras de preço;
- Surgem, então, os consórcios para impedir a competição predatória;
- O petróleo era cada vez mais importante para manter o domínio político-econômico perante os países emergentes;
- Os estados nacionais começam a se fortalecer frente ao cenário de exploração. A luta por maiores fatias na partilha entra em discussão;
- A representação prática do fortalecimento dos estados nacionais foi a criação da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP)⁸, em 1960, como ação conjunta da Venezuela e países do Oriente Médio; e
- A Organização das Nações Unidas (ONU) cria, em 1962, a resolução nº 1.803/62, que reconheceu o direito do Estado soberano de dispor livremente de suas riquezas e de seus recursos naturais.

A IMP mantém um crescimento estável até final da década de 60, início da década de 70. A eminente redução das reservas das organizações pertencentes ao Cartel das 7 irmãs é precursora do Primeiro Choque do Petróleo, em 1973. Com o conseqüente enfraquecimento do poder anglo-americano, surgem as Operadoras Estatais no início da década de 70.

4.1.4 De 1973 a 1986

- Esse período é marcado pelo enfraquecimento do Cartel das 7 Irmãs e fortalecimento da OPEP, controladora das principais reservas mundiais;
- A criação de estatais e formação de barreiras institucionais, mediante a nacionalização de mercados produtores, foram fatores dominantes para a desverticalização da IMP;

⁸ Arábia Saudita, Iraque, Irã, Kuwait e Venezuela são os fundadores. Aderem à organização posteriormente Qatar (1961), Indonésia e Líbia (1962), Emirados Árabes Unidos (1967), Argélia (1969), Nigéria (1971), Equador (1973) e Gabão (1975).

- Contratos de longo prazo eram estabelecidos entre as estatais e as grandes organizações do mercado de petróleo;
- Em 1979, acontece a Segunda Crise do Petróleo, fruto da restrição à produção imposta pelo Iraque, um dos maiores produtores mundial. Esse segundo choque é mais longo que o primeiro, devido a problemas políticos entre o então novo governo iraquiano e os Estados Unidos.

É importante ressaltar aqui que a OPEP controlava os preços e a produção de petróleo dos principais produtores. Esse cenário incentivou a busca por programas para uso de fontes alternativas de energia. No Brasil, podemos mencionar o Programa Nacional do Alcool (Proálcool).

Ainda no cenário nacional, pode-se destacar a publicação do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), publicado em setembro de 1974, cujo objetivo era manter as altas taxas de crescimento econômico e manter o equilíbrio da balança de débitos no país através dos superávits (BATISTA, 1987).

4.1.5 De 1985 até 2000

- Em resposta ao segundo choque do petróleo, a OPEP reduz drasticamente os preços em 1986, e busca a retomada do mercado, gerando o que foi denominado de Contrachoque do Petróleo;
- Países consumidores do petróleo aumentam as barreiras alfandegárias (taxas de importação) contra a redução nos preços praticada pela OPEP;
- O Contrachoque reafirma a corrida para viabilizar programas que incentivam o uso de energias alternativas;
- A partir da década de 80, a IMP passa por uma reestruturação devido a mudanças de mercado. Com a queda no preço do petróleo e aumento da concorrência, contratos de longo prazo são firmados;
- A estratégia de redução de custo através de F&A surge com objetivos de ganho de escala e sinergia entre as partes; e

- As cooperações são feitas agora através de “*joint ventures*”, buscando o encurtamento geográfico e a viabilização de entrada em novos mercados.

Os mercados emergentes iniciam um processo de abertura de mercado, abrindo espaço novamente para as grandes operadoras que até então tinham sido afastadas pelas nacionalizações, na metade do século XX.

4.1.6 De 2000 até os dias atuais

- Fatos políticos e econômicos afetam a produção de petróleo no início desse século. Em 2002, os EUA invadem o Iraque supostamente em busca de fabricação de armas de destruição em massa. No mesmo ano, acontece uma greve de nível nacional na Venezuela, interrompendo a produção de petróleo;
- Em 2001, Rússia e China anunciam a construção de um oleoduto para transporte de petróleo da Sibéria até o nordeste da China, região conhecida como Manchúria; e
- Em 2007, o barril de petróleo bate recorde de preços da bolsa de “*New York*” fechando a USD96,70. Nesse mesmo ano, a Petrobras anuncia a descoberta do campo de Tupi (pré-sal), com reservas estimadas em 8 bilhões de barris.

O século XXI começa ainda sob efeito de aplicação de capital pelas organizações privadas nos mercados híbridos, tal como o Brasil. Esse ingresso de capital estrangeiro e privado é precursor da formação de alianças que visam o compartilhamento de recursos operacionais ou mão de obra com parcerias em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). Discute-se na América do Sul a integração energética entre os países do bloco para fortalecimento da região. Diferentemente de planos passados, a integração proposta tem por objetivo promover a sinergia entre os países, com objetivo final de cooperação e não única e exclusivamente aumento da competitividade. A formação de empresas regionais, num primeiro momento Petrosur e, posteriormente, a Petroamérica, é resultado da integração energética.

No Brasil, a Petrobras, juntamente com a ANP, anunciam reservas significativas na camada pré-sal em meados da primeira década desse século. A produção na camada do pré-sal ainda é baixa, sendo que a Petrobras está desenvolvendo novas tecnologias em paralelo com a produção para tornar a produção mais eficiente.

4.2 Indústria de Petróleo na América do Sul

O relatório BP Report (2012) mostra que as reservas, já mapeadas, de petróleo estão concentradas no Oriente Médio e na América do Sul (Venezuela), ver **Tabela 5** abaixo. No Oriente Médio destaca-se a maior concentração com 48,1%, seguido pela América do Sul com 19,7%. Dentro da América Latina, a Venezuela desponta com 17,9% das reservas comprovadas, seguida pelo Brasil com 0,9%.

Tabela 5 – Reservas Comprovadas de Petróleo por regiões ao redor do mundo, de 2008 a 2011, assim como um aumento em percentagem de 2010 para 2011.

Petróleo: Reservas Comprovadas					Alteração de 2011 para 2010	2011 parte do Total
Thousand million barrels	2008	2009	2010	2011		
América do Norte	216,5	218,6	217,8	217,5	-0,1%	13,2%
Argentina	2,5	2,5	2,5	2,5	-	0,2%
Brasil	12,8	12,9	14,2	15,1	5,6%	0,9%
Colômbia	1,4	1,4	1,9	2,0	4,6%	0,1%
Equador	6,5	6,3	6,2	6,2	-	0,4%
Peru	1,1	1,1	1,2	1,2	-	0,1%
Trinidad & Tobago	0,8	0,8	0,8	0,8	-	0,1%
Venezuela	172,3	211,2	296,5	296,5	-	17,9%
Outro Países	1,4	1,3	1,3	1,1	-19,6%	0,1%
Total América do Sul & Central	198,9	237,5	324,7	325,4	0,2%	19,7%
Europa & Eurasia	136,5	136,8	139,5	141,1	1,1%	8,5%
Oriente Médio	753,7	752,8	765,6	795,0	3,8%	48,1%
África	128,1	130,3	132,7	132,4	-0,2%	8,0%
Ásia Pacífico	41,8	42,2	41,7	41,3	-1,1%	2,5%
Total Mundial	1475,4	1518,2	1622,1	1652,6	1,9%	100,0%

Fonte: Statistical Review of World Energy BP Report 2012.

Ainda na **Tabela 5**, é possível ressaltar o aumento das reservas de petróleo no Brasil nos últimos 4 anos, mantendo-se ainda como segundo país com maior reserva da região.

A produção e consumo de petróleo apresentam distribuições diferentes das reservas mapeadas, conforme **Tabela 6** abaixo. BP Report (2012) ressalta a significativa discrepância entre a produção de petróleo nos Estados Unidos, quando comparada com o consumo. A produção de 7,841 milhões de barris, em 2011, é significativamente inferior ao consumo de 18,835 milhões de barris no mesmo período. O relatório mostra que o mesmo acontece com a China, porém em menor escala, sendo o consumo de 9,758 milhões de barris frente a uma produção de 4,090 milhões de barris, em 2011. Já na Europa e Eurásia, a produção equipara-se com o consumo. Destaque-se a queda, tanto do consumo, quanto da produção, também na

Europa e Eurásia. Uma das vertentes são os diversos programas de incentivo para uso de energias alternativas.

Tabela 6 – Produção de Petróleo por regiões ao redor do mundo de 2008 a 2011, assim como um aumento em percentagem de 2010 para 2011.

Petróleo: Produção				Alteração de 2011 para 2010		2011 parte do Total
Mil barris diário	2008	2009	2010	2011	2010	do Total
América do Norte	13122	13471	13880	14301	3,0%	16,8%
Argentina	682	676	652	607	-7,0%	0,8%
Brasil	1899	2029	2137	2193	2,5%	2,9%
Colômbia	616	685	801	930	16,3%	1,2%
Equador	514	495	495	509	2,8%	0,7%
Peru	120	145	157	153	-2,8%	0,2%
Trinidade & Tobago	149	151	145	136	-6,5%	0,1%
Venezuela	2985	2914	2775	2720	-2,0%	3,5%
Outros países	139	133	131	134	1,4%	0,2%
Total América Central e do Sul	7104	7229	7293	7381	1,3%	9,5%
Europa & Eurásia	17537	17703	17629	17314	-1,8%	21,0%
Oriente Médio	26320	24633	25314	27690	9,3%	32,6%
África	10284	9792	10114	8804	-12,8%	10,4%
Ásia Pacífico	7969	7903	8251	8086	-2,0%	9,7%
Total Mundial	82335	80732	82480	83576	1,3%	100,0%

Fonte: Statistical Review of World Energy BP Report 2012

É possível entender a importância política e, até mesmo, especular sobre as guerras vivenciadas nas últimas décadas, avaliando o binômio – consumo e produção – no Oriente Médio, conforme **Tabela 6** e **Tabela 7**. A região foi responsável pela produção de 32,6% do petróleo mundial, em 2011, com um consumo de apenas 9,1%. As duas regiões de maior consumo são América do Norte com 25,3% e Ásia com 32,4%.

No relatório BP Report (2012), a produção excede o consumo em 15,4% na América do Sul e Central, conforme **Tabela 8** abaixo. No entanto, esse valor é alavancado pela produção da Venezuela, que foi três vezes menor que seu consumo em 2011. O Brasil aparece com produção deficitária de 21%, assim como o Peru com 33%.

Tabela 7 – Consumo de Petróleo por regiões ao redor do mundo de 2008 a 2011, assim como um aumento em percentagem de 2010 para 2011.

Petróleo: Consumo				Alteração de		2011
Mil barrís diário	2008	2009	2010	2011	2010 para	parte
					2010	do Total
América do Norte	23841	22945	23491	23156	-1,4%	25,3%
Argentina	534	518	550	609	8,2%	0,7%
Brasil	2395	2415	2629	2653	2,3%	3,0%
Chile	353	335	318	327	2,8%	0,4%
Colômbia	232	231	247	253	2,4%	0,3%
Equador	188	191	220	226	2,6%	0,3%
Peru	172	176	186	203	9,0%	0,2%
Trinidade & Tobago	37	35	36	34	-3,5%	♦
Venezuela	720	749	794	832	3,8%	0,9%
Outros países	1155	1114	1098	1104	0,4%	1,3%
Total América do Sul e Central	5786	5763	6079	6241	2,9%	7,1%
Europa & Eurasia	20002	19123	19039	18924	-0,6%	22,1%
Oriente Médio	7270	7510	7890	8076	1,8%	9,1%
África	3150	3243	3377	3336	-1,4%	3,9%
Ásia Pacífico	25720	26047	27563	28301	2,7%	32,4%
Total Mundial	85768	84631	87439	88034	0,7%	100,0%

Fonte: Statistical Review of World Energy BP Report 2012

Tabela 8 – Produção, Consumo e Taxa (Consumo / Produção) Diária na América do Sul e América Central, em 2011.

Petróleo:	Produção	Consumo	Taxa
Taxa = Consumo / Produção			(C - P) / P
Thousand barrels daily	2011	2011	2011
Argentina	607	609	0,4%
Brasil	2193	2653	21,0%
Chile	0	327	100,0%
Colômbia	930	253	-72,8%
Equador	509	226	-55,5%
Peru	153	203	33,0%
Trinidade & Tobago	136	34	-74,7%
Venezuela	2720	832	-69,4%
Outros países	134	1104	726,4%
Total América do Sul e Central	7381	6241	-15,4%

Fonte: Statistical Review of World Energy BP Report 2012

Com base na distribuição das reservas e dos maiores consumidores e refinadores de petróleo no cenário mundial, podemos constatar a logística mundial. Do Oriente Médio, temos o maior fluxo de exportação, seguido da União Soviética⁹. Já para importação, têm-se os três maiores consumidores (EUA, Europa e Japão), que juntos são responsáveis por mais da metade do consumo mundial.

⁹ “Former Soviet Union” representa: Arménia, Azerbaijão, Bielorrússia, Estónia, Geórgia, Casaquistão, Quirguizistão, Látvia, Lituânia, Moldávia, Rússia, Tadjiquistão, Turcomenistão, Ucrânia, Uzbequistão.

Tabela 9 – Volume Mundial de Importação e Exportação Diárias de Petróleo por região de 2008 a 2011 e aumento em percentagem de 2010 para 2011.

Petróleo: Fluxo de Negociações					Alteração de	2011
Mil barris diário	2008	2009	2010	2011	2010 para	parte
					2010	do Total
Importação						
EUA	12872	11453	11689	11337	-3,0%	20,8%
Europa	13751	12486	12094	12086	-0,1%	22,1%
Japão	4925	4263	4567	4491	-1,7%	8,2%
Resto do Mundo	23078	24132	25160	26666	6,0%	48,9%
Total Mundial	54626	52333	53510	54580	2,0%	100,0%
Exportação						
EUA	1967	1947	2154	2573	19,4%	4,7%
Canadá	2498	2518	2599	2804	7,9%	5,1%
México	1609	1449	1539	1487	-3,4%	2,7%
América do Sul e Central	3616	3748	3568	3763	5,5%	6,9%
Europa	2023	2034	1888	2065	9,4%	3,8%
Ex-União Soviética	8184	7972	8544	8688	1,7%	15,9%
Oriente Médio	20128	18409	18883	19750	4,6%	36,2%
Norte da África	3260	2938	2871	1930	-32,8%	3,5%
Oeste da África	4587	4364	4601	4655	1,2%	8,5%
Ásia Pacífico	5392	5631	6226	6233	0,1%	11,4%
Resto do Mundo	1363	1323	637	631	-0,9%	1,2%
Total Mundial	54626	52333	53510	54580	2,0%	100,0%

Fonte: Statistical Review of World Energy BP Report 2004.

O conglomerado (América Central + América do Sul) aparece como responsável por 6,9%, ou 3,763 milhões de barris, das exportações mundiais de petróleo. A maior queda nas exportações, de 2010 para 2011, foi no Norte da África.

Com a internacionalização da indústria de petróleo, no início do século XX, as principais companhias buscam novos mercados nos países emergentes, incluindo a América do Sul. A produção e exploração de petróleo, nos países da América do Sul, eram incipientes, gerando assim um significativo investimento no setor “*upstream*”.

Na metade do século XX, os países da América do Sul, promovem uma reestruturação do setor de óleo e gás, com a participação direta das estatais. Figura como protagonista dessa reestruturação a retenção da renda petrolífera em território nacional, e, por conseguinte, o desenvolvimento socioeconômico da região. Dentro dessa lógica, o Estado passa a desempenhar a função de promotor do desenvolvimento econômico.

O modelo de Estado Desenvolvimentista é interrompido com a crise que desencadeou o segundo Choque do Petróleo, em 1979. Pereira (2001) e Jucá (2003) avaliam essa crise do ponto de vista fiscal. Os autores destacam a dificuldade do Estado perante a redução de

crédito (endividamento público) e também problemas operacionais com a excessiva burocracia estatal.

Tal crise dá início à substituição do modelo de Estado Desenvolvimentista para Estado Regulador. Agora, o Estado irá exercer um maior controle e regulação do setor. Essa transição foi realizada de maneira diferenciada entre os países da América do Sul (CAMPOS, 2005). O desenvolvimento global da industrial – aumento da competitividade – e a continuidade de investimentos significativos exerceram um papel motivador nesse processo. Segue abaixo um breve resumo dessa transição para os principais países atuantes no setor de Petróleo e Gás na América do Sul.

4.2.1 Indústria de Petróleo na Argentina

FORMAÇÃO

A indústria começa a ser formada no início do século XX. Devido à fragilidade do setor e falta de controle governamental, cria-se a Estatal *Yacimientos Petrolíferos Fiscales de Argentina* (YPF), somente em 1922. Mesmo com a criação, o Estado não apresenta uma estrutura política representativa para aumentar a produção de petróleo, devido à oposição agrícola que era significativa para a economia do país naquele momento.

YPF E EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA

A YPF atua, de 1925 a 1935, em regime de mercado aberto e competindo com empresas privadas que já atuavam no país. Em 1935, cerca de 60% da produção de petróleo era proveniente das firmas privadas (KOZULI; BRAVO, 1993).

O governo argentino aprova inúmeros decretos e leva as organizações privadas a focarem seus investimentos no refino e distribuição, deixando a exploração para a estatal.

O governo argentino apresentou um alto índice de endividamento, entre 1976 a 1983, sendo a YPF a empresa estatal com a maior dívida dentre outras companhias pertencentes ao governo argentino. Diante de tal cenário, a YPF foi privatizada.

REESTRUTURAÇÃO

Em 1989, inicia-se o processo de privatização do setor petrolífero na Argentina. O país inicia uma transição mais radical, optando pela privatização da Estatal YPF. A *YPF Sociedad Del Estado* é transformada em *YPF Sociedade Anónima*, em 1990. No final de 1999, a

privatização da YPF é concluída com a compra pela Repsol de 83,4% das ações faltantes (privatização realizada em duas fases).

No entanto, em 2004, o setor passa novamente por intervenções do Estado, e surge então uma nova Estatal (ENARSA), que tem por objetivo fazer parte de um pacote de ações do governo para solucionar a crise de abastecimento da Argentina. Diferentemente de outros países, a reestruturação da Argentina na década de 90 não obteve sucesso, dificultando a consolidação do setor no país.

4.2.2 Indústria de Petróleo na Colômbia

FORMAÇÃO

As primeiras concessões para exploração e produção de petróleo da Colômbia datam de final do século XIX. A primeira grande descoberta foi em 1918, no campo de *Cira-Infantas*. Em 1948, o governo colombiano aprova a criação de uma Estatal de capital misto. Três anos mais tarde, cria-se a Estatal Ecopetrol.

ECPETROL e EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA

A estatal foi criada pelo governo colombiano com o objetivo de resolver os problemas enfrentados na concessão *De Mares*. Portanto, durante o período entre as décadas de 50 e 70, a Colômbia manteve seu plano de expansão para a indústria de petróleo com diversas outras concessões (Poço Orito – Texaco; Poço Rio Zulia – Chevron etc.). Em 1969, foi promulgada a lei que declarava todo o petróleo colombiano como reserva nacional. Com as crises de petróleo, o governo colombiano anuncia em 1974 a substituição do regime de concessão pela produção direta que ficaria sob responsabilidade da Ecopetrol. O país deixa de ser exportador e passa a ser importador pelo período de 1975 a 1985.

REESTRUTURAÇÃO

A Colômbia, assim como a maioria dos países da América do Sul, estava em crise na década de 80. A aprovação da Constituição de 1991 marca a reforma do Estado colombiano, quebrando o monopólio das principais estatais no país. Os investimentos entre 1990 e 1994 são significativos (CAMPOS, 2005).

Em 1999, alteram-se os contratos de concessões no país, a fim de flexibilizar a entrada de operadoras privadas. Assim, diminui-se a participação da Estatal Ecopetrol e adota-se um

esquema escalonado de pagamento de *royalties*. O Estado passa a exercer um papel regulador, reduzindo sua função desenvolvimentista. Em 2003, cria-se a Agência Nacional de Hidrocarbonetos (ANH), que tem como objetivo fiscalizar o setor de petróleo.

A indústria de petróleo colombiana passa a ter a seguinte estrutura: cria-se a Ecopetrol S.A. com função única e exclusivamente de atuação como operadora; em paralelo, é mantida a Ecopetrol como entidade política que fixa as políticas do setor; a ANH tem responsabilidade de administrar os recursos e contratar terceiros. Com essa nova estrutura, a indústria de petróleo colombiana passa a se consolidar, assim como outros países da América do Sul que passaram pelo mesmo processo. É importante ressaltar que a participação da estatal Ecopetrol faz parte dessa consolidação, e, por conseguinte, do desenvolvimento socioeconômico do país. Assim, o Estado passa a promover o desenvolvimento econômico.

4.2.3 Indústria de Petróleo na Venezuela

FORMAÇÃO

A produção de petróleo na Venezuela tem início no final do século XIX, e sempre esteve ligada a grandes oligopólios privados. Em 1922, cria-se a Lei do Petróleo que detalhava as condições para exploração de petróleo e também pagamento de *royalties*. Tal lei previa garantia de estabilidade política e econômica para as firmas privadas que exploravam o insumo no país. Diante do exposto, a Venezuela passa a ser rapidamente o maior produtor de petróleo do mundo, em 1928, passando, o então líder, os Estados Unidos.

Em 1958, o presidente venezuelano, Edgar Sanabria, passa a fazer políticas públicas de maximização da apropriação da renda petrolífera pelo Estado e criação de uma estatal para atuar no setor petrolífero. Em 1960, cria-se a estatal CPV – *Conporación Venezuelana de Petróleo*.

CPV & PDVSA e EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA

Em 1975, promulga-se a Lei de Nacionalização do setor petrolífero da Venezuela. Em 1976, cria-se a PDVSA – Petróleos da Venezuela. A empresa surge para trabalhar entre os políticos e interessados na cadeia produtiva de petróleo.

Assim como os demais países da América Latina, a Venezuela entra em crise na década de 80, evidenciando a necessidade de uma reestruturação do setor de petróleo e gás.

REESTRUTURAÇÃO

Apesar do importante papel da PDVSA, o Estado nunca teve monopólio do setor, uma vez que a Lei de Nacionalização de 1975 sempre permitiu a associação do governo com companhias privadas.

Em 1998, o governo apresenta a nova estrutura do setor: duas holdings (PDVSA Petróleo & Gás e PDV-Química). A posse de Hugo Chávez, em 1999, é um marco para indústria de petróleo na Venezuela. Em 2001, estabelece-se a Constituição da República Bolivariana de Venezuela declarando que a PDVSA é propriedade exclusiva do Estado, e que todas as atividades da indústria devem ter uma parceria majoritária da PDVSA. Outro ponto importante do governo de Chávez é o fortalecimento da OPEP, que irá beneficiar a Venezuela a fim de voltar a minimizar as tendências que são contrárias às vontades do país.

4.2.4 Indústria de Petróleo nos demais países da América do Sul

Na Venezuela, a transição foi realizada com parcimônia, uma vez que o país possui grandes reservas, a maior da América do Sul, e com condições favoráveis para exploração. A organização Estatal atuante PDVSA foi mantida, porém com a flexibilização do setor, surgiram novos entrantes privados. É importante ressaltar o cunho social da PDVSA e não somente comercial.

Cuba, Trinidad e Tobago e Barbados seguem o modelo venezuelano, com a manutenção das suas respectivas estatais. Peru e Bolívia optam por um mercado híbrido com negociações reguladas pelo Estado e também abertura total de mercado. Em 2004, a Bolívia cria uma nova Estatal (Petrobolivia), e passa a regular todos os direitos de negociação de petróleo e gás.

O Chile declarou como monopólio estatal a importação e a distribuição de petróleo e derivados. Diante da crise na década de 80, o país questiona o modelo de monopólio e acaba flexibilizando o setor através da abertura regulada. Com isso, abre-se caminho para a participação de novos entrantes. É importante ressaltar ainda a existência de agências regulatórias com mais de uma função, a saber: regulatória e órgão atuante na definição de políticas energéticas do país. A *Comisión Nacional de Energia* (CNE) responde ao Ministério de Economia e também à *Superintendencia de Electricidad y Combustibles* (SEC).

4.2.5 Indústria de Petróleo no Brasil

A busca por petróleo ou mesmo a consolidação de sua indústria no final do século XIX, início do século XX, não apresentou relevância devido à falta de investimentos e/ou mesmo prioridade governamental para tratar esse assunto. Nem mesmo atos isolados, como a concessão de exploração em torno de Ilhéus e Camaú, na Bahia, aos ingleses Thomas Denny Sargent e Edward Pellew Wilson, assim como a criação, em 1907, do Serviço Geológico e Mineralógico do Brasil (SGMB), foram suficientes para alavancar o setor.

Pautado pelo nacionalismo e populismo, cria-se no ano de 1938 o Conselho Nacional do Petróleo (CNP). O abastecimento nacional de petróleo é declarado utilidade pública. Pronuncia-se a nacionalização da indústria de refino.

O projeto de Lei nº 1.516/51 é enviado ao Congresso, em dezembro de 1951, por Getúlio Vargas, transformando-se dois anos mais tarde na Lei nº 2.004/53 que instituiu o monopólio estatal do petróleo e criou a Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS). A criação da PETROBRAS é um marco para o setor petrolífero, tornando-o assunto de segurança nacional.

CONSOLIDAÇÃO DA PETROBRAS

A Lei nº 2.004/53 não permitia que a PETROBRAS assinasse contratos com empresas estrangeiras para a exploração em território nacional. Diante de tal cenário, o primeiro presidente da estatal, Coronel Juracy Magalhães, busca empresas conhecidas para tarefas específicas, tais como pesquisa geofísica e projetos de refinarias. O primeiro grande problema da PETROBRAS foi conseguir capital para importação de equipamentos e acessórios não encontrados na indústria nacional. Tal problema foi superado através de um esforço político que garantiu à empresa recursos que eram gerados pela própria.

O monopólio estatal do petróleo, instituído pela Lei nº 2.004/53, não era abrangente à importação de petróleo e derivados, nem mesmo à distribuição. Em 1963, o Decreto nº 53.337 atribuiu à PETROBRAS o monopólio da importação. Em 1964, ocorre a nacionalização da distribuição pelo então presidente João Goulart.

Em 1956, a PETROBRAS, apoiada pelo presidente Juscelino Kubitschek de Oliveira, embarcou no objetivo de tornar o Brasil autossuficiente em refino, uma vez que a Lei nº 2.004/53 não permitia a construção de novas refinarias privadas, nem mesmo o aumento da capacidade das já existentes. Tal cenário é precursor para a criação da refinaria Artur

Bernardes, em Cubatão, em 1955, com capacidade de 45.000 b.p.d., e posterior ampliação para 70.000 b.p.d., em 1958. Assim como a nacionalização da distribuição, o presidente João Goulart assina, em 1964, um decreto para nacionalização das refinarias de propriedade particular existentes no Brasil. Mais tarde, esse decreto é anulado pela justiça superior e pelo CSN, retornando as refinarias a ser propriedade particular.

Nos seus dez primeiros anos de existência, a PETROBRAS enfrentou diversas barreiras políticas e econômicas para sua consolidação como empresa atuante na exploração, produção e distribuição de petróleo e derivados no Brasil. Já no início da segunda década de sua existência, a PETROBRAS enfrenta novos desafios com o governo militar no poder.

GOVERNO MILITAR E CHOQUES DO PETRÓLEO

A estatal agora possui um novo papel de adequar-se à lógica do mercado, sendo que os subsídios não mais seriam mantidos, exigindo da PETROBRAS uma gestão com objetivos lucrativos e competitivos. Nesse contexto, o Estado passa a aceitar associações com o capital privado nacional e estrangeiro. A PETROBRAS, inserida num contexto econômico de verticalização do setor, coloca em prática uma gestão estratégica com foco na criação de subsidiárias. Esse novo posicionamento estratégico da PETROBRAS gerou diversificação dos investimentos, que até então eram concentrados na exploração e produção. O comportamento empresarial orientado pela lógica privada alocou recursos em atividades mais lucrativas, tais como o refino.

O primeiro choque do petróleo, em 1973, gerou aumentos expressivos nesse insumo, proporcionando um déficit na balança comercial brasileira. Apesar das discussões anteriores ao choque, o aumento significativo dos preços viabilizou a assinatura de contratos de serviços com cláusulas de risco na pesquisa de petróleo. Tais contratos eram celebrados entre a PETROBRAS e empresas interessadas, e tornaram uma opção mercadológica a partir de 1975. Os contratos de risco proviam à PETROBRAS: i. O direito de propriedade das reservas encontradas; ii. Controle na exploração; e iii. Exercício exclusivo da produção. Inicia-se uma nova fase na indústria de petróleo no Brasil através de licitações, uma vez que companhias estrangeiras passam a explorar esse insumo em território nacional. Essa nova era é cessada pela Constituição de 1988, que proibiu a celebração de novos contratos de risco.

O segundo choque do petróleo, em 1979, foi ainda mais problemático para a economia brasileira. Iniciado com a primeira crise em 1973, o plano de reduzir a dependência do

petróleo importado e intensificado, e, portanto, o governo passar a ter grande foco no aumento da produção nacional e na sua substituição em longo prazo através da alteração da matriz energética brasileira. Diante desse cenário, o governo cria o II PND com as seguintes principais metas (SERRA, 1982): i. Crescimento do PIB de 10% ao ano, indústria 12%, agricultura 7% e exportações 2,5 vezes, em volume, entre 1974 e 1979; ii. Redução significativa das importações de bens do setor de bens de capital e insumos básicos; iii. Promover o desenvolvimento de grandes projetos para exportação de matéria-prima; iv. Aumentar significativamente a produção interna de petróleo e geração de energia hidrelétrica, desenvolver o transporte ferroviário e sistema de telecomunicações e promover o desenvolvimento das zonas rurais com eletrificação, irrigação e centrais de abastecimento. O autor acredita ainda que o II PND não foi levado adiante na sua totalidade devido a políticas inflacionárias.

Nos períodos do “Milagre Econômico” e do II PND, imerso nas crises de petróleo, a indústria brasileira de petróleo passou por grandes mudanças estratégicas. A PETROBRAS, como representante governamental acompanhou essas mudanças, hora de apelo nacionalista, hora de apelo liberal. As décadas de 80 e 90 são de extrema importância para a indústria de petróleo brasileira e refletem o cenário atual.

DÉCADAS DE 80 E 90

A fim de reduzir a dependência do petróleo importado, a PETROBRAS investe massivamente em exploração, e com sucesso. Novas descobertas, principalmente na Bacia de Campos, elevam a produção, em 1989, para um patamar três vezes maior que a produção em 1980. No **Gráfico 2**, é possível observar uma queda acentuada na dependência de petróleo na metade da década de 80, proveniente do aumento significativo da produção desse insumo, assim como a redução do consumo no meio período, que pode ser vista no **Gráfico 3**.

A Constituição de 1988 manteve o monopólio do petróleo através da estatal PETROBRAS e o CNP responsável pela fiscalização. Os programas de governo nesse período tiveram como objetivo a estabilização. Apesar das críticas à ineficiente gestão estatal, a PETROBRAS era uma exceção. A empresa promoveu o aumento da produção nacional e reduziu a dependência do petróleo importado.

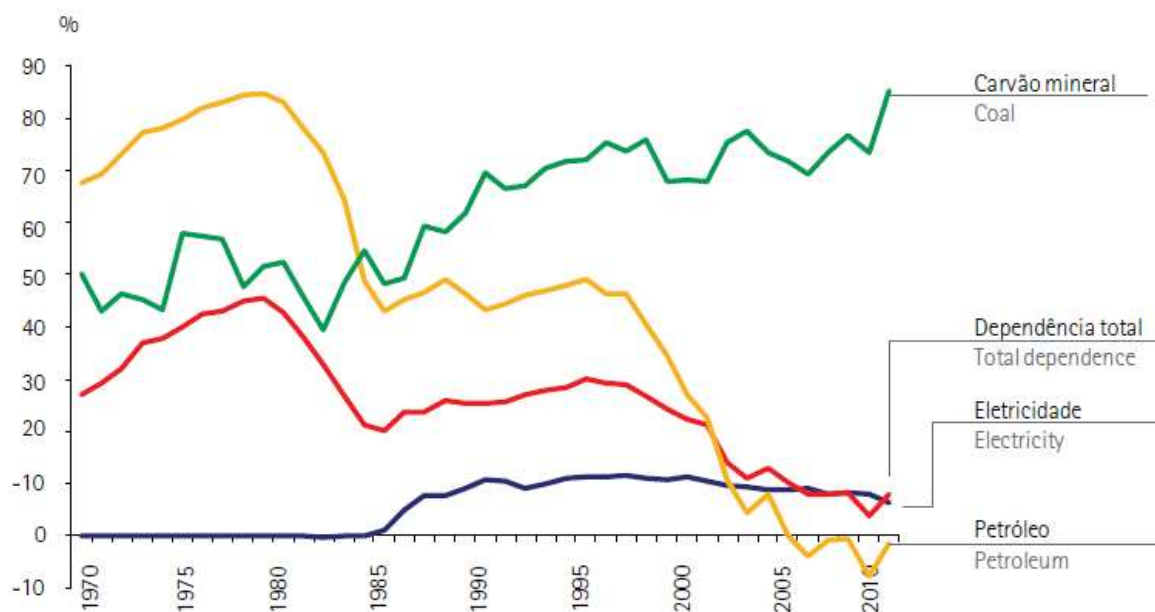


Gráfico 2 – Dependência Externa de Energia

Fonte: BEM – Balanço Energético Nacional de 2012 (www.mme.gov.br)

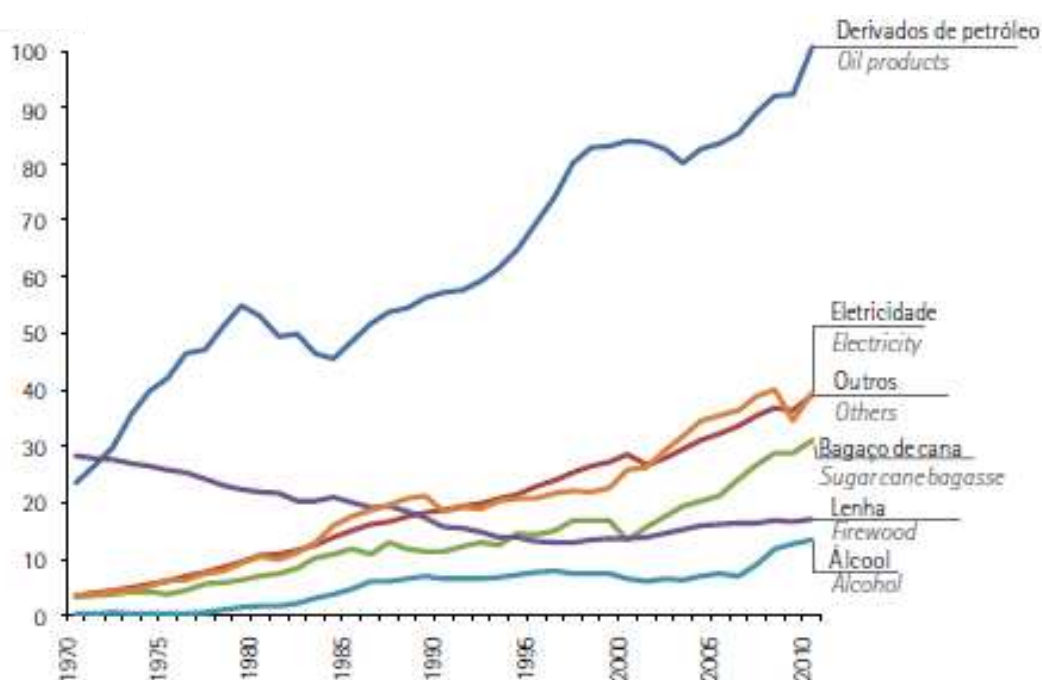


Gráfico 3 – Consumo Final por fonte (10⁶ tep – tonelada equivalente de petróleo).

Fonte: BEM – Balanço Energético Nacional de 2012 (www.mme.gov.br)

As crises de 73 e 79 do petróleo, e aumento dos juros internacionais, evidenciaram a necessidade de reforma sobre o modelo de “substituição de importações”, influenciando na tomada de decisões nas décadas de 80 e 90.

Firori (2001) destaca os seguintes pontos dessa reforma: i. Reforma Macroeconômica = corte nos gastos públicos e reformas para estabilização monetária; ii. Reforma Microeconômica = desoneração do capital e redução das barreiras alfandegárias (livre competitividade internacional); e iii. Reformas Estruturais ou Institucionais = acabar com o modelo de “substituição de importações” adotado por países periféricos após Segunda Guerra Mundial.

Diante desse cenário, o presidente Fernando Collor de Melo cria o Plano Nacional de Desestatização (PND), que não obteve o resultado esperado devido ao seu processo de impeachment. De qualquer maneira, inicia-se o processo de reestruturação da Indústria de Petróleo no Brasil, na década de 90.

O Conselho Nacional de Petróleo (CNP) é substituído pelo Departamento Nacional de Combustível (DNC), agora dentro do Ministério de Minas e Energia. O Programa de Estabilização Monetária (Plano Real), em 1994, viabiliza e acelera a mudança no papel do Estado. Criam-se regras para inserção do capital privado no setor energético. Libera-se para importação de outros agentes o querosene, GLP, gasolina automotiva e óleo diesel. As privatizações da década de 90, no Brasil, foram fundamentadas em leis e decretos, a saber: 1) Lei nº8.031 – criação do PND; 2) Lei nº8.250 – estabeleceu regras para pagamentos a empresas privadas; 3) Decreto nº99.463 – regulamentou a lei de criação do PND; e 4) Decreto nº99.464 – instituiu o BNDES como responsável do PND.

As privatizações foram intensas de 1991 a 2002, e foram paralisadas quando o Partido dos Trabalhadores – PT assume a presidência, encabeçando uma coligação política contrária ao governo do então presidente Fernando Henrique Cardoso. Na indústria do petróleo, a privatização iniciou-se pelas subsidiárias da PETROBRAS.

Em 1995, foi aprovada a flexibilização do monopólio do petróleo, mantendo o controle da PETROBRAS pela União com 51% das ações no mercado de capitais. O principal argumento para esse afrouxamento foi a falta de recursos financeiros para a exploração no Brasil. Em 1997, foi aprovada a lei que regulamentou a quebra do monopólio estatal do petróleo. A Lei nº9.478/97, conhecida como a Lei do Petróleo, estabelece a inserção de terceiros, a fim de viabilizar a abertura à exportação e importação de petróleo, gás natural e seus derivados. A mesma lei cria o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) e a Agência Nacional de Petróleo (ANP). Esta desponta como responsável pela elaboração de editais para os leilões de blocos das bacias sedimentares brasileiras, que tiveram início em 1998.

INÍCIO DO SÉCULO XXI

O afrouxamento do setor petrolífero no Brasil gerou um ingresso significativo de capital externo, durante a década de 90 e início desse século. Os investimentos são provenientes de organizações privadas, agora atuantes no mercado híbrido nacional. Assim, surgem os consórcios entre Operadores Estatais e Companhias Privadas, a fim de criarem sinergias na operação. A ANP, responsável pelos leilões, declara que “até o fim de 2011, 736 áreas estavam sob concessão: 324 blocos na fase de exploração, 80 campos em desenvolvimento da produção e 332 campos na etapa de produção” (Anuário Estatístico Brasileiro 2012).

Apesar da quebra de monopólio no Brasil, a PETROBRAS continua ainda como grande investidora nos leilões da ANP. Os riscos geológicos, incertezas regulatórias e políticas empresariais e econômicas são possíveis barreiras de entrada para o capital privado. O significativo desenvolvimento tecnológico da PETROBRAS sobre exploração em águas profundas é também um fator importante.

As grandes descobertas do pré-sal colocaram o Brasil na 14ª posição no *ranking* mundial, com 15,1 bilhões de barris de petróleo (ANP, 2012). É possível ver no **Gráfico 4** abaixo que as reservas provadas de petróleo no Brasil crescem exponencialmente a partir da década de 90, com aumento significativo nos anos 2000.

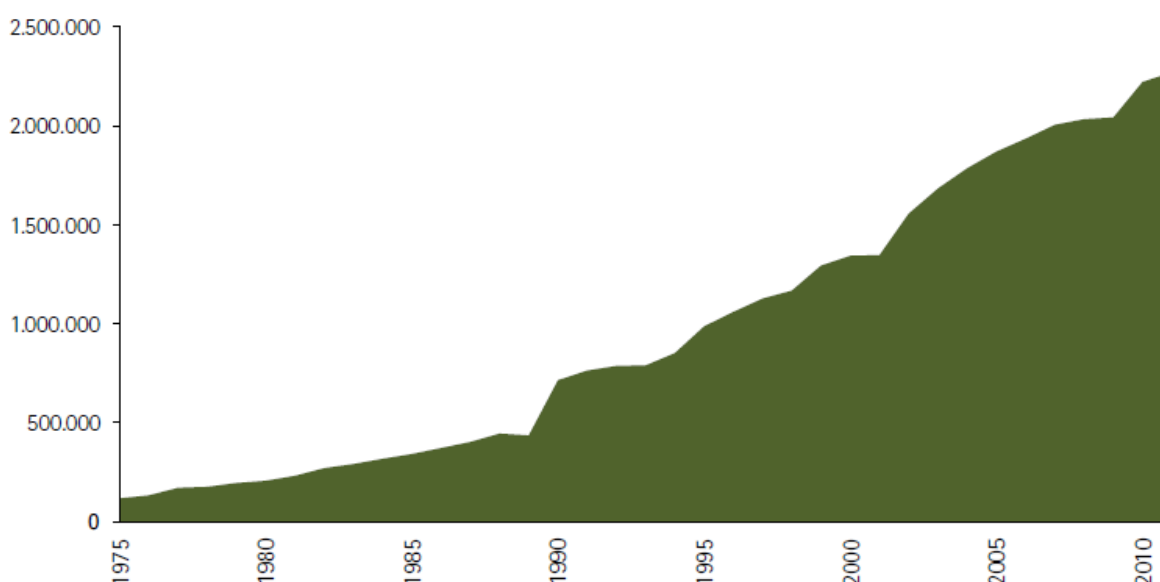


Gráfico 4 – Reservas Provadas de Petróleo no Brasil (10^3 m^3).

Fonte: BEM – Balanço Energético Nacional de 2012 (www.mme.gov.br)

5. ESTUDO QUALITATIVO DE 5 EVENTOS

5.1 Critério de Seleção

A fim de efetuar uma análise sobre os processos de F&A na América Latina, dentro da Indústria de Petróleo e Gás, um levantamento foi feito na base de dados Thomson Reuters, para definirmos o tamanho da população e iniciarmos as avaliações. É importante ressaltar que após levantamento bibliográfico, concluiu-se que a metodologia de estudo de eventos seria compatível com a análise desejada.

O evento foi definido nesse presente trabalho como a data de anúncio divulgada pela base de dados da Thomson Reuters; tal data foi considerada como a data zero. Tendo ciência das diferentes vertentes para escolha da janela de evento, foram considerados 7 dias antes e 7 dias após a data de anúncio, para fins de cálculo do valor anormal nesse trabalho (WELLS, 2004). Seguiu-se ainda a recomendação do mesmo autor, e, portanto foi definido um período de 180 dias anteriores e posteriores à data de anúncio como sendo a janela de estimação e janela pós-evento respectivamente. Uma vez definidos os eventos e as janelas a serem estudadas, a próxima etapa foi definir o critério de seleção.

Como primeiro critério, foi selecionado o setor da indústria como foco de estudo para esse trabalho – setor “*Energy & Power*” – tanto para as empresas adquirentes “*Acquiror*”, como para as organizações-alvo “*Target*”, gerando uma primeira lista de 36.886 eventos.

O segundo critério implantando foi o da localização, o qual o grupo América do Sul¹⁰ foi selecionado como objeto de estudo para esse trabalho. Uma vez aplicado, o critério reduziu o número de eventos para 852.

Como terceiro filtro, foi considerado o status do processo de F&A. O presente estudo, portanto, focou em processos já concluídos, desconsiderando eventos que ainda estão em andamento. Tal premissa visa eliminar possíveis desvios para processos que possam ser cancelados por órgãos reguladores, tais como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) no Brasil. Após a aplicação desse terceiro e último critério dentro da base de dados Thomson Reuters, o número de eventos diminuiu para 596.

¹⁰ América do Sul – a base de dados Thomson Reuters considera como país integrante desse bloco Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Ilhas Maldivas, Guiana, Peru, Paraguai, Suriname, Uruguai e Venezuela.

Já na fase de tratamento dessa base de dados, outros dois critérios foram adicionados a fim de alinharmos os resultados obtidos com o objetivo deste presente estudo:

- i. Setor Industrial: como subgrupo do setor “*Energy & Power*” foram selecionados “Oil & Gas” e “Petrochemical”. O presente estudo considerou as empresas Petroquímicas como integrantes da Indústria de Petróleo e Gás Natural (IPGN). O número de eventos foi reduzido para 229 após aplicação desse critério, para os “*Acquirors*” e “*Targets*”. No Apêndice 2, foi inserida a relação de todos esses eventos para consulta;
- ii. Cotações Histórica das Ações: como último critério de seleção, foi realizada uma pesquisa de disponibilidade para os valores históricos das ações para as empresas participantes de cada um dos 229 eventos. O “*software*” Economática foi a fonte dos dados utilizados nesse presente estudo. Foram feitas também buscas nos “*sites*” das respectivas Bolsas de Valores dos países aqui estudados. Outras bases de dados, tais como a “*Compustat*” foram consultadas, porém sem relevância (ou sucesso) para esse trabalho. Como resultado desse último critério de seleção, figuraram-se somente 5 eventos com disponibilidade dos valores históricos das ações. Dos 224 eventos faltantes, somente 10 tinham os valores das ações disponíveis no Economática, porém fora do período de interesse (data do anúncio da fusão ou aquisição). No **Apêndice 1**, está a lista detalhada para todos esses eventos.

Critérios	Descrição	Resultados
Database	All Mergers & Acquisitions	N.A.
Acquiror Macro Industry (Code)	Energy and Power	49424
Target Macro Industry (Code)	Energy and Power	36886
Acquiror Nation (Code)	Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, " <i>Falkland Islands</i> ", Guiana, Peru, Paraguai, Suriname, Uruguai, Venezuela.	946
Target Nation (Code)	Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, " <i>Falkland Islands</i> ", Guiana, Peru, Paraguai, Suriname, Uruguai, Venezuela.	852
Deal Status (Code)	Completed Unconditional	596
Custom Report	Report Helyson	596

Esquema 4 – Critério de Seleção utilizado na base de dados Thomson Reuters.

Fonte: Thomson Reuters

Nota: Quadro trabalhado pelo autor.

Sendo assim, a amostra utilizada para o cálculo do retorno anormal acumulado contempla 5 eventos que foram selecionados de uma população de 229 dentro da base de dados Thomson Reuters, devido à limitação de disponibilidade para as cotações históricas das ações. Ciente dessa limitação, o presente trabalho propõe mais adiante outra estratégia de busca para trabalhos futuros.

5.2 Resultados: Análise da população de 229 eventos

Dentre os 229 eventos, 190 aconteceram entre organizações de mesma nacionalidade, representando 83% do total de F&A na América do Sul. Tal cenário infere um forte cunho doméstico¹¹ nas atividades de F&A, na América do Sul, para a IPGN.

Brasil e Argentina são os protagonistas no número de F&A, seguidos pela Colômbia (**Esquema 5**). A Venezuela, mesmo com a maior reserva da região, aparece em quarto lugar, porém bem atrás da terceira colocada, a Colômbia. É possível inferir que a baixa atividade de F&A, na Venezuela, possa ser proveniente do cunho nacionalista, desde a criação da Lei de Nacionalização, em 1975, do setor de petróleo, que culminou na criação da Estatal PDVSA, até a Constituição de 1999, proibindo a privatização da companhia. Em 2002, entra em vigor a *Lei Orgánica de Hidrocarburos* de 2001, determinando que todas as atividades da Indústria de Petróleo e Gás devem contar com a maioria acionária da Estatal PDVSA. Tal lei dificulta ainda mais a entrada de capital privado no país.

Os quatro principais países, Argentina, Brasil, Colômbia e Venezuela, são responsáveis por 225 do total de 229 F&A na América do Sul, dentro da Indústria de Petróleo e Gás Natural (**Esquema 6**). Apesar de suas especificidades, todos os quatro países passaram por um processo similar, quando avaliadas a formação e reestruturação da indústria de petróleo, ao longo da década de 90 até início desse século.

¹¹ A palavra doméstico neste presente estudo refere-se a F&A que aconteceram entre empresas atuantes num mesmo país.

Target = Acquiror	Número de F&A	Target - Acquiror	Número de F&A
Brazil	49	Argentina - Chile	3
Argentina	65	Argentina - Brasil	5
Bolivia	5	Argentina - Uruguai	3
Chile	6	Bolivia - Argentina	2
Colombia	41	Brasil - Argentina	2
Equador	1	Chile - Brasil	2
Peru	5	Chile - Argentina	1
Suriname	1	Chile - Colombia	1
Uruguai	1	Colombia - Argentina	5
Venezuela	16	Colombia - Brasil	1
TOTAL	190	Colombia - Chile	5
		Colombia - Venezuela	1
		Paraguai - Brasil	1
		Peru - Colombia	1
		Uruguai - Brasil	2
		Venezuela - Equador	3
		Venezuela - Argentina	1
		TOTAL	39

Esquema 5 – N^o de F&A entre 1980 e 2012 na América do Sul na IPGN.

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

Países	Número de F&A		
	Target = Acquiror	Target ≠ Acquiror	Total
Brazil	49	13	62
Argentina	65	22	87
Colombia	41	14	55
Venezuela	16	5	21
		Total =	225

Esquema 6 – N^o de F&A entre 1980 e 2012 dentro da IPGN para Brasil, Argentina, Colômbia e Venezuela.

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

O **Gráfico 5** abaixo mostra a distribuição dos 229 eventos avaliados nesse trabalho. O gráfico deve ser analisado em três períodos.

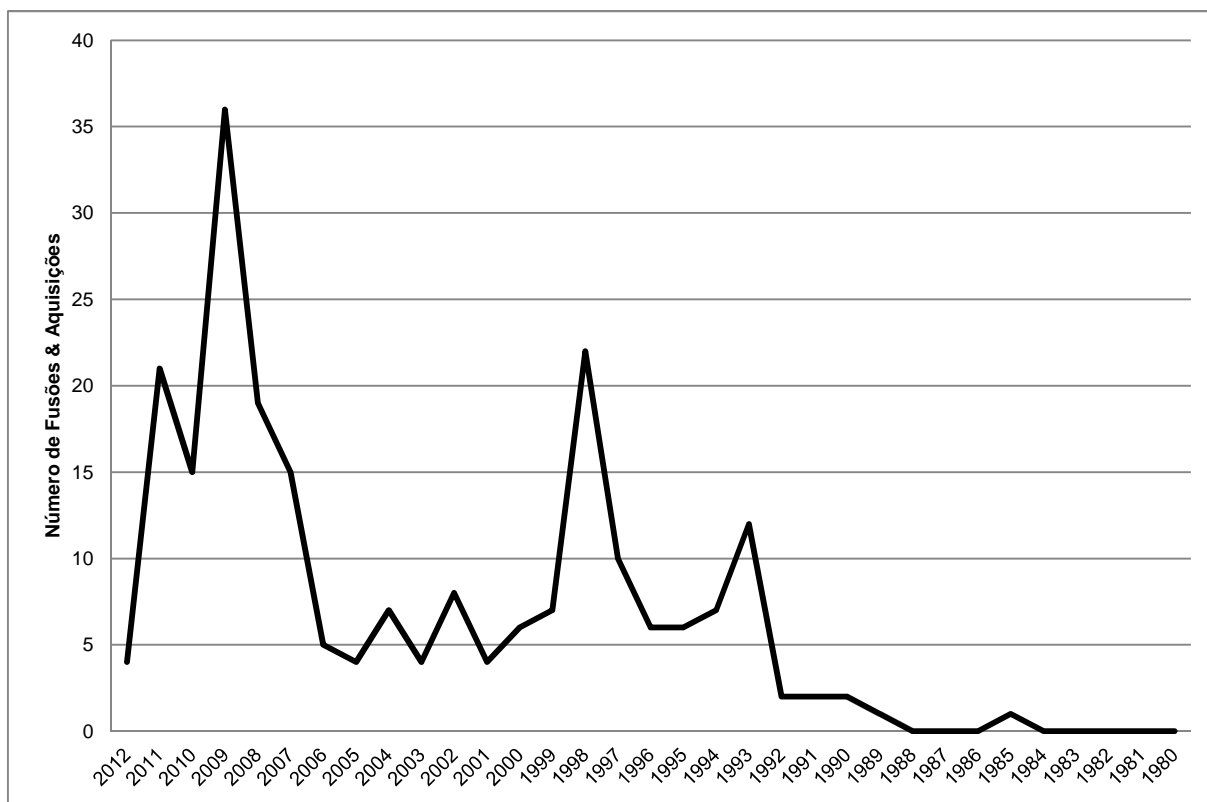


Gráfico 5 – Número de F&A ocorridas entre 1980 e 2012 na Indústria de Petróleo na América do Sul.

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

Década de 80: representou o quarto grande ciclo no aumento significativo de F&A no mundo, apresentando fatores motivadores, tais como afrouxamento das restrições de “*antitruste*”, mercados emergentes em expansão e melhorias na tecnologia (JENSEN, 1988). No entanto, é possível inferir que esse período foi pouco expressivo para a população de eventos aqui avaliada. Cabe destacar que o aumento no número de F&A percebido em outras regiões do mundo foi no setor terciário e no setor de telecomunicações. Portanto, é possível inferir que essa quarta grande onda não teve grandes impactos na amostra estudada, uma vez que o setor terciário era incipiente na América do Sul na época.

Década de 90: a América do Sul passou por uma reestruturação da economia nesse período, gerando motivações para F&A, tal como a desregulamentação das barreiras alfandegárias, afrouxamento dos monopólios estatais e privatizações (WESTON; SIU; JOHNSON, 2001). Tais motivações trouxeram novas operadoras privadas (novos “*players*”) para a região, gerando assim alianças com o objetivo de promover sinergias. Esse cenário econômico

refletiu na população de 229 eventos, sendo que as principais economias da região foram partidárias dessas motivações. Destaque para Argentina, com a privatização da YPF, e, para o Brasil, com a abertura da economia durante o governo de Fernando Collor e posterior flexibilização do monopólio da PETROBRAS no final da década de 90.

Século XXI: tal período inicia-se ainda sob efeito das motivações destacadas no período anterior e implementadas pelas quatro principais economias da América do Sul e detentoras da grande maioria das F&A da região, Argentina, Brasil, Colômbia e Venezuela. No Brasil, a queda do monopólio da PETROBRAS, no final da década de 90, gera impactos no setor. Novas organizações aparecem nas rodadas de negociações gerenciadas pela ANP (ex.: criação da OGX) – ver **Apêndice 4**. Na Colômbia, a flexibilização para entrada de novas companhias no setor de petróleo é motivada pela alteração de contratos em 1999, consolidando o setor nos anos seguintes. Na Argentina, ao contrário dos demais países, a reestruturação que aconteceu na década de 90 não obteve sucesso. Sendo assim, cria-se, em 2004, a ENARSA que promove uma nova reestruturação. Na Venezuela, a participação é inferior quando comparada com os demais países. O governo de Hugo Chávez dificulta ainda mais a entrada de capital estrangeiro no setor de petróleo.

5.3 Resultados: Geração de valor para os 5 eventos

Através da metodologia de medição de retornos normais e anormais e seu efeito acumulativo frente ao anúncio de um evento, os 5 eventos com cotações históricas das ações disponíveis foram levantados conforme **Tabela 10**. Cada evento foi avaliado e classificado dentre 5 possíveis resultados para as organizações envolvidas no processo. Tal classificação buscou identificar se as F&A agregaram valor, destruíram valor ou não trouxeram retorno anormal significativo ao valor da ação com o anúncio do evento.

PTA = positivo para ambas as organizações, “*Target*” e “*Acquiror*”;

NTA = negativo para ambas as organizações, “*Target*” e “*Acquiror*”;

PTNA = positivo para organização “*Target*” e negativo para “*Acquiror*”;

PANT = positivo para organização “*Acquiror*” e negativo para “*Target*”;

É importante destacar que a base de dados Thomson Reuters classificou a Petrobras S.A. como “*Target*” e a Unipar S.A. como “*Acquiror*” no evento que originou a formação de uma

“*joint-venture*” denominada Quattor Participações S.A. uma vez que a Unipar S.A. ficou com 60% do controle “*joint-venture*”.

Tabela 10 – Relação de Eventos para Retorno Anormal Acumulado

item	Numero do Evento	Companhia (Target & Acquiror)	Data Anúncio	Retorno Anormal Acumulado (%)	Status
1	17	Target: Gas Sur	28/6/2011	-0,79%	NTA
1	17	Acquiror: GASCO	28/6/2011	-6,00%	
5	97	Acquiror: PETROBRAS ENERGIA	2/9/2008	-8,62%	PTNA
5	97	Target: PETROBRAS ARGENTINA	2/9/2008	19,49%	
7	105	Target: PETROBRAS S.A.	30/11/2007	-5,84%	NTA
7	105	Acquiror: UNIPAR	30/11/207	-13,17%	
9	111 & 112	Acquiror: PETROBRAS S.A.	3/8/2007	-16,52%	NTA
9	111 & 112	Target: SUZANO Petroquimica	3/8/2007	-22,78%	
10	171	Acquiror: ASTRA	7/8/1998	-46,35%	NTA
10	171	Target: METROGAS	7/8/1998	-16,66%	

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota1: Dados trabalhados pelo autor.

Nota2: A coluna “item” representa uma ordem sequencial dos eventos. A coluna “Número do Evento” está relacionada à lista completa dos eventos extraídos da base de dados na Thomson Reuters.

Tabela 11 – Percentagens para cada classificação referente aos eventos analisados para cálculo de geração ou destruição de valor.

PTA =	0	0%
NTA =	4	80%
PTNA =	1	0%
PANT =	0	20%
Total	5	100%

Fonte: Cálculos realizados e organizados pelo autor.

É possível inferir que em 4 eventos, dos 5 analisados, não houve geração de valor para as organizações participantes. Um único evento gerou ganhos anormais para a empresa-alvo e destruição para a firma adquirida. Ao avaliarmos o retorno médio na janela pós-evento, os valores divergem dos retornos na janela do evento.

Tabela 12 – Relação de Eventos para Retorno Médio na janela pós-evento

item	Numero do Evento	Companhia (Target & Acquiror)	Data Anúncio	Janela Estimação (dias)	Retorno Anormal Acumulado (%)	Retorno Médio (%)
					Janela Evento	Janela Pós-Evento
1	17	Target: Gas Sur	28/6/2011	180	-0,79%	-0,0947%
1	17	Acquiror: GASCO	28/6/2011	180	-6,00%	0,1677%
5	97	Acquiror: PETROBRAS PARTICIPAÇÕES	2/9/2008	180	19,49%	-0,8980%
5	97	Target: PETROBRAS ARGENTINA	2/9/2008	180	-8,62%	-0,1277%
7	105	Target: PETROBRAS S.A.	30/11/2007	180	-5,84%	-0,4215%
7	105	Acquiror: UNIPAR	30/11/207	180	-13,17%	0,1210%
9	111 & 112	Acquiror: PETROBRAS S.A.	3/8/2007	180	-16,52%	0,4493%
9	111 & 112	Target: SUZANO Petroquímica	3/8/2007	180	-22,78%	0,0001%
10	171	Acquiror: ASTRA	7/8/1998	180	-46,35%	0,4710%
10	171	Target: METROGAS	7/8/1998	180	-16,66%	0,5777%

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota1: Dados trabalhados pelo autor.

Nota2: A coluna “item” representa uma ordem sequencial dos eventos. A coluna “Número do Evento” está relacionada à lista completa dos eventos extraídos da base de dados na Thomson Reuters.

O presente trabalho prosseguiu com a análise qualitativa, a fim de estudar em detalhes esses 5 eventos, classificando-os em três grupos:

- i. Incorporações;
- ii. Aquisições de aumento de participação;
- iii. Fusões com formação de *joint-venture*.

Para cada evento avaliado, foi realizado um levantamento histórico de notícias que foram publicadas na época. As notícias foram extraídas da base de dados Thomson Reuters, na qual possui um banco de dados específico para cada evento. Quando não encontradas notícias na Thomson Reuters, uma busca geral foi realizada na internet, sendo que as fontes individuais estão detalhadas logo abaixo de cada anúncio.

5.3.1 Incorporações

Dentre os 5 eventos avaliados para o cálculo do retorno anormal acumulado, 3 eventos (ou 60%) caracterizaram-se por incorporações (compra total das ações) da empresa “*Target*”, sendo que somente um único evento foi positivo para a empresa-alvo e negativo para a empresa adquirida, conforme tabela abaixo.

Tabela 13 – Eventos que representam aquisições de ações em sua totalidade.

item	Numero do Evento	Companhia (Target & Acquiror)	Data Anúncio	Janela Estimação (dias)	Janela Evento (dias)		Retorno Anormal Acumulado (%)	Status
					Pré	Pós		
1	17	Target: Gas Sur	28/6/2011	180	7	7	-0,79%	NTA
1	17	Acquiror: GASCO	28/6/2011	180	7	7	-6,00%	
5	97	Target: PETROBRAS ENERGIA	2/9/2008	180	7	7	-8,62%	PTNA
5	97	Acquiror: PETROBRAS ARGENTINA	2/9/2008	180	7	7	19,49%	
9	111 & 112	Acquiror: PETROBRAS S.A.	3/8/2007	180	7	7	-16,52%	NTA
9	111 & 112	Target: SUZANO Petroquimica	3/8/2007	180	7	7	-22,78%	

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

AQUISIÇÃO DA GAS SUR S.A. PELA GASCO S.A.

A empresa Gasco S.A. (pertencente ao grupo CGE) adquiriu os 30% restantes das ações da Gas Sur S.A. no mercado de ações. A data do anúncio do evento foi em 28 de junho de 2011. Ambas as organizações são chilenas. Para maiores informações, ver a sinopse do evento no **Apêndice 3**.

GASCO S.A. (fonte – www.gasco.cl)

- ✓ Fundada, em 1856, por José Tomás Urmeneta e Maximiano Errázuriz. Entrou em operação, em 1857, com a concessão para iluminação de Santiago - Chile;
- ✓ Em 1865, a firma transforma-se em Sociedade Anônima (S.A.) e passa a se chamar, em 1887, de *Campañia de Consumidores de Gas de Santiago*;
- ✓ Em 1972, *La Corporación de Fomento de La Producción – CORFO* assume o controle da GASCO ao adquirir 54,6% de suas ações no mercado de capitais;
- ✓ Em 1977, a CORFO formaliza a venda da GASCO S.A. para a CGE;
- ✓ A Metrogas S.A. é criada, em 1995, em parceria com outras companhias. No ano seguinte, a GASCO faz um aporte de capital, transferindo os ativos vinculados à fabricação e distribuição de gás para cidades - participação de 40%;
- ✓ Em 1999, adquire 1% da Metrogas S.A. completando um montante de 41% de participação. É lançado o *Gasoducto Del Pacífico (GP)* para transportar gás natural da bacia de *Neuquén* até a região de *Bío Bío*. A participação da GASCO S.A. no GP é de 20%, representando 70% da companhia *Gas Sur S.A.* e 30% da *Innergy Holdings S.A.*;
- ✓ Em 2011, a GASCO S.A. compra os 30% das ações restantes da *Gas Sur S.A.*, realizando a incorporação completa; e
- ✓ A estrutura acionária da GASCO atualmente pode ser vista no Gráfico abaixo.

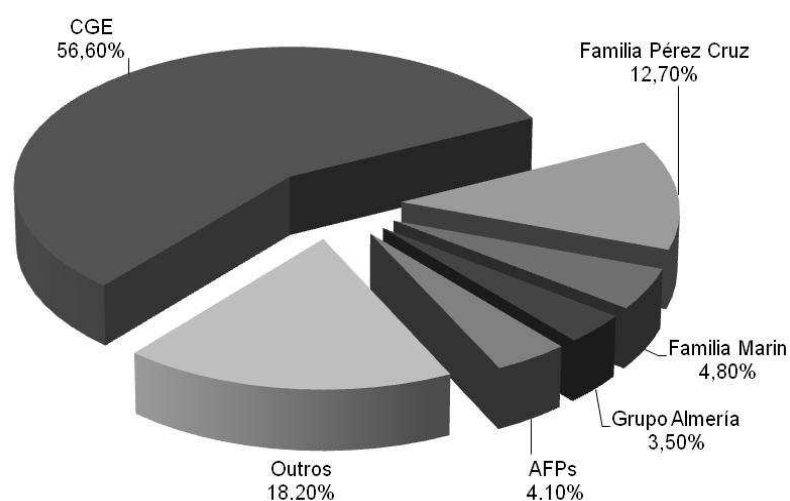


Gráfico 6 – Estrutura acionária da GASCO S.A.

Fonte: www.gasco.cl (consulta em Novembro de 2012).

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

GAS SUR S.A. (fonte – www.gassur.cl)

- ✓ Atua na distribuição de gás natural nas regiões de *Concepción, Talcahuano, Chiguayante, San Pedro de La Paz, Hualpén, e Los Ángeles*;
- ✓ Pertence ao Grupo CGE com tradição de mais de 150 anos; e
- ✓ Durante o exercício de 2011, a empresa realizou investimentos de \$1.987 milhões principalmente em desenvolvimento de novos clientes. A empresa estendeu sua rede de distribuição em 21km, totalizando 732km em toda sua rede de distribuição.

NOTÍCIAS E ANÁLISES DO EVENTO

“A GASCO, através da sua subsidiária Metrogas S.A., apresentou um excelente resultado durante o primeiro semestre de 2011, com um aumento de 79% no seu EBITDA. Isso explica-se principalmente pelo aumento nas vendas[...]”.

Fonte: ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS Por el período de seis meses terminado el 30 de Junio de 2011.

“Um compromisso estratégico com o potencial de crescimento do VIII região e uma maneira de facilitar uma possível fusão de todas as empresas no futuro. Essas foram as duas motivações principais que levou a Gasco a adquirir 30% de seus parceiros canadenses na Gás Sur S.A. por US\$6 milhões, explicou a La Tercera o gerente geral, Gerardo Cood.”

“[...] Gerardo Cood também acredita que como participam indiretamente da Innergy, rede de distribuição da indústria, que tem uma importante percentagem no *Gasoduto Del Pacífico – responsável por trazer o gás da Argentina* – isso gera um maior conforto com os 100% das Gas Sur [...]”.

Fonte: LA TERCERA. Notícia divulgada em 29 de junho de 2011 www.diario.latercera.com.

“Gasco divulgou no primeiro quadrimestre de 2012 resultados com EBITDA de CLP315m (CLP – Convertido Peso Chileno) e lucro líquido de CLP20.255m, demonstrando quedas de 23.8% e 86.9% respectivamente sobre o mesmo período do ano anterior. Os resultados mostram a fragilidade do negócio de Distribuição de Gás Liquefeito de Petróleo (GLP) e o crescimento de Gás Natural (Metrogas) que ficou abaixo do esperado. [...]”.

Fonte: LARRAINVIAL. Periodic Reports GASCO 1Q12 Results. Notícia divulgada em 25 de maio de 2012 www.larrainvial.com.

“[...] GASCO também possui 100% da Gas Sur S.A., empresa que distribui gás natural no setor residencial da VIIIª região e que durante o ano de 2010 teve seus resultados afetados pelo terremoto de 27 de fevereiro de 2010. O tamanho das operações da Gas Sur S.A. é significativamente menor que a Metrogas S.A.; enquanto que em 2010 a Metrogas S.A. vendeu 648 milhões de metros cúbicos a Gas Sur S.A. vendeu 25 milhões de metros cúbicos.

Fonte: FITCHRATINGS, Corporates Energia Chile – GASCO Análisis de Riesgo. 7 de outubro de 2011 www.fitchratings.com.

RESULTADO

Apesar de o retorno acumulado ter sido negativo (destruição de valor) para ambas as firmas, foi possível observar um retorno médio positivo de 0,1677% para a GASCO S.A. analisando a janela pós-evento. Já para a Gas Sur S.A., o retorno médio permaneceu negativo -0,0947% na janela pós-evento.

Uma possível explicação da inversão de valor na janela pós-evento para a GASCO S.A. é que o anúncio acabou gerando certa desconfiança no mercado de capitais que não se consolidou no longo prazo. O balanço no segundo semestre de 2011 (logo após a incorporação) foi positivo e acima do esperado, impactando assim positivamente o valor acumulado da ação após o evento (*ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS Por el período de seis meses terminado el 30 de Junio de 2011*).

Outra inferência pode ser em relação a uma possível reação tardia que não foi identificada dentro da janela de evento de 7 dias após o anúncio. Segundo o próprio gerente geral da GASCO S.A., a incorporação foi pensada no longo prazo (LA TERCERA, 29 de junho de 2011). Tal hipótese evidencia uma das limitações da metodologia de estudo de eventos, que não avalia os impactos no longo prazo.

AQUISIÇÃO DA SUZANO PETROQUÍMICA S.A. PELA PETROBRAS S.A.

A Petrobras S.A. adquire os 23,4% restantes das ações da Suzano Petroquímica S.A. no mercado de ações. A data do anúncio do evento foi em 3 de agosto de 2007. Ambas as organizações são brasileiras. Para maiores informações, ver a sinopse do evento no **Apêndice 3**. Segue abaixo um resumo histórico de ambas as firmas.

SUZANO PETROQUÍMICA S.A. (fonte – www.suzano.com.br)

- ✓ Foi fundada, em 1924, como uma empresa comercial por Leon Feffer que emigrou da Ucrânia para o Brasil, em 1921. Após um início com foco em vendas de papel, Leon dedicou-se à manufatura (fábrica montada em 1939);
- ✓ A fim de evitar a dependência da matéria-prima importada, a Suzano investe em P&D, consolidando mais tarde o uso da celulose de eucalipto. Em 1946, a Leon Feffer & Cia Ltda muda de razão social para Indústria de Papel Leon Feffer S.A.;
- ✓ A IPLF adquire a Indústria de Papel Euclides Damiani S.A., em Suzano - S.P., em 1955, tendo sua razão social alterada para Cia Suzano de Papel e Celulose;
- ✓ Inicia-se o processo de diversificação da Suzano, em 1974, no setor petroquímico com aquisições minoritárias da Politeno e Polipropileno. Abertura do capital em 1980;
- ✓ Em 1992, a Suzano adquiriu participação na PETROFLEX (produtora de borracha sintética) através de leilão de privatização. É criada a Suzano Petroquímica em 2001; e
- ✓ A Petrobras S.A. adquire a Suzano Petroquímica em 2007. Busca pela internacionalização com abertura de escritórios na China e fábricas em demais países.

PETROBRAS S.A. (fonte – www.petrobras.com.br)

- ✓ A fundação e consolidação da Petrobras já foram detalhas em capítulos anteriores originários de pesquisa bibliográfica; e
- ✓ No mesmo ano de anúncio da compra da Suzano Petroquímica, a Petrobras, em conjunto com o Grupo Ultra e o BNDES, realiza um estudo para criação de um novo Complexo Petroquímico em Itaboraí – R.J. O objetivo do novo complexo de Itaboraí é aumentar a produção nacional de produtos derivados do petróleo, tendo sua capacidade produtiva estimada em 150 mil barris por dia com investimentos previstos de US\$8,38 bilhões.

NOTÍCIAS E ANÁLISES DO EVENTO

“A duração e o escopo dessa transação foi surpreendente, acelerando a consolidação do setor petroquímico no Brasil. Além disso, o preço pago foi mais surpreendente ainda para a SZPQ4 minoritários [...]”.

“Com base em nossas estimativas, o preço pago pela Petrobras sugere um alto prêmio de 66% sobre o custo da companhia [...]”.

“[...] Além disso, com base em nossas estimativas para a Suzano Petroquímica, o valor pago na aquisição sugere um retorno aos investidores menor que 10%, o que significa que a compra só geraria valor à Petrobras se os ganhos do setor fossem mais positivos do que o considerado por CMAI”.

Fonte: JP MORGAN, tradução do autor. Notícia divulgada em 06 de agosto de 2007 por *Emerging Markets Equity Research* – www.morganmarkets.com.

“[...] A maioria das operadoras ao redor do mundo afastaram-se do setor petroquímico devido ao baixo retorno [...]”.

“[...] mas nós acreditamos que existe algo mais referente a esse negócio e não somente retorno econômico, como aumentar o escopo do COMPERJ. Isso nos leva a crer que elevadas tarifas sobre resinas serão mantidas; bom para BRASKEM”.

Fonte: BEAR STEARNS, tradução do autor. Notícia divulgada em 05 de agosto de 2007 por *Bear Stearns & Co. Inc – Latin America / EMEA Equity Research* – www.bearstearns.com.

“Segundo nossos cálculos, o preço pago pela Petrobras implica em FV/EBITDA 07E de 10,2x, sendo que as ações PN da SZPQ estavam sendo negociadas a um FV/EBITDA 07E de 6,8x, um dia antes da divulgação da oferta. Acreditamos que o expressivo prêmio pago pela Petrobras na compra da Suzano Petroquímica não se justifica, devido ao momento crítico vivido pelo setor petroquímico ao redor do mundo, com os preços da sua principal matéria-prima, a nafta petroquímica, seguindo de perto o preço do petróleo e batendo seguidos recordes, provocando assim uma forte redução nas margens operacionais das petroquímicas.”

“As principais justificativas apresentadas pela Petrobras são a consolidação necessária ao desenvolvimento do Polo Petroquímico do Sudeste, assim como possíveis sinergias geradas junto ao futuro Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro – COMPERJ.”

Fonte: PLANNER Corretora de Valores S.A.. Notícia divulgada em 07 de agosto de 2007 por *Company Alert Investments Research*.

RESULTADO

Assim como o processo de F&A e aquisição analisado anteriormente entre GASCO S.A. e Gas Sur S.A., o retorno anormal acumulado dentro da janela de evento foi negativo para ambas as organizações. Outra coincidência é que ao avaliar o retorno médio da janela pós-evento, nesse caso para a PETROBRAS S.A., constata-se uma percentagem média positiva de 0,4493%. JP Morgan avalia que o preço pago pela PETROBRAS S.A. foi acima do mercado e sugere um retorno abaixo de 10% aos acionistas, o que pode ter sido um dos fatores para a

reação negativa do mercado em relação a essa incorporação. Bear Stearns compara tal evento com outras Operadoras ao redor do mundo e avalia que o setor petroquímico possui baixo retorno. PLANNER Consultoria detalha possíveis razões para o negócio, sendo que o ganho de sinergia e aumento de escopo para o Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro – COMPERJ são fatores positivos.

Mais uma vez, é possível especular por reações tardias ou mesmo um retorno anormal positivo após o evento, devido à valorização da PETROBRAS em outras áreas de negócio. É importante ressaltar aqui que, no mesmo ano do evento, a Petrobras anunciou a descoberta de Tupi, na Bacia de Santos, com grandes concentrações de petróleo e gás natural no pré-sal.

A nova descoberta tem potencial de aumento de 50% das reservas de óleo petróleo e gás do país”. Esse anúncio pode ter contribuído para o retorno médio positivo na janela pós-evento, uma vez que gera uma expectativa positiva da companhia no longo prazo. Fonte: Petrobras S.A., 2007.

Já para a Suzano Petroquímica S.A., o retorno médio na janela pós-evento permaneceu praticamente inalterado -0,0001%, retomando a perda de -22,78% gerada logo após o anúncio da incorporação (dentro da janela de evento).

AQUISIÇÃO DA PETROBRAS S.A. PELA PETROBRAS ARGENTINA

Petrobras Energia S.A. (PESA) adquire 41,38% restantes das ações da subsidiária argentina Petrobras Energia Participações S.A. (PEPSA), no mercado de ações. A data do anúncio do evento foi em 2 de setembro de 2008. Ambas as organizações são brasileiras. Para mais informações, ver a sinopse do evento no **Apêndice 3**.

PETROBRAS ENERGIA S.A. (fonte – www.petrobras.com.br)

A PETROBRAS S.A. já foi avaliada outras vezes ao longo desse trabalho referente à fundação e sua consolidação na indústria de petróleo e gás natural no Brasil.

PETROBRAS ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A. (fonte – www.petrobras.com.ar)

- ✓ A Petrobras Argentina foi criada em 1993 atuando na exploração e produção dos insumos petróleo e gás natural;
- ✓ Atualmente, a Petrobras é a segunda maior produtora de petróleo na Argentina. Tal posicionamento foi galgado com a aquisição da Pecom Energia; e
- ✓ Em 2001, a companhia efetuou a aquisição da Eg3, ocasionando um forte processo de expansão.

NOTÍCIAS E ANÁLISES DO EVENTO

“[...] Essa transação irá simplificar a estrutura organizacional de ambas as companhias, tendo como consequência a redução de custos [...]”.

Fonte: THOMSON REUTERS, tradução do autor. Notícia divulgada em 02 de setembro de 2008.

“[...] A Petrobras confirmou ontem à noite a ocorrência de uma grande jazida de gás natural e óleo leve no pré-sal, ao concluir a perfuração do poço Júpiter, na Bacia de Santos. A descoberta foi comunicada em 21 de janeiro deste ano. O poço Júpiter fica a 290 quilômetros da costa do Rio de Janeiro e 37 quilômetros a leste da área de Tupi, descoberta no ano passado. A profundidade final atingida foi de 5.773 metros a partir da superfície do mar.[...]”

Fonte: VALOR ECONÔMICO. Notícia divulgada em 25/09/2008 www.valoreconomico.com.br.

“A razão dessa transação para a Petrobras S.A. foi simplificar a estrutura corporativa e reduzir custos”.

Fonte: THOMSON REUTERS, tradução do autor. Notícia divulgada em 02 de setembro de 2008.

“[...] Petrobras: visando redução de custos, filiais argentinas anunciam fusão [...]”.

Fonte: INFOMONEY. Notícia divulgada em 03/09/2008 www.informoney.com.br.

“[...] A Petrobras vai dar início hoje à produção do primeiro óleo do pré-sal, no Campo de Jubarte, na Bacia de Campos, no litoral sul do Espírito Santo. A solenidade de início do primeiro óleo do pré-sal contará com as presenças do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, do governador do Espírito Santo, Paulo Hartung, e do presidente da Petrobras, José Sergio Gabrielli.[...]”.

“[...] Para Estrella, mais do que o primeiro "grande passo", em direção ao conhecimento e ao domínio do pré-sal, o início da produção do primeiro óleo de Jubarte inicia o processo que levará à inserção do óleo do pré-sal na história da exploração de petróleo e gás natural no país.[...]”.

“[...] Nos últimos anos, a Petrobras investiu aproximadamente R\$ 1,7 bilhão na perfuração de 15 poços na camada do pré-sal. Destes, oito já foram testados e indicaram presença de petróleo leve de alto valor comercial e grande quantidade de gás natural associado, mas - segundo a Petrobras - ainda não tiveram declaradas a comercialidade, estando, portanto, em fase de avaliação.[...]”.

Fonte: VALOR ECONÔMICO. Notícia divulgada em 02/09/2008 www.valoreconomico.com.br.

“[...] Neste fim de semana, ministros de Economia e presidentes de bancos centrais das grandes economias desenvolvidas e emergentes debaterão alternativas para a crise financeira internacional. A reunião anual do chamado G-20 financeiro ocorrerá em São Paulo, já que o Brasil ocupa a presidência rotativa do grupo. [...]”.

“[...] A explosão da bolha imobiliária nos Estados Unidos e seu efeito dominó sobre o mercado financeiro internacional acabaram mudando o foco dos debates da reunião anual. A urgência do tema levou o ministro Guido Mantega a convocar, pela primeira vez desde a criação do grupo, uma reunião extraordinária em nível ministerial, realizada no dia 11 de outubro, em Washington, à margem da reunião anual do FMI e do Banco Mundial. No comunicado final, o grupo comprometeu-se a "utilizar todos os instrumentos econômicos e financeiros para assegurar a estabilidade e o bom funcionamento dos mercados financeiros".[...]”.

Fonte: VALOR ECONÔMICO. Notícia divulgada em 07/11/2008 www.valoreconomico.com.br.

RESULTADO

Ainda no campo das incorporações, essa aquisição agregou valor, quando analisado o impacto nos preços das ações, para a empresa compradora. Ao contrário do que foi encontrado para os dois processos anteriores, o retorno médio da janela pós-evento foi negativo no valor de -0,1277% para a PEPSA. Já para a PESA, o retorno médio na janela pós-evento foi negativo -0,8980%, consumindo todo o retorno positivo de 19,49% percebido dentro da janela de evento.

É possível inferir que a valorização significativa das ações da PESA dentro da janela de evento pode ter sido em função do anúncio das empresas em promover a redução de custo operacional no longo prazo (THOMSON REUTERS). No mesmo ano, a Petrobras anunciou a descoberta de novas reservas de petróleo, o que pode ter sido um dos motivos para o aumento na cotação das ações.

O retorno negativo na janela pós-evento para ambas as empresas pode ser inerente a outros fatores externos que não estão correlacionados à aquisição aqui estudada. (VALOR ECONÔMICO) A crise no setor imobiliário nos Estados Unidos impactou as bolsas de valores do mundo todo e pode ter constituído um dos fatores para a queda nos valores das ações da PESA e PEPSA.

5.3.2 Aumento do Controle Acionário

Além dos 3 eventos de incorporações avaliados anteriormente, tem-se um único evento, dentre os 5, como compra de ações parciais (menor que 100%), com o objetivo de aumento do controle acionário. Tal atividade também gerou destruição de valor para as duas firmas.

Tabela 14 – Evento de compra parcial de ações – aumento de controle acionário.

item	Numero do Evento	Companhia (Target & Acquiror)	Data Anúncio	Janela Estimação (dias)	Janela Evento (dias)		Retorno Anormal Acumulado (%)	Status
					Pré	Pós		
10	171	Acquiror: ASTRA	07/08/1998	180	7	7	-46,35%	NTA
10	171	Target: METROGAS	07/08/1998	180	7	7	-16,66%	

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

METROGAS & ASTRA – AUMENTO DE CONTROLE DA ASTRA S.A.

A ASTRA S.A., subsidiária da Repsol S.A., aumentou sua participação na Metrogas S.A., subsidiária da Gas Argentino S.A., de 23,8% para 31,8% no mercado de capitais. A data do anúncio do evento foi em 7 de agosto de 1998. Ambas as organizações são argentinas. Para mais informações, ver a sinopse do evento no **Apêndice 3**. Segue abaixo um resumo histórico de ambas as firmas.

METROGAS S.A. (fonte – www.metrogas.com.ar)

- ✓ A indústria de gás na Argentina tem início, em 1858, com o uso do carvão tipo coque como combustível na iluminação da cidade de Buenos Aires. Em 1910, com a fusão das quatro empresas que operavam na área, nasce a companhia primitiva de gás de Buenos Aires;
- ✓ Em 1949, após a construção do primeiro gasoduto, inicia-se a exploração comercial de gás. Nas décadas de 60, 70 e 80, a indústria de gás cresce significativamente na Argentina, colocando o país como o terceiro maior consumidor no mundo;
- ✓ Em 1992, a Lei nº 24.076 institui a privatização do Gás Natural como recurso estratégico, regulamentando as atividades de transporte e distribuição;
- ✓ O Decreto Lei nº 45992 coloca em prática tal privatização, concedendo a *Distribuidora de Gas Metropolitano AS (Metrogas)* a licença para distribuição do gás

natural na então Capital Federal, onde é hoje a atual cidade de *Buenos Aires*, e demais regiões adjacentes;

- ✓ As maiores bacias produtoras de gás natural da Argentina estão localizadas a Noroeste, na província de *Neuquén*, e no extremo sul. O gás é levado aos principais centros de consumo através de gasodutos operados por *Transportadora de Gas Del Sur* (TGS) e *Transportadora de Gas Del Norte* (TGN). A Metrogas obtém o gás natural pela conexão aos gasodutos da TGN, assim como ao gasoduto de alta precisão de Buenos Aires; e
- ✓ A composição acionária da Metrogas S.A. hoje é:
 - 70% *Consortio Gas Argentino S.A.*¹²;
 - 20% Bolsas de Buenos Aires e NY; e
 - 10% *Programa de Propiedad Participada* (próprios empregados).

ASTRA S.A. (fonte – www.astraevangelista.com)

- ✓ Iniciou-se em 1948. Seu fundador foi Don Alfredo Evangelista, tendo como origem a atuação na fabricação e execução de obras dentro do setor de energia;
- ✓ Já nos primeiros anos de existência, a AESA consolidou-se dentro da indústria de petróleo e gás natural, tendo como principais clientes YPF e *Gas Del Estado*;
- ✓ Durante as décadas de 60 e 70, a companhia intensifica sua atuação na fabricação de equipamentos do setor de energia. Parcerias com organizações transnacionais são fechadas para fabricar equipamentos que até então eram importados e que passariam a ser fabricados na Argentina. Outra estratégia importante nesse mesmo período é a diversificação de produtos com foco nas indústrias de mineração, alimentícia, viticultura e energia nuclear. A AESA continua trabalhando fortemente com YPF e *Gas Del Estado*, mas aumenta significativamente sua carteira de clientes, a saber: *Astra, Pan American Energy, Sade, Techint, PGM, Somina, Enap y la Comisión Nacional de Energía Atómica*;
- ✓ Diante da crise na América do Sul, na década de 80, a AESA passa por dificuldades econômicas, sendo adquirida pela ASTRA em 1986, passando a chamar-se ASTRA EVANGELHISTA;

¹² BG Group possui 54,67%; YPF S.A. possui 45,33%.

- ✓ Em 1996, a ASTRA é adquirida pela Repsol que assume o controle da ASTRA EVANGELHISTA. Em 1999, a YPF é adquirida pela Repsol;
- ✓ Em 2001, a ASTRA e YPF (ambas controladas pelas Repsol) são fundidas formando a A-EVANGELHISTA S.A.. Em 2005, após reformas gerenciais e reestruturação da organização, a empresa passa a chamar-se AESA;

NOTÍCIAS E ANÁLISES DO EVENTO

“[...] Metrogas é uma peça chave para a estratégia do grupo *British Gas* para a América do Sul. Na região, é uma das maiores compradoras de gás, e possui a mais extensa rede de transporte. Tem 1,9 milhões de clientes em sua carteira e, no último ano, obteve um faturamento de US\$628 milhões. [...]”.

“[...] *British Gas* trabalha em parceria com a Petrobras e outros sócios num projeto para levar gás desde a Bolívia até o sudeste do Brasil, que inclui ainda o desenvolvimento de dois projetos de geração de energia elétrica. [...]”.

Fonte: LA NACION. Notícia divulgada em 16 de julho de 1998 www.lanacion.com.ar.

“[...] Um grupo de bancos e os espanhóis que controlam a petroleira Astra planejam uma operação de 220 milhões de dólares: a venda de aproximadamente 24% da distribuidora Metrogas, uma das sobreviventes da *Gas del Estado*. A oferta será organizada por *Crédit Suisse*, que iniciou o processo [...]”.

Fonte: CLARÍN.COM – *Los Españoles de Astra venden sus acciones em Metrogas*. Notícia divulgada em 02 de setembro de 2007 www.clarin.com.

“A Repsol deu outro passo importante para sua consolidação no mercado energético local. Astra S.A., sua subsidiária no país, chegou a um acordo com Perez Compac para ficar com 11,33% da Gas Argentino AS (GASA), uma *holding* que controla a Metrogas. A operação será fechada nos próximos dias por US\$34 milhões.[...]”.

“[...] Em novembro passado, Repsol anunciou que irá investir, durante os próximos cinco anos, US\$300 milhões na América Latina. Sua subsidiária Astra ficará com a maior parte desse valor, US\$200 milhões, para desenvolvimento de projetos de integração energética [...]”.

Fonte: LA NACION. Notícia divulgada em 04 de agosto de 1998 www.lanacion.com.ar.

RESULTADO

Esse processo de tomada de controle foi caracterizado como aumento na participação no mercado de capitais e não incorporação, como os casos anteriores. Nesse evento, a então ASTRA S.A. aumenta sua participação na METROGAS S.A. de 23,8% para 31,8%. A aquisição gera destruição de valor para ambas as organizações, sendo pior para a empresa

compradora, ASTRA S.A. Analisando a janela pós-evento das duas organizações, temos retornos médio positivos de 0,5777% para METROGAS S.A., e 0,4710% para ASTRA S.A.

Assim como aconteceu em eventos anteriores, é possível especular tal discrepância por reações tardias ou mesmo um retorno anormal positivo após o evento, devido à valorização das ações por outros motivos não inerentes a esse evento. Outro fator é a limitação da metodologia de estudo de eventos, devido a não inclusão da análise em longo prazo.

5.3.3 Fusão e Formação de *Joint Venture*

O último evento a ser avaliado é uma formação de *joint-venture* entre PETROBRAS S.A. e UNIPAR S.A. A fusão gerou a QUATTOR PARTICIPAÇÕES S.A., e foi realizada em 30 de novembro de 2007.

Tabela 15 – Fusão e formação da *joint-venture* Quattor Participações S.A.

item	Numero do Evento	Companhia (Target & Acquiror)	Data Anúncio	Janela Estimação (dias)	Janela Evento (dias)		Retorno Anormal Acumulado (%)	Status
					Pré	Pós		
7	105	Target: PETROBRAS S.A.	30/11/2007	180	7	7	-5,84%	NTA
7	105	Acquiror: UNIPAR	30/11/207	180	7	7	-13,17%	

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters.

Nota: Dados trabalhados pelo autor.

JOINT VENTURE QUATTOR PARTICIPAÇÕES S.A.

A Petrobras S.A. anunciou um acordo de formação para uma *joint-venture* juntamente com a UNIPAR S.A., em 30 de novembro de 2007. Nesse acordo, a Petrobras terá 40% do controle da nova companhia denominada QUATTOR PARTICIPAÇÕES S.A., ficando os 60% restantes sob controle da UNIPAR S.A.. Ambas as organizações são brasileiras. Para mais informações, ver a sinopse do evento no **Apêndice 3**. Segue abaixo um resumo histórico de ambas as firmas.

PETROBRAS S.A. (fonte – www.petrobras.com.br)

Assim como no estudo anterior, a PETROBRAS S.A. já foi avaliada outras vezes ao longo desse trabalho referente à fundação e sua consolidação na indústria de petróleo e gás natural no Brasil.

UNIPAR S.A. (fonte – www.unipar.ind.br)

✓ Definição e reestruturação:

A UNIPAR é uma Companhia *Holding*, não operacional, cuja atividade principal é a participação acionária em outras sociedades, direta ou indiretamente, inclusive por meio de fundos de investimento. (UNIPAR, 2012 – www.unipar.ind.br).

Após a conclusão da reestruturação societária em 2010, a UNIPAR realizou Assembleia Geral Extraordinária em 29/06/2010, através da qual os acionistas aprovaram a alteração do seu objeto social, e, conseqüentemente,

a sua denominação social, para UNIPAR PARTICIPAÇÕES S.A.. (UNIPAR, 2012 – www.unipar.ind.br).

- ✓ A empresa foi constituída em maio de 1969, sendo que em outubro do mesmo ano passou à condição de sociedade por ações;
- ✓ Surgiu com foco na comercialização de produtos químicos e petroquímicos, sendo formada pela Petroquímica União, Poliolefinas, Empresa Brasileira de Tetrâmero e Carbocloro. Consolidou-se na década como destaque na indústria petroquímica nacional;
- ✓ Em 2000, a UNIPAR efetua descruzamentos de participações societárias com a Odebrecht Química S.A., criando a Polietilenos União;
- ✓ Em 2007, PETROBRAS S.A. e UNIPAR assinam um acordo de investimento para estabelecer a formação da Quattor Participações. No ano seguinte, é constituída a Quattor Participações, a segunda maior empresa petroquímica da América do Sul. O controle da Quattor era da UNIPAR, representado por 60% do capital volante;
- ✓ Em 2009 e 2010, ocorrem mudanças na estrutura da Quattor Participações S.A.:

O ano de 2009 foi marcado pelos entendimentos com os acionistas da Braskem e Petrobrás para estudo de eventual negociação da participação societária da UNIPAR na Quattor Participações S.A., que culminaram com a celebração do Acordo de Investimento, em 22 de janeiro de 2010. Através desse acordo, a UNIPAR vendeu à Braskem a totalidade de suas participações societárias na Quattor (correspondente a 60% do capital total e votante), na UNIPAR Comercial (correspondente a 100% do capital total e votante) e na Polibutenos (correspondente a 33,33% do capital total e votante). O valor total da transação refletida no Acordo de Investimento atingiu R\$ 870 milhões, sendo R\$ 647,3 milhões pela Quattor, R\$ 27,7 milhões pela UNIPAR Comercial, R\$ 25 milhões pela Polibutenos e R\$ 170 milhões, que correspondiam ao valor líquido atribuído pela UNIPAR por suas obrigações assumidas, pela Braskem, no âmbito da opção de venda de ações da Quattor (resultantes do compromisso de migração da Rio Polímeros) outorgada ao BNDES Participações S.A. (UNIPAR, 2012 – www.unipar.ind.br).

NOTÍCIAS E ANÁLISES DO EVENTO

“[...] Para ser majoritária, além de seus ativos, a Unipar também vai desembolsar R\$880 milhões – valor bem abaixo do que se falava no mercado, algo em torno de R\$700 milhões [...]”

“[...] O diretor de abastecimento da Petrobras, Paulo Roberto Costa, voltou a negar que a Petrobras esteja reestatizando o setor [...]”.

Fonte: O ESTADO DE S. PAULO. Notícia divulgada em 01 de dezembro de 2007, p. b17.

“A Petrobras, a Petroquisa (Petrobras Química) e a Unipar (União de Indústrias Petroquímicas) informaram nesta sexta-feira a conclusão das negociações para formação de uma Sociedade Petroquímica. Segundo comunicado enviado à CVM (Comissão de Valores Mobiliários), a Petrobras e a Unipar verificaram a necessidade de promover a consolidação do setor petroquímico brasileiro "de forma a se ter empresas com maiores escalas, com tecnologia e gestão capazes de torná-las competitivas em termos mundiais". A previsão é que a integração de seus ativos resultará na criação de uma empresa petroquímica "com escala global e elevada competitividade, com capacidade de produção, em 2008, de cerca de 1,9 milhão de toneladas de poliolefinas, integrada na produção de 2,4 milhões de petroquímicos básicos e com localização privilegiada no Mercosul, dada a proximidade de seus ativos do maior centro de consumo e das principais fontes de matérias-primas da região".

Fonte: FOLHA DE SÃO PAULO. Notícia divulgada em 30 de novembro de 2007.

“A agência de classificação de risco Fitch colocou a nota de risco da Unipar em "observação negativa" hoje, sob justificativa do aumento do endividamento da companhia com a constituição de sociedade em conjunto com a Petrobras, anunciada na semana passada. O *rating* nacional de longo prazo da Unipar atualmente é "A(bra)". A "observação negativa" também se estende à primeira emissão de debêntures da empresa. [...]”.

“[...] Na avaliação da Fitch, a decisão sobre a "observação negativa" reflete "a provável deterioração" dos indicadores de crédito da Unipar, bem como do nível de cobertura das dívidas da Unipar *Holding* após a conclusão da operação. A agência menciona os desafios que serão enfrentados pela petroquímica no processo de integração e as necessidades de financiamento da nova sociedade. Pelo processo, a Unipar deve emitir R\$ 440 milhões em títulos de dívida, elevando o endividamento da *holding* para R\$ 900 milhões. "A assunção desta dívida vai se refletir em uma maior alavancagem e no enfraquecimento de seus atuais indicadores de proteção de crédito, tornando-os não compatíveis para a atual categoria de *rating*", explica a Fitch em seu comunicado. Essa necessidade de financiamento no momento, segundo a agência, deve pressionar o fluxo de caixa da empresa e criar mais riscos de refinanciamento em 2011 e 2012. [...]”.

Fonte: VALOR ECONÔMICO. Notícia divulgada em 05 de dezembro de 2007.

“Por meio de comunicado, a Petrobras e a Unipar confirmaram hoje a formação de uma Sociedade Petroquímica, conforme antecipado pelo jornal Valor Econômico. Também hoje, a Petrobras anunciou negócio com a Braskem, transferindo seus ativos petroquímicos para a companhia. [...]”.

“[...] Ainda de acordo com o comunicado, o controle desta nova sociedade será da Unipar, com 60% das ações ordinárias. Os 40% restantes serão de titularidade da Petrobras, que terá direitos assegurados em Acordo de Acionistas que será implementado. "A Petrobras e a Unipar compartilham da necessidade de se promover a consolidação do setor petroquímico brasileiro, de forma a se ter empresas com maiores escalas, com tecnologia e gestão capazes de torná-las competitivas em termos mundiais", indica o comunicado. [...]”.

Fonte: VALOR ECONÔMICO. Notícia divulgada em 30 de novembro de 2007.

“A recente consolidação do setor petroquímico do País, envolvendo a Petrobras, a Braskem e a Unipar foi elogiada hoje pela ministra-chefe da Casa Civil, Dilma Rousseff, que citou a reorganização como um exemplo de iniciativa que cria condições melhores de competição internacional. "Acho que a reorganização do setor petroquímico foi muito oportuna. É impossível supor que podemos ter uma petroquímica competitiva internacionalmente sem uma certa robustez", afirmou, reforçando que em alguns setores é praticamente "proibido" não ser transnacional. Na semana passada, Petrobras, Braskem e Unipar anunciaram uma reorganização societária que dividiu a petroquímica nacional em dois grandes conglomerados. O grupo Braskem, controlado pela Odebrecht, onde agora a Petrobras tem 30% do capital votante nas mãos, e uma nova empresa, a Companhia Petroquímica do Sudeste (CPS), que terá participação de 60% da Unipar e 40% da Petrobras. [...]”.

Fonte: VALOR ECONÔMICO. Notícia divulgada em 07 de dezembro de 2007.

“O banco de investimentos Merrill Lynch mantém sua recomendação de "acima da média do mercado" (*overweight*) para o Brasil, ao avaliar a perspectiva para as ações na América Latina. México e Chile têm recomendação neutra e a Argentina está classificada como abaixo da média do mercado. Para o banco, a liderança do Brasil na região, fundamentada pela grande exposição às *commodities* deve prevalecer durante o primeiro semestre do ano. Já no segundo semestre, o banco vê algumas oportunidades de rotação de investimento, com um renovado apetite pelo setor financeiro e foco nas empresas de baixa capitalização de mercado.

O banco se diz otimista para a região apesar do cenário desafiador, marcado pela elevada liquidez e risco de menor crescimento em âmbito global. "O baixo nível de alavancagem pública e corporativa na América Latina resulta em um colchão contra os problemas globais de crédito e dão resistência e flexibilidade contra o ciclo de negócios nos Estados Unidos." Os principais riscos para o ano, na avaliação do banco são: maior inflação regional, que ameaça a expectativa de novas retrações de juros ainda em 2008; uma limitação na tese de descolamento, resultado da perda de valor do dólar, crise de crédito global e inflação mundial; e risco de lucros abaixo do esperado, por fatores como falta de energia e medidas regulatórias, como a elevação de impostos para os bancos no Brasil. [...]”.

Fonte: VALOR ECONÔMICO. Notícia divulgada em 28 de janeiro de 2008.

RESULTADO

A fusão entre UNIPAR S.A. e PETROBRAS S.A. não gerou ganhos refletidos na valorização das ações no mercado de capitais. A maior queda do retorno anormal acumulado foi para a UNIPAR, que exerceu o papel de compradora nessa fusão, tendo o controle de 60% do capital.

Avaliando o retorno médio na janela pós-evento, as ações da UNIPAR exerceram um desempenho positivo de 0,1210%. Já as ações da Petrobras apresentaram desempenho negativo de -0,4215%. A UNIPAR S.A. teve sua classificação reduzida devido ao nível de endividamento e uma possível pressão no fluxo de caixa da empresa (FITSCH). Já a Petrobras foi questionada pelo mercado sobre a possibilidade de estar reestatizando o setor, uma vez que outras operações de F&A aconteceram num período próximo ao evento ocorrido com

participação da própria Petrobras. Portanto, é possível inferir que essas são as possíveis razões para a queda no valor das ações dentro da janela de evento.

Já para análise pós-eventos, é possível destacar a recuperação da UNIPAR S.A. com retorno médio de +0,1210%. A companhia participou ainda de outros processos de F&A que podem ter influenciado os valores das ações dentro da janela pós-evento: i. Venda da Suzano de 24,3% da Repsol para Unipar e BNDESPar; ii. Venda da participação na Petroflex pela Braskem à alemã Lanxess. Para a Petrobras, o desempenho foi negativo ao longo dos 180 dias após o evento com retorno médio de -0,4215%. Anúncios de manutenção do valor do combustível em território nacional, mesmo com barril chegando a US\$100, no início de 2008, poderiam ser fatores para o retorno médio negativo.

6. CONCLUSÃO

O presente estudo propôs-se a contextualizar as F&A realizadas na América do Sul dentro da Indústria de Petróleo e Gás Natural através de um estudo qualitativo de 5 eventos sobre empresas do setor.

Os resultados mostraram que a distribuição dos 229 eventos extraídos da base de dados Thomson Reuters apresentou correlação com o levantamento teórico sobre as ondas de F&A, assim como a evolução e consolidação do setor de petróleo no cenário geopolítico mundial. Foi possível evidenciar e correlacionar um primeiro ciclo nos anos 90, com a reestruturação da indústria de petróleo na América do Sul motivada pelo afrouxamento de monopólios e abertura da economia. A distribuição apresentou também um segundo ciclo de aumento no número de F&A no início desse século, condizente ainda com a formação de alianças e geração de sinergias ainda sob os reflexos motivacionais do período anterior, década de 90.

Durante a análise qualitativa dos 5 eventos extraídos da população de 229 eventos, os resultados mostraram evidências de que as F&A realizadas na América do Sul, no setor de petróleo e gás natural, nas últimas três décadas, não geraram valor, isto é, o retorno anormal acumulado das ações foi negativo para 4 do total de 5 eventos avaliados. Um único evento obteve retorno anormal acumulado positivo e foi somente para a empresa adquirida. Quanto ao método de tomada de controle, a amostra de 5 eventos apresentou evidências de destruição de valor para as firmas, em todas as três formas estudadas.

O retorno médio na janela pós-evento (180 dias após o anúncio) diverge do retorno anormal acumulado na janela de evento. Aqui cabe destacar que o retorno anormal dentro da janela de evento é avaliado num curto espaço de tempo – 7 dias antes e depois do anúncio. O objetivo é tentar isolar o evento de fatores externos. No entanto, a análise do retorno médio na janela pós-evento possui um caráter de longo prazo, quando comparada com a janela de evento, e, portanto, fatores externos poderão influenciar no comportamento das ações.

Diante da metodologia utilizada e as variáveis aqui definidas, a proposta do presente trabalho foi estudar o comportamento do mercado, medindo suas expectativas. Diante desse cenário, fatores externos, localização geográfica e setor da indústria, dentre outros, são fatores que influenciam no comportamento dos valores das ações, e, por conseguinte, as perspectivas financeiras de uma economia globalizada.

6.1 Implicações para a prática

Jensen (1986) e Jarrell (1988) acreditam que as F&A são motivadas por diferentes interesses que podem ser compartilhados ou divergirem entre acionistas e gerentes. Outra motivação para F&A é a irracionalidade durante a tomada de decisão com o propósito de justificar determinados processos de tomada de controle. Com base nesse estudo, foi possível inferir que as expectativas durante um processo de tomada de decisão devem ser gerenciadas e avaliadas com parcimônia. A incorporação da Petrobras Argentina pela Petrobras Energia teve como objetivo promover sinergia através de um melhor aproveitamento da estrutura organizacional, resultando em uma possível redução de custos operacionais. No entanto, durante análise da janela pós-evento, foi possível observar que o retorno médio foi negativo para ambas as empresas. Cabe ressaltar que, no mesmo ano, a Petrobras anunciou grandes descobertas no campo de Tupi, pré-sal. Empresas de grande porte, como a Petrobras, sofrem influências diversas, e um determinado evento pode ser desvirtuado por outras condições da economia. De qualquer maneira, a fragilidade dos valores das ações e a volatilidade entre geração ou destruição de valor foram inerentes a esse estudo.

A teoria neoclássica de maximização dos lucros mostra que usualmente gerentes tomam decisões para maximizar os lucros das firmas. Os valores das ações podem ser avaliados como uma variável de medição da expectativa do mercado. Os processos de F&A serão vistos de maneira positiva, desde que sejam geradores de riquezas para os acionistas. Diante dessas três afirmações, destaca-se a formação de um processo cíclico que se autoalimenta de uma potencial expectativa de mercado que terá impacto na tomada de decisão dos gerentes frente a uma potencial fusão ou aquisição que, por sua vez, irá influenciar nos valores das ações.

6.2 Implicações para a teoria

A geração de valor resultante de um processo de F&A não apresenta um consenso no meio acadêmico. Ravenscraft e Scherer (1987) apresentam um estudo de geração de valor para firmas “*Target*” e destruição para empresas compradas. Para Aybar e Ficici (2009), as F&A geram destruição de valor para ambas as empresas envolvidas.

Demais discordâncias/limitações vão desde o tamanho da amostra até a capacidade de isolar evento das demais influências externas. Diante dos resultados, foi possível observar que tais discordâncias estiveram presentes nesse estudo. A análise do retorno médio dentro da janela pós-evento evidenciou uma discrepância quando comparado com o retorno acumulado da janela de evento. A potencial influência de fatores externos pode ter impactado no valor das

ações no longo prazo. Jensen e Ruback (1983) já haviam mostrado que as alterações nos preços das ações superestimam os ganhos.

6.3 Sugestões de pesquisas futuras

Da população de 229 eventos, somente cinco eventos fizeram parte do estudo qualitativo. A base de dados Thomson Reuters foi a fonte para esses eventos, sendo que o *software* Economática foi a fonte primária para obtenção dos valores históricos das ações. Consultas às respectivas páginas eletrônicas na internet das Bolsas de Valores não foram representativas para fins de valores históricos das ações. Novas fontes de busca e varredura dos valores histórico das ações no mercado de capitais, ou mesmo o contato direto com cada bolsa de valor, devem ser consideradas para pesquisas futuras. O objetivo é aumentar a representatividade da amostra chegando o mais próximo da população de eventos.

Devido às limitações inerentes à metodologia de estudo de eventos, talvez seja importante efetuar uma análise qualitativa mais abrangente – maior número de eventos – com levantamento detalhado das F&A, não se limitando, assim, a curtos espaços de tempo e avaliando as influências externas.

7. REFERÊNCIAS

- ANP - Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis. Anuário Estatístico Brasileiro do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis 2012. Disponível em www.anp.gov.br. Acesso em: 20 de novembro de 2012.
- AYBAR, B., & FICICI, A. Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40, 1317-1338, 2009.
- BATISTA, J. C. A estratégia de ajustamento externo do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, 7 (2), 66-80, 1987.
- BRADLEY, M. Interfirm tender offers and the market for corporate control. **Journal of Business**, v.53, n.4, p.345-376, 1980.
- BROWN, Stephen J.; WARNER, Jerold B., Using daily stock returns: the case of event studies, **Journal of Financial Economics**, 14, p. 3-31.
- CAMARGOS, M.A., & BARBOSA, F.V. Análise Empírica da Hipótese de Maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. **Revista de Gestão USP**, 12(4), 33-53, 2005.
- 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**, 12(2), 99-115, 2005.
- CAMARGOS, M. A., & BARBOSA, F.V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, 21(1), 69-99, 2010.
- 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, 10(2), 17-38, 2003.
- CAMARGOS, M.A., & CAMARGOS, M.C.S. **Análise da Produção Científica sobre Fusões e Aquisições na Literatura Nacional, 1994 a 2010.** XXIV Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro/RJ, dez/2010.
- CAMPOS, A.F. **A reestruturação da indústria de petróleo sul americana nos anos 90.** 2005. 348f. Tese (Doutorado em Ciências em Planejamento Energético) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil, 2005.
- CAPRON, L., & PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, 23, 781-794, 2002.
- CAVALCANTI, M.A.F.D., SILVA, J.F., & CARNEIRO, J.M.T. **Evolução do ambiente competitivo da indústria de petróleo Argentina.** Revista de Administração Contemporânea, 5(1), 2001.

- CORRADO, C.J. Event studies: A methodology review. **Accounting & Finance**, v.51, p.207-234, 2011.
- COSTA JR., J.V. **Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006**. 135f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil, 2008.
- DENNIS, D.K. & McCONNELL, J.J. Corporate mergers and security returns. **Journal of Financial Economics**. v.16, n.2, p.143-187, 1986.
- DIMSON, E. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. **Journal of Financial Economics**, 1979, 197-226.
- DOYTCH, N. & CAKAN, E. Growth Effects of Mergers and Acquisitions: a sector-level study of OECD countries. **Journal of Applied Economics and Business Research**. 1(3): 120-129, 2011.
- DODD, P. Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. **Journal of Financial Economics**, v.8, n.2, p.105-137, 1980.
- DOWNES, J. & GOODMAN, J.E. **Dicionário de termos financeiros e de investimentos**. São Paulo: Nobel, 1993.
- ELLERT, J.C. Mergers antitrust law enforcement and stockholder returns. **Journal of Finance**, v.31, n.2, p.715-732, 1976.
- FIORINI, J.L. **60 Lições dos 90 – Década de Neoliberalismo**. São Paulo: Editora Record, 2001.
- FIRTH, M. **Share prices and mergers: a study of stock market efficiency**. Westmead, England, Saxon House, 1976.
- FIRTH, M. Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. **The quarterly journal of economics**, 94(2), 235-260, 1980.
- Fundação Getúlio Vargas (FGV), Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Biblioteca Karl A. Boedecker. **Normas para apresentação de Monografia (6ª edição)**. São Paulo, SP: SOUZA, Marina E. V. S.; MADEIRA, Elenice. Y., 2008.
- GAUR, A.S., MALHOTRA, S. & ZHU, P. Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms' rivals: a test of the growth probability hypothesis in China. **Strategic Management Journal**, 34: 215 – 232 (2013).
- GITMAN, L.J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª Ed. São Paulo, Brasil: Harper & Row do Brasil, 1997.
- GORT, M. **An economic disturbance theory of mergers**. The Quarterly Journal of Economics, 83(4), 624-642, 1969.
- GREGORIOU, G.N., RENNEBOOG, L. **International mergers and acquisitions activity since 1990**. Recent research and quantity analysis. Academic Press 2007.

- HALPERN, P.J. (1973). Empirical estimates of the amount and distribution of gains to companies in mergers. **Journal of Business**, v.46, n.4, p.554-575, 1973.
- HEALY, P.M., PALEPU, K.G. & RUBACK, R.S. Does corporate performance improve after mergers? **Journal of Financial Economics** 31, 135-175, 1992.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, 76 (2),323-329, 1986.
- JENSEN, M. C. Takeovers: their causes and consequences. **Journal of Economic Perspective**, 2 (1), 21-48, 1988.
- JUCÁ, M.C.M. **Crise e Reforma do Estado: as bases estruturantes do novo modelo**. In: JusNavegandi. Ano 7, nº61, 2003.
- KAYO, E.K., PATROCÍNIO, M.R., & MARTIN, D.M.L. (2009). Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. **Revista de Administração de São Paulo (RAUSP)**, 44(1), 59-69, 2009.
- KLOECKNER, G.O. Fusões e Aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração de São Paulo (RAUSP)**, 29(1), 42-58, 1994.
- KPMG CORPORATE FINANCE, Pesquisa de Fusões e Aquisições 2012 – 2º Trimestre. Publicado em 23/07/2012. Disponível em www.kpmg.com/BR. Acesso em: 20 de agosto de 2012.
- LIMMACK, R.J. **Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977-1986**. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, v.21, n.83, p.239-252.
- MACKINLAY, A.C. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**, XXXV, 13-39, 1997.
- MALATESTA, P.H. The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. **Journal of Financial Economics**, v.11, n.1-4, p.155-181, 1983.
- MANDELKER, G. Risk and return: the case of merging firms. **Journal of Financial Economics**, v.1, n.4, p.303-335, 1974.
- MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Political Economy**, 73(2), 110-120, 1965.
- MME – Ministério de Minas e Energia. BEN – Balanço Energético Nacional 2012. Disponível em www.mme.gov.br. Acesso em: 20 de novembro de 2012.
- MUELLER, D. C. **A theory of conglomerate mergers**. Quarterly Journal of Economics, 83(4), 643-660, 1969.
- NELSON, R.L. **Merger Movements in American Industry, 1895-1956**. Princeton, N.J.: Princeton University, 1959.

- PATROCÍNIO, M.R., Kayo, E.K., & Kimura, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração de São Paulo (RAUSP)**, 42(2), 205-215, 2007.
- PEREIRA, L.C.B. **A reforma do aparelho do Estado e a Constituição Brasileira**. In: ENAP – Texto para discussão n^o1, 2001a.
- PEREIRA, L.C.B. **A administração pública gerencial: estratégia e estrutura para um novo Estado**. In: ENAP – Texto para discussão n^o9, 2001b.
- PINTO JR., H.Q., & IOOTTY, M. Avaliando os Impactos Microeconômicos das Fusões e Aquisições nas Indústrias de Energia no Mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, 25(4), 439-453, 2005.
- ROCHA, F., IOOTTY, M., & FERRAZ, J.C. Desempenho das Fusões e Aquisições na Indústria Brasileira na Década de 90: a Ótica das Empresas Adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, 5, 69-101, 2001.
- ROLL, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. **The Journal of Business**, 59(2), 197-216, 1986.
- ROSS, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J.F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo, Brasil: Atlas, 1995.
- ROSSI, L.F. **Fusões e Aquisições: a questão dos “takeovers hostis”**. Dissertação de Mestrado, Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil, 1996.
- SALTER, M.S., & WEINHOLD, W.A. Diversification via acquisition: creating value. **Harvard Business Review**, 56, 166-176, 1978.
- SCHERER, F.M. Corporate Takeovers: the efficiency arguments. **Journal of Economic Perspectives**, 2(1), 69-82, 1988.
- SCHERER, F.M. & ROSS, D. **Industrial market structure and economic performance**. 3ed Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.
- SERRA, J. **Ciclo e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra**. In: BELLUZZO, L.G. M. & COUTINHO, R. **Desenvolvimento capitalista no Brasil – ensaios sobre a crise**. 2ed São Paulo, v1 56-121, 1982.
- SETH, A. Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues. **Strategic Management Journal**, Vol. 11, pp. 99-115, 1990.
- SHIMIZU, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. **Journal of International Management**, 10, 307 – 353, 2004.
- SINGH, H., & MONTGOMERY, C.A. Corporate acquisition strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, 8, 377-386, 1987.

- STIGLER, G.J. Capitalism and monopolistic competition. **American Economic Review Papers and Proceedings**, 40, p.63, 1950.
- STRAUB, T. **Reasons for frequent failure in mergers and acquisitions: a comprehensive analysis**. Editora Springer DE, 2007. Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden, 2007.
- SUEN, A.S., & KIMURA, H. **Fusão e Aquisição como estratégia de entrada (entre mode) no mercado brasileiro**. Caderno de Pesquisas em Administração, 1997.
- TANURE, B., & CANÇADO, V.K. Fusões e Aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, 45(2), 10-22, 2005.
- UNCTAD, **World Investment Report 2000: Cross-border Mergers & Acquisitions and Development** (United Nations - New York and Geneva, 2000). Sales No. E.00.II.D20.
- WELLS, W.H. A begginer's guide to event studies. **Journal of Insurance Regulation**, June 2004, vol. 22, n.4.
- WESTON, J.F., & MANSINGHKA, S.K. Tests of the efficiency performance of conglomerate firms. **Journal of Finance**, 26(4), 919-936, 1971.

APÊNDICE 1 – EVENTOS AVALIADOS NO CÁLCULO DE RETORNO ANORMAL

Item	Evento	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
1	17	06/28/2011	Gas Sur SA	Chile	Gasco SA	Chile	100,00
2	97	09/02/2008	Petrobras Energia	Argentina	Petrobras Argentina SA	Argentina	100,00
3	105	11/30/2007	Petroleo Brasileiro SA-Petroch	Brazil	Unipar-Petrochemical Assets	Brazil	100,00
4	111	08/03/2007	Suzano Petroquimica SA	Brazil	Petrobras	Brazil	76,57
4	112	08/03/2007	Suzano Petroquimica SA	Brazil	Petrobras	Brazil	98,77
5	171	08/07/1998	MetroGAS SA	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	31,80

APÊNDICE 2 – POPULAÇÃO DE F&A – 229 EVENTOS

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
1	09/18/2012	Key Energy Services SA	Argentina	Servicios Petroleros Argentina	Argentina	-
2	09/04/2012	Putumayo-4 Block	Colombia	Petroleos del Norte SA	Colombia	100,00
3	07/31/2012	Energas SA ESP	Colombia	Gasco SA	Chile	-
4	06/04/2012	Veraz Petroleum Peru SAC	Peru	Petrominerales Ltd	Colombia	100,00
5	05/31/2012	Petrolera Entre Lomas SA	Argentina	Petrobras Argentina SA	Argentina	58,88
6	04/24/2012	Edalgas SA ESP	Colombia	Surtigas	Colombia	100,00
7	03/21/2012	Ello-Puma Distribuidora	Brazil	ALESAT Combustiveis SA	Brazil	100,00
8	02/22/2012	Cathedral Energy Svcs-Assets	Venezuela	Vencana Servicios Petroleros	Venezuela	100,00
9	01/31/2012	Bolivian Caipipendi Block	Bolivia	Empresa Petrolera Chaco SA	Bolivia	25,00
10	11/23/2011	Aceites Diana SA	Venezuela	PDVSA	Venezuela	100,00
11	10/20/2011	Repsol Gas Brasil SA	Brazil	Ultragaz Participacoes Ltda	Brazil	100,00
12	10/13/2011	Energia Andina SA	Argentina	YPF SA	Argentina	100,00
13	08/18/2011	Brio de Colombia SA-Commercial	Colombia	GNE Soluciones SA	Colombia	100,00
14	07/27/2011	Stratageo Solucoes	Brazil	GeoQuasar Energy Solutions	Brazil	100,00
15	07/18/2011	Brio de Colombia SA-Assets(3)	Colombia	GNE Soluciones SA	Colombia	100,00
16	07/06/2011	Gases de Occidente SA ESP	Colombia	Prominversion Ltda	Colombia	20,01
17	06/28/2011	Gas Sur SA	Chile	Gasco SA	Chile	100,00
18	06/17/2011	Brio de Colombia SA	Colombia	Biomax Biocombustibles SA	Colombia	100,00
19	05/24/2011	Petrominerales Ltd	Colombia	Petrominerales Ltd	Colombia	4,51
20	04/29/2011	Union Transitoria de Empresas	Argentina	Energial SA	Argentina	10,00
21	03/31/2011	Maurel & Prom SCA-Exploration	Colombia	Pacific Rubiales Energy Corp	Colombia	50,00
22	03/28/2011	Drillfor SA-Drilling Assets(9)	Brazil	Tuscany Rig Leasing SA	Brazil	100,00
23	03/25/2011	Innova SA	Brazil	Petrobras	Brazil	100,00
24	03/17/2011	Unigas Colombia SA ESP	Colombia	Inversiones GLP SAS ESP	Colombia	70,00
25	03/01/2011	Esso Petrolera Argentina-Asset	Argentina	Pan American Energy LLC	Argentina	100,00
26	02/11/2011	Sucegas	Venezuela	PDVSA Gas Comunal	Venezuela	100,00
27	01/24/2011	Tauro Gas	Venezuela	PDVSA Gas Comunal	Venezuela	100,00
28	01/13/2011	Petroland SAS	Colombia	Estrella International Energy	Argentina	49,00
29	01/13/2011	Petroland SAS	Colombia	Estrella International Energy	Argentina	100,00
30	01/13/2011	Zigma Columbia Petro Svcs SA	Colombia	Estrella International Energy	Argentina	100,00
31	01/13/2011	Zigma Columbia Petro Svcs SA	Colombia	Estrella International Energy	Argentina	49,00
32	01/06/2011	Gas Pais	Colombia	Empresas Lipigas SA	Chile	70,00

CONTINUAÇÃO

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
33	12/29/2010	Gazel SA	Chile	Gasco SA	Chile	100,00
34	12/27/2010	Brio de Colombia SA	Colombia	Biomax Biocombustibles SA	Colombia	95,01
35	12/23/2010	SK do Brasil Ltda	Brazil	Maersk Petroleo Brasil Ltda	Brazil	100,00
36	12/21/2010	Energia Concon SA	Chile	Enap Refinerias SA	Chile	100,00
37	12/21/2010	Productora de Diesel SA	Chile	Enap Refinerias SA	Chile	100,00
38	12/10/2010	Repsol Importadora de Produtos	Brazil	YPF SA	Argentina	99,99
39	11/15/2010	Marifil Mines-El Carmen Ppty	Argentina	Ilakon Ltd	Argentina	100,00
40	11/12/2010	BM-S-29 Field	Brazil	OGX Petroleo e Gas	Brazil	100,00
41	11/01/2010	STS de los Andes SA	Colombia	Estrella International Energy	Argentina	100,00
42	09/01/2010	Brazil-Oil & Gas Blocks	Brazil	Petrobras	Brazil	100,00
43	08/06/2010	Petrobras Energia Peru SA-Lot	Peru	Inpex North Peru Ltd	Peru	25,00
44	05/15/2010	Proenergia Internacional SA	Colombia	Empresas Copec SA	Chile	100,00
45	05/14/2010	Proenergia Internacional SA	Colombia	Empresas Copec SA	Chile	47,20
46	04/08/2010	Petrobras-Oil Refinery	Argentina	Oil m&s SA	Argentina	100,00
47	03/16/2010	Pan Petroleum Master LP-Assets	Brazil	Norse Energy do Brasil Ltda	Brazil	100,00
48	12/18/2009	GNE Soluciones SA	Colombia	Biomax Biocombustibles SA	Colombia	97,75
49	12/03/2009	Avante Colombia Sarl	Colombia	La Cortez Energy Inc	Colombia	100,00
50	11/13/2009	Cusiana-Cupiagua Oil Fields Co	Colombia	Ecopetrol SA	Colombia	100,00
51	11/05/2009	Chevron Chile SAC	Chile	Petrobras	Brazil	100,00
52	10/14/2009	GasVehicol	Colombia	Llanogas	Colombia	100,00
53	10/14/2009	Transgastol	Colombia	Progasur	Colombia	100,00
54	10/14/2009	Gasnacer	Colombia	Llanogas	Colombia	15,00
55	09/29/2009	Gasnacer	Colombia	Gasoriente	Colombia	55,93
56	09/24/2009	Petra Energia Ltda-7 Onshore	Brazil	OGX Petroleo e Gas	Brazil	70,00
57	09/17/2009	Platanillo Block	Colombia	Amerisur Exploracion Colombia	Colombia	100,00
58	07/31/2009	Montecz SA-Cubiro E&PC	Colombia	Alange Corp	Colombia	100,00
59	07/06/2009	Onado Field	Venezuela	Petroecuador	Ecuador	8,35
60	07/03/2009	Gases de Barrancabermeja SA	Colombia	Gasoriente	Colombia	100,00
61	06/24/2009	Emcogas	Bolivia	YPFB	Bolivia	100,00
62	06/22/2009	Gasoducto del Pacifico SA	Chile	Gasco SA	Chile	30,00
63	06/22/2009	Gasoducto del Pacifico Argenti	Argentina	Gasco SA	Chile	26,70
64	06/18/2009	Gasoducto del Pacifico SA	Chile	ENAP	Chile	25,00

CONTINUAÇÃO

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
65	05/20/2009	Conscarvi	Venezuela	PDVSA	Venezuela	100,00
66	05/20/2009	CARSECA	Venezuela	PDVSA	Venezuela	100,00
67	05/18/2009	Petrolera Piedra del Aguila SA	Argentina	Energia & Soluciones SA	Argentina	87,00
68	05/12/2009	Williams Cos Inc-Jusepin	Venezuela	PDVSA	Venezuela	100,00
69	05/12/2009	BM-S-29 Field	Brazil	OGX Petroleo e Gas	Brazil	65,00
70	05/08/2009	Williams Cos Inc-Energy Asts	Venezuela	PDVSA	Venezuela	100,00
71	04/28/2009	Emdigas	Bolivia	YPFB	Bolivia	100,00
72	04/23/2009	Transportadora de Gas Norte	Argentina	Transportadora de Gas Norte	Argentina	-
73	04/09/2009	Solana-Non-core Oil Asts	Colombia	Lewis Energy Colombia Inc	Colombia	100,00
74	04/05/2009	Gas Natural Comprimido	Colombia	Gas Express Vehicular GVC Ltda	Colombia	100,00
75	04/01/2009	Sergas	Bolivia	YPFB	Bolivia	100,00
76	03/30/2009	Gases del Quindio SA ESP	Colombia	Gas Natural del Centro	Colombia	100,00
77	03/30/2009	Gas del Risaralda SA esp	Colombia	Gas Natural del Centro	Colombia	100,00
78	03/25/2009	Petrolera del Conosur SA	Argentina	PDVSA Argentina SA	Argentina	94,38
79	03/17/2009	Campos Basin Block BM-C-25	Brazil	Petrobras	Brazil	100,00
80	03/13/2009	Murphy Oil Corp-ECUA ppty	Ecuador	Repsol YPF SA Ecuador	Ecuador	100,00
81	03/10/2009	Hocol Petroleum Ltd	Colombia	Ecopetrol SA	Colombia	100,00
82	03/09/2009	Cia Asociadas Petroleras SA	Argentina	Wild SA	Argentina	6,50
83	02/16/2009	Refineria de Cartagena SA	Colombia	Ecopetrol SA	Colombia	51,00
84	02/05/2009	BHP Billiton PLC-Fuerte Sur Op	Colombia	Ecopetrol SA	Colombia	25,00
85	01/27/2009	ENSCO Intl Inc-Oil Rig	Venezuela	PDVSA	Venezuela	100,00
86	12/19/2008	Repsol YPF SA-Fuels Distn	Brazil	ALESAT Combustiveis SA	Brazil	100,00
87	12/17/2008	Refinaria de Petroleos de	Brazil	Grandiflorum Participacoes SA	Brazil	31,13
88	12/17/2008	Refinaria de Petroleos de	Brazil	Grandiflorum Participacoes SA	Brazil	31,13
89	12/11/2008	BM-S-29 Field	Brazil	OGX Petroleo e Gas	Brazil	50,00
90	12/10/2008	Petrotesting Colombia SA	Colombia	Vetra Energia SL	Venezuela	100,00
91	12/01/2008	CIESA	Argentina	Emgasud SA	Argentina	-
92	11/19/2008	N America Vanadium Peru SAC	Peru	Petrominerals Peru Ltd	Peru	-
93	10/16/2008	Eagle Transport Ltda-Morichito	Colombia	Petropuli Ltda	Colombia	100,00
94	10/01/2008	Burlington Resources Argentina	Argentina	Petrobras Argentina SA	Argentina	100,00
95	09/23/2008	Polipetro	Brazil	ALESAT Combustiveis SA	Brazil	100,00
96	09/18/2008	Petronado	Venezuela	Petroecuador Production	Ecuador	8,35

CONTINUAÇÃO

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
97	09/02/2008	Petrobras Energia	Argentina	Petrobras Argentina SA	Argentina	100,00
98	08/08/2008	Esso Chile Petrolera Ltda	Chile	Petrobras	Brazil	-
99	06/12/2008	Petroquimica Uniao SA	Brazil	Quattor Participacoes SA	Brazil	94,07
100	05/15/2008	Empresa Petrolera Chaco SA	Bolivia	YPFB	Bolivia	50,00
101	05/09/2008	Patagonia Bioenergia SA	Argentina	Riverstone Renewable Energies	Argentina	100,00
102	03/25/2008	Hupecol Caracara LLC-Caracara	Colombia	Cepcolsa	Colombia	100,00
103	01/03/2008	Terpel Sur SA	Colombia	Promigas SA ESP	Colombia	54,00
104	12/24/2007	Energy Dvlp Corp-Asts	Argentina	Petrobras Argentina SA	Argentina	13,72
105	11/30/2007	Petroleo Brasileiro SA-Petroch	Brazil	Unipar-Petrochemical Assets	Brazil	100,00
106	09/24/2007	Occidental of Suriname LLC	Surinam	Noble Energy Suriname Ltd	Surinam	100,00
107	09/05/2007	Vengas	Venezuela	PDVSA	Venezuela	98,16
108	09/05/2007	Tropigas SACA	Venezuela	PDVSA	Venezuela	-
109	08/16/2007	Repsol YPF SA-Petrol Service	Chile	Organizacion Terpel SA	Colombia	100,00
110	08/14/2007	Copesul	Brazil	EDSP58 Participacoes SA	Brazil	22,66
111	08/03/2007	Suzano Petroquimica SA	Brazil	Petrobras	Brazil	76,57
112	08/03/2007	Suzano Petroquimica SA	Brazil	Petrobras	Brazil	98,77
113	07/27/2007	Surtigas SA	Colombia	Promigas SA ESP	Colombia	94,50
114	06/28/2007	Laguna de Piedra Block,Neuquen	Argentina	Crown Point Oil & Gas SA	Argentina	25,00
115	06/26/2007	Sincredos de Oriente	Venezuela	PDVSA	Venezuela	60,00
116	06/25/2007	Exxon Mobil Corp-Fuels Mktg	Venezuela	Industrias Venoco CA	Venezuela	-
117	05/25/2007	Petroquimica Uniao SA	Brazil	Unipar	Brazil	7,00
118	02/19/2007	Calidda	Peru	Promigas SA ESP	Colombia	100,00
119	12/08/2006	Solidez Engenharia Ltda	Brazil	White Martins Gases	Brazil	100,00
120	11/21/2006	Area Meseta Sirven	Argentina	Occidental Argentina Expl	Argentina	100,00
121	06/02/2006	Exxon Mobil Corp-Gasoline	Peru	Relapasa	Peru	100,00
122	03/30/2006	SAT	Brazil	ALE Combustiveis SA	Brazil	100,00
123	03/27/2006	Puma Petroleo do Brasil	Brazil	Ello Distribuidora SA	Brazil	100,00
124	12/22/2005	Royal Dutch Shell Plc-Fuel and	Uruguay	Petrobras	Brazil	100,00
125	12/22/2005	Royal Dutch Shell Plc-Fuel and	Paraguay	Petrobras	Brazil	100,00
126	11/01/2005	Gaseba Uruguay(Gaz de FR/FR)	Uruguay	Petrobras	Brazil	51,00
127	08/23/2005	Argosy Energy International	Colombia	Argosy Energy International	Colombia	77,50
128	11/16/2004	EG3,Petrobras Argentina,Santa	Argentina	Petrobras Energia	Argentina	100,00

CONTINUAÇÃO

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
129	10/04/2004	CEG Rio SA	Brazil	Petrobras Gas SA	Brazil	37,40
130	08/24/2004	La Creciente Block,Colombia	Colombia	Stratus Oil & Gas	Colombia	-
131	07/30/2004	TMN Transportadora SA	Brazil	Petrobras Gas SA	Brazil	45,00
132	07/05/2004	Colombia Energy Consortium	Colombia	Petrotesting Colombia SA	Colombia	45,00
133	07/01/2004	Colombian Exploration Blocks	Colombia	Cepcolsa	Colombia	33,30
134	06/25/2004	Agip Liquigas	Brazil	Petrobras	Brazil	100,00
135	01/15/2004	Carbochlor Industrias Quimicas	Argentina	ANCSOL SA	Uruguay	68,13
136	09/19/2003	Emprendimiento Gas del Sur SA	Argentina	TGS	Argentina	49,00
137	06/24/2003	Comingas	Colombia	Cryogas SA	Colombia	100,00
138	04/28/2003	Sol Petroleo SA	Argentina	ANCAP	Uruguay	100,00
139	03/27/2003	Aquio Exploration Block	Bolivia	Tecpetrol International SA	Argentina	20,00
140	12/14/2002	Seven Seas-Guaduas	Colombia	Sipetrol SA(Empresa Nacional)	Chile	100,00
141	11/07/2002	Petrobras Distribuidora SA	Brazil	Petrobras	Brazil	97,36
142	09/18/2002	Santos Barbosa Tecnica Ltda	Brazil	Wood Group Brasil	Brazil	51,00
143	08/13/2002	Petrolera Santa Fe	Argentina	Petrobras	Brazil	100,00
144	07/22/2002	Perez Companc SA	Argentina	Petrobras	Brazil	58,60
145	07/22/2002	Petrolera Perez Companc SA	Argentina	Petrobras	Brazil	39,67
146	03/20/2002	BR Distribuidora-Distribution	Brazil	Petrobras	Brazil	-
147	02/16/2002	Gas Brasileiro Distribuidora	Brazil	Petrobras Gas SA	Brazil	100,00
148	11/20/2001	Threetek	Brazil	Imagem	Brazil	100,00
149	10/02/2001	Pecom-Castillo La Guitarra Oil	Argentina	Sipetrol SA(Empresa Nacional)	Chile	100,00
150	05/11/2001	Petrobras-AI1 Mature Oil Field	Brazil	Washington SA	Brazil	100,00
151	05/11/2001	Petrobras-BA1 Mature Oil Field	Brazil	Rainier Maritima	Brazil	100,00
152	10/17/2000	Campamento Central,Canadon Per	Argentina	Sipetrol SA(Empresa Nacional)	Chile	50,00
153	09/05/2000	Piedras Colorada,Cacheuta	Argentina	Vintage Oil Argentina	Argentina	100,00
154	08/23/2000	Unipar	Brazil	Unipar	Brazil	13,80
155	07/27/2000	EG3(Astra Cia Argentina)	Argentina	Petroleo Brasileiro SA	Brazil	100,00
156	01/15/2000	Agip Distribuidora SA	Brazil	Agip Liquigas	Brazil	100,00
157	09/28/1999	Agip Distribuidora SA	Brazil	Agip Liquigas	Brazil	68,96
158	09/13/1999	Sol Petroleo SA	Argentina	ANCAP	Uruguay	70,00
159	07/06/1999	Sabacol Inc-Certain Colombian	Colombia	Omimex Group	Colombia	100,00
160	06/24/1999	BP Brasil Petroleo Ltda-Gas	Brazil	Dispal Petroleo Paulinea Ltda	Brazil	100,00

CONTINUAÇÃO

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
161	03/03/1999	EG3(Astra Cia Argentina)	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	98,33
162	03/03/1999	EG3 Red SA(Astra Cia)	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	98,33
163	02/12/1999	Maleic SA	Argentina	YPF SA	Argentina	100,00
164	12/31/1998	Perez Companc SA-Rio Neuquen	Argentina	TGS	Argentina	100,00
165	11/30/1998	Minasgas Participacoes SA	Brazil	SHV Calor Brasil Ltda	Brazil	100,00
166	10/30/1998	EnSCO International-Rigs(4)	Venezuela	PDVSA	Venezuela	100,00
167	09/29/1998	Iceberg SA	Argentina	Servicios WellTech(Key Energy)	Argentina	100,00
168	08/26/1998	Acambuco Gas Field(Bridas)	Argentina	Shell Cia Argentina	Argentina	22,50
169	08/25/1998	Cia General Combustibles-Rio	Argentina	Shell Cia Argentina	Argentina	55,00
170	08/25/1998	Cia General de Comb-Valle Mor	Argentina	Shell Cia Argentina	Argentina	51,25
171	08/07/1998	MetroGAS SA	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	31,80
172	08/04/1998	Gas Argentino SA	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	11,33
173	07/31/1998	Algas SA,Poligas Lujan SA	Argentina	Pluspetrol Exploracion y	Argentina	48,90
174	07/24/1998	LASMO Oil(Colombia) Ltd(LASMO)	Colombia	Braspetro Oil Services Co	Brazil	100,00
175	07/06/1998	Algas SA(Astra Cia Argentina)	Argentina	Pluspetrol Energy SA	Argentina	48,90
176	07/06/1998	Poligas Lujan SA(Astra)	Argentina	Pluspetrol Energy SA	Argentina	48,90
177	07/03/1998	Refineria del Norte SA	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	10,50
178	07/02/1998	Guarico Occidental Oil Area	Venezuela	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	50,00
179	06/30/1998	ANCSOL SA	Uruguay	ANCAP	Uruguay	33,00
180	03/19/1998	Refineria de Petroleos de	Brazil	YPF SA	Argentina	50,00
181	03/10/1998	Digas SA	Venezuela	Gas Tropiven SA	Venezuela	100,00
182	02/17/1998	Central Termica de San Miguel	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	48,84
183	12/22/1997	Central Termica de San Miguel	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	66,67
184	12/04/1997	Amoco Venezuela Energy-Punta	Venezuela	Total Exploration Production	Venezuela	50,00
185	09/23/1997	AutoGas	Argentina	Shell Cia Argentina	Argentina	100,00
186	09/05/1997	Bridas Corp-South American Oil	Argentina	Amoco Argentina-Oil Assets	Argentina	100,00
187	09/05/1997	Amoco Bolivia Oil and Gas	Bolivia	Bridas Corp	Argentina	-
188	06/02/1997	EG3	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	27,50
189	06/02/1997	EG3	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	32,50
190	05/12/1997	Algas SA,Poligas Lujan SA	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	-
191	02/17/1997	Petrogaz Distribuidora	Brazil	Shell Brasil Petroleo Ltda	Brazil	100,00
192	01/27/1997	Argon SA	Argentina	TotalGaz Argentina(TOTAL)	Argentina	100,00
193	09/19/1996	BHP Petroleum-Sierra Chata Gas	Argentina	Mobil Exploration(Mobil Corp)	Argentina	-

CONTINUAÇÃO

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
194	07/02/1996	Cia de Gas do Estado de Sao Pa	Brazil	Shell Brasil Petroleo Ltda	Brazil	19,86
195	06/11/1996	Relapasa	Peru	Refinadores del Peru	Peru	60,00
196	05/09/1996	Carbochlor Industrias Quimicas	Argentina	Sol Petroleo SA	Argentina	100,00
197	01/02/1996	Supergasbras Inds e Comercio	Brazil	SHV Calor Brasil Ltda	Brazil	49,00
198	09/12/1995	Gas Natural BAN SA	Argentina	Gas Natural	Argentina	4,50
199	09/07/1995	Operaciones Especiales-Inspect	Argentina	Tuboscope Vetco Intl de AR SA	Argentina	100,00
200	08/16/1995	Minasgas SA	Brazil	SHV Calor Brasil Ltda	Brazil	37,00
201	06/09/1995	Mexpetrol Argentina SA	Argentina	Futurinver SA(Astra Cia Argen)	Argentina	-
202	01/31/1995	Concefe SA	Argentina	YPF SA	Argentina	-
203	01/19/1995	Santa Cruz II Oil Feild	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	4,20
204	12/30/1994	Gazpasa	Chile	YPF SA	Argentina	-
205	12/22/1994	Petrolera Argentinian San Jorge	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	100,00
206	10/03/1994	Estancia Vieja Oilfield,Puesto	Argentina	AEC Argentina SA(Alberta)	Argentina	90,00
207	09/09/1994	Acambuco Gas Field(Bridas)	Argentina	YPF SA	Argentina	45,00
208	03/24/1994	Petroken Petroquimica Ensenada	Argentina	YPF SA	Argentina	50,00
209	03/16/1994	Astra Cia Argentina de Petrole	Argentina	Shell Cia Argentina	Argentina	50,00
210	01/13/1994	WAL Petroleo SA	Brazil	Refineria de Petroleos de(YPF)	Brazil	100,00
211	12/01/1993	Agip Argentina(Agip Petroli)	Argentina	YPF SA	Argentina	100,00
212	10/28/1993	Nitrocarbono(Brazil)	Brazil	Pronor Petroquimica SA(Petroq)	Brazil	40,35
213	10/07/1993	ARCOBrasil Participaceos Invt	Brazil	Cia Brasileira de Petroleo	Brazil	100,00
214	10/06/1993	Bahiagas	Brazil	Gaspart	Brazil	8,00
215	08/18/1993	Ecopetrol-Santa Lucia Oil	Colombia	Petronorte SA	Colombia	-
216	07/30/1993	Occidental Argentina Expl	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	20,00
217	07/30/1993	Occidental Argentina Expl	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	80,00
218	07/21/1993	Hondo Magdalena Oil & Gas-Opon	Colombia	Amoco Colombia Petroleum co	Colombia	45,00
219	07/21/1993	Hondo Magdalena Oil & Gas-Opon	Colombia	Amoco Colombia Petroleum co	Colombia	5,00
220	07/01/1993	Los Angeles Oil Block	Colombia	Petronorte SA	Colombia	50,00
221	01/19/1993	Yacimientos Petroliferos	Argentina	Super Servicios	Argentina	100,00
222	01/12/1993	Yacimientos Petroliferos	Argentina	Isaura SA	Argentina	100,00
223	08/19/1992	Yacimientos-NW Basin Gas Field	Argentina	Petroleo Brasileiro SA	Brazil	15,00
224	01/02/1992	Phillips Argentina Devlp Co	Argentina	Astra Cia AR Petroleo SA	Argentina	100,00
225	11/06/1991	Yacimientos-El Huemul Oilfield	Argentina	Total Austral SA	Argentina	20,00
226	03/04/1991	Yacimientos-El Huemul Oilfield	Argentina	Total Austral SA	Argentina	50,00

CONTINUAÇÃO

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	% Owned After Transaction
227	10/16/1990	Argentine Natl Oil-EI Chivil	Argentina	GNR Intl (Argentina) Inc	Argentina	25,00
228	09/26/1990	AR-Las Heras,Piedra,Canadon	Argentina	British Gas PLC, CADIPSA	Argentina	100,00
229	12/27/1985	Belco Petroleum Corp of Peru	Peru	Petroperu	Peru	100,00

Fonte: Base de dados da Thomson Reuters

TÉRMINO.

APÊNDICE 3 – SINOPSE DOS EVENTOS AVALIADOS NO CÁLCULO DO RETORNO ANORMAL

Item	Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	History File Event	Synopsis
17	06/28/2011	Gas Sur SA	Chile	Gasco SA	Chile	Acquisition of remaining 30% stake is completed	CHILE - Gasco SA, a majority-owned unit of Cia General de Electricidad SA {CGE}, acquired the remaining 30% stake, which it did not already own, in Gas Sur SA, a Santiago-based provider of gas utility services, from SaskEnergy Chilean Holdings Ltda, a uni
97	09/02/2008	Petrobras Energia	Argentina	Petrobras Argentina SA	Argentina	Definitive agreement to acquire remaining 41.38% is disclosed Shareholders grant approval - CNV and Bolsa de Comercio de Buenos Aires grant approval Expected effective date of completion is disclosed Stock swap acquisition is completed	ARGENTINA - Petrobras Energia SA (PESA), a 75.82%-owned unit of the Petrobras Energia Participaciones SA (PEPSA) 58. 62%-owned subsidiary of Petrobras International Braspetro BV's (PIBBV) Petrobras Participaciones SL wholly-owned unit, acquired the remain
105	11/30/2007	Petroleo Brasileiro SA-Petroch	Brazil	Unipar-Petrochemical Assets	Brazil	Merger agreement is disclosed - Merger is completed -	BRAZIL - Uniao de Industrias Petroquimicas SA {Unipar}, a 57.3% owned unit of Vila Velha merged its petrochemical (PE) assets with the PE assets of Brazilian majority state-owned Petroleo Brasileiro SA (PB), a manufacturer of petroleum byproducts, to form
112	08/03/2007	Suzano Petroquimica SA	Brazil	Petrobras	Brazil	Plans to acquire remaining 23.9% stake are disclosed Terms are disclosed - Terms are amended - Mandatory tender offer is launched Mandatory tender offer is completed	BRAZIL - Brazilian majority state-owned Petroleo Brasileiro SA {Petrobras} completed a mandatory tender offer to acquire the remaining 23.4% stake, comprised of 0.111 ordinary shares and 52.998 mil preference shares, which it did not already own, in Suzano.
111	08/03/2007	Suzano Petroquimica SA	Brazil	Petrobras	Brazil	Agreement to acquire 76.6% interest is disclosed Acquisition of 76.6% interest is completed	BRAZIL - Brazilian majority state-owned Petroleo Brasileiro SA (PB) acquired a 76.6% interest, comprised of 97.264 mil ordinary shares and 76.322 mil preference shares, in Suzano Petroquimica SA (SP), a Sao Paulo-based manufacturer of petrochemical produc
171	08/07/1998	MetroGAS SA	Argentina	Astra Cia AR Petroleo(Repsol)	Argentina	Stake raise to 31.8% from 23.8% is completed	Astra Cia Argentina de Petroleo, a majority-owned unit of Repsol, raised its stake to 31.8% from 23.8% in Metrogas SA by acquiring 19.991 mil ordinary shares for 48 mil Argentine pesos (\$48mil US).

APÊNDICE 4 – RESULTADO POR EMPRESAS DAS RODADAS DE LICITAÇÃO DA ANP

Rodadas de Licitação	Rodada 1	Rodada 2	Rodada 3	Rodada 4	Rodada 5	Rodada 6	Rodada 7	Rodada 9	Rodada 10
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2008
Empresas que manifestaram interesse	58	49	46	35	18	30	52	74	52
Empresas que pagaram a Taxa de Participação	42	48	44	33	14	27	45	66	43
Empresas Habilitadas	38	44	42	29	12	24	44	61	40
Empresas Nacionais Habilitadas	3	4	5	4	3	8	19	30	24
Empresas Estrangeiras Habilitadas	35	40	37	25	9	16	25	31	16
Empresas que apresentaram ofertas	14	27	26	17	6	21	32	42	23
Empresas Ofertantes Nacionais	1	4	4	4	2	7	14	25	18
Empresas Ofertantes Estrangeiras	13	23	22	13	4	14	18	17	5
Empresas Vencedoras	11	16	22	14	6	19	30	36	17
Empresas Vencedoras Nacionais	1	4	4	4	2	7	14	20	12
Empresas Vencedoras Estrangeiras	10	12	18	10	4	12	16	16	5
Novos Operadores	6	6	8	5	1	1	6	11	2

Fonte: Agência Nacional de Petróleo (ANP) – www.anp.gov.br – consulta em Novembro de 2012.