

Área Temática: Finanças

Título: Fusões e Aquisições e Insider Trading: O Caso do grupo Ipiranga

AUTORES

GLAUCIO SANTORO NUNES

Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro

santoroglaucio@hotmail.com

JORDANA LUIZA BARBOSA DA COSTA VEIGA

Universidade federal rural do rio de janeiro

jordanaveiga@yahoo.com.br

DANIELA FARIA DA COSTA BARRETO

UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO

BARRETO-DANIELA@UOL.COM.BR

Resumo: As fusões e aquisições (F&A) tornaram-se freqüentes neste novo século. No Brasil, esse crescimento teve início nos anos 1990, encorajado principalmente por fatores como a abertura da economia para o capital externo, o fim dos monopólios e das reservas de mercado, as privatizações e os problemas de sucessão em empresas familiares. As recentes F&A têm sido provocadas, sobretudo, por dois fatores: o objetivo de grandes conglomerados se concentrarem em seu principal negócio e a necessidade de obter sinergias. Relacionado ao primeiro fator está a aquisição da totalidade das ações detidas pelos Acionistas Controladores do Grupo Ipiranga pela Petrobras, juntamente com Ultrapar e Braskem, em oferta anunciada em 19 de março de 2007. Durante o processo de aprovação do CADE, a CVM identificou uma suposta ocorrência de indícios de uso de informação privilegiada. O presente trabalho procura identificar mudanças no número de negócios, no preço de fechamento e no número de ações negociadas na Bovespa das ações da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, no período que antecede a data da sua aquisição, de forma a identificar uma movimentação suspeita de compra das ações.

Palavras-chave: Fusões & Aquisições; Informação privilegiada; Insider Trading.

Abstract: The mergers and acquisitions (M&A) became frequent on this new century. In Brazil, this grow has began on the 90', mostly encouraged by open on economy to foreign capital, end of monopoly and market reserves, the wave of privatization and the problem in familiar companies. The recent M&A were, mostly induced by two factors: the strategy of big conglomerates of focus in their core business and the necessity to obtain synergy. Related to the first factor this work presents the totality acquisition of the stocks detained by the Control Stockholder of Ipiranga Group by Petrobras, with Ultrapar and Braskem, in an offer announced in March, 19th of 2007. During CADE approval process, the CVM identified a supposed use of insider information. The present work try to identify changes on business number, close price and number of negotiated stocks on Bovespa of Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, on the period that precedes the acquisition, to identify suspicious movements of stock purchase.

Palavras-chave: Mergers and Acquisitions (M&A); Insider Information; Insider Trading.

1 Introdução

Até os anos 1980, eram raros os processos de fusão e aquisição (F&A) envolvendo grandes empresas. Com a globalização, essas práticas passaram a ser mais comuns no mercado. No Brasil, as empresas estão enfrentando grandes modificações devido à globalização e à transformação das economias, levando muitas organizações a lidarem com os processos de F&A. Fica claro, então, que as empresas, ao buscarem novas organizações no mercado por meio de F&A, pretendem obter vantagens competitivas, como uma maior participação de mercado ou a compra de ativos, sejam eles tangíveis ou intangíveis.

Caracterizado pela concentração de capitais, reestruturação patrimonial, organizacional e societária, e por movimentos cíclicos (ondas), o fenômeno das F&A vem redefinindo e modificando o ambiente empresarial e gerencial. Tal fenômeno pode ser visto como uma resposta das organizações ao ambiente cada vez mais competitivo, tanto na economia nacional quanto na internacional.

Em um mercado eficiente e com agentes com expectativas homogêneas, pode-se afirmar que um dos motores propulsores para o *insider* negociar é a possibilidade de auferir ganhos anormais, propiciada pelo fato de deter informações que não são de conhecimento público. Às vezes, as ineficiências de controle do mercado são verificadas durante o processo de associação entre companhias ou na troca de controle acionário. A justificativa mais usada para tais mudanças estruturais é o fortalecimento econômico-financeiro das partes envolvidas através de uma otimização da utilização dos ativos existentes.

Em um ambiente adequado, as mudanças que ocorrem no presente fortalecerão a(s) companhia(s) no futuro, podendo-se esperar que haja um salto na capacidade dessa(s) companhia(s) em gerar lucro e caixa. Conseqüentemente, será esperado que a cotação de hoje reflita essas novas informações. As possibilidades de ganhos anormais estão, portanto, relacionadas com a melhora econômico-financeira das sociedades submetidas a um processo de F&A. De acordo com a Hipótese de Mercados Eficientes de Capitais, os preços das ações refletem as informações disponíveis, ou em outros termos, as cotações das ações são bons indicadores de valor daqueles ativos.

2 Problema de Pesquisa e Objetivo

Em 2007, a Petrobras, uma empresa do ramo de energia, buscou aumentar sua fatia de mercado com a aquisição do Grupo Ipiranga. Dessa forma, Petrobras, Ultrapar e Braskem dão um importante passo rumo à reorganização e consolidação de setores fundamentais para o crescimento da economia brasileira, criando condições diferenciadas de investimento.

O Grupo Ipiranga, um dos maiores e mais tradicionais conglomerados empresariais do país, atua nos mesmos segmentos da Petrobras. É o segundo maior distribuidor de combustíveis no Brasil, com uma rede de 4.240 postos. Possui também destacada participação no setor petroquímico, com produção de cerca de 650 mil toneladas de resinas petroquímicas através da IPQ, além de compartilhar, com a Braskem, o controle da Copesul – segunda maior central de matérias-primas petroquímicas do Brasil. Em 2006, a receita líquida consolidada do Grupo Ipiranga totalizou R\$ 31 bilhões, com R\$ 1 bilhão de EBITDA e R\$ 534 milhões de lucro líquido (PETROBRAS, 2008).

Em linha com o seu plano estratégico, a Petrobras vem investindo seletivamente no setor petroquímico brasileiro e do Cone Sul, em projetos que agregam valor ao petróleo, ao gás natural e a correntes de refino, atuando de forma integrada. A aquisição desses ativos propiciará a valorização da carteira de participações em petroquímica na medida em que contribui para a consolidação do Pólo Petroquímico do Sul (PETROBRAS, 2008).

No setor de distribuição, a Petrobras pretende consolidar sua posição no setor, fortalecendo seu posicionamento nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, autorizada a utilizar a marca Ipiranga por até cinco anos. Atualmente, a companhia detém 33,8% de

market-share global na distribuição, com 6.200 postos ativos no Brasil, mais de 1.000 postos no exterior, sendo a maior e única rede de postos presente em todo o território nacional. No segmento de grandes consumidores detém carteira com mais de 12.000 clientes nos setores industrial, aviação, transporte, geração de energia, entre outros. Tamanha diversidade decorre de sua extensa rede de logística e da larga experiência no setor, onde atua há 35 anos. A Petrobras viu nessa operação uma oportunidade de geração de valor, (PETROBRAS, 2008).

No período pós-anúncio do processo de aquisição, acreditou-se em uma suposta ocorrência de indícios de uso de informação privilegiada. Este trabalho pretende identificar o uso de informação privilegiada através de um aumento na negociação, volume e preço de fechamento das ações ordinárias da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, no período que antecede a aquisição.

3 Revisão Bibliográfica

3.1 Mercado de Ações

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

O mercado de ações, segundo Tanure e Cançado (2005) pode ser dividido em duas etapas: o mercado primário, no qual a própria empresa emite ações ou debêntures que são ofertadas através de uma instituição financeira; e o mercado secundário, no qual as ações são comercializadas entre investidores através das bolsas de valores.

A função do mercado secundário de ações é dar liquidez as ações em poder do investidor e a certeza de realização de transações em condições normatizadas, seguras e transparentes.

As ações são títulos representativos do capital social de uma empresa constituída na forma de SA. É dita aberta por ter seus títulos negociados em bolsa de valores e, portanto, sujeita a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações para o público.

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

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas, uma empresa terá obrigatoriamente que emitir no mínimo, 1/3 do seu capital social em ações do tipo Ordinária e no máximo 2/3 em ações do tipo Preferencial (NETO, 1999).

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

Normalmente, as ações traduzem as expectativas dos agentes econômicos em relação às perspectivas do país e, por consequência, aos destinos das empresas abertas.

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

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

- Índice dividendo/ preço de mercado da ação;
- Índice dividendo/ lucro;
- Índice preço/ fluxo de caixa operacional.

No presente trabalho, dos indicadores anteriormente citados somente foi estudado a variação do preço da ação no mercado.

3.2 Fusões e Aquisições

A Lei das Sociedades Anônimas (nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976), segundo Brasil (1976), define incorporação e fusão, respectivamente, nos artigos 227 e 228: a incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações; a fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

Tanure e Cançado (2005) compreendem F&A como a última etapa de um processo de combinação entre organizações, que pode ser uma aliança, uma parceria ou uma joint venture. Na fusão, basicamente, duas ou mais empresas se unem para formar uma terceira. Nesse processo, costuma-se verificar a prevalência de uma das empresas sobre as demais. A aquisição se caracteriza pela compra do controle acionário de uma empresa por outra. Os autores propõem um conceito de aquisição como um processo que ocorre em fases interdependentes e relacionadas, que são influenciados pela cultura do país onde ocorre a operação e pelas suas características de gestão.

Mesmo após uma aquisição, algumas empresas optam por operar de forma independente, o que causa pouco ou nenhum impacto sobre a cultura organizacional e simplifica o processo de integração (BECKER, 2002).

Segundo Triches (1996), a partir do início da década de 90, a economia brasileira iniciou um grande processo de mudanças, em decorrência da abertura comercial. Grande parte dos processos de F&A, ocorridos desde então, está associado ao quadro de recessão, altas taxas de juros praticadas no mercado financeiro, implementação de sucessivos planos de estabilização, congelamentos de preços e salários, além do grave problema de sucessão familiar.

No mercado brasileiro o órgão responsável pela análise dos atos de concentração empresarial, por meio do cumprimento da Lei 8.884 (BRASIL, 1994), de 11 de junho de 1994, é o Conselho Administrativo de Defesa Econômico (CADE), assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda, respectivamente. Esses órgãos juntos formam o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC).

A economia brasileira tem acompanhado a evolução das F&A na economia mundial. Segundo pesquisa da KPMG (2008), os cinco primeiros setores de maior número de transações foram: tecnologia de informação; alimentos, bebidas e fumo; metalurgia e siderurgia; produtos químicos e petroquímicos; telecomunicações.

O processo de aquisição pode trazer vantagens e desvantagens para as empresas. Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), as razões que levam uma empresa a comprar outra são:

- Maior poder de mercado – resultado do tamanho da firma e de seus recursos e capacidades para competir no mercado;
- Superação de barreiras à entrada – com as aquisições, espera-se entrar mais facilmente em um mercado;

- Custos no desenvolvimento de um novo produto – introduzir um produto totalmente novo requer muito mais investimentos do que lançar um produto de marca já existente, permitindo um retorno e entrada no mercado com maior rapidez;
- Maior velocidade de entrada no mercado – as aquisições são vistas como um meio mais rápido de se chegar a novos mercados;
- Menor risco comparado ao desenvolver novos produtos - diminuição de risco;
- Maior diversificação – aquisição é a maneira mais fácil de obter variedade de produtos;
- Evitar competição excessiva – pode-se eliminar um concorrente com a aquisição.

Em vista desses benefícios, os autores concluem que, quando a empresa que realiza a aquisição é uma organização complementar à adquirente, o processo tende a ser mais proveitoso.

Por outro lado, ainda segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), a empresa adquirente pode encontrar alguns problemas para alcançar o sucesso:

- Dificuldade de integração - por serem duas empresas com culturas e sistemas distintos;
- Avaliação inadequada do alvo - não foi realizado um estudo completo da empresa a ser adquirida;
- Dívidas grandes ou extraordinárias - obtidas por meio de aquisições;
- Inabilidade para obter sinergia - ou seja, as empresas juntas teriam que produzir resultados superiores à produção das duas de forma individual;
- Demasiada diversificação - com a aquisição, a empresa passa a trabalhar com um mix de produtos não relacionado, podendo ter um resultado inferior às empresas que trabalham com a diversificação relacionada;
- Gerentes abertamente focalizados em aquisições - podem não perceber outros tipos de estratégias mais adequadas para as circunstâncias da empresa;
- Demasiadamente grande - estudos mostram que uma empresa de porte maior pode trazer muitos ganhos, desde que a empresa adquirida não seja demasiadamente grande.

Nem sempre as F&A são a solução ideal para problemas ou ameaças sofridas por uma organização, Camargos (2003). Diversas empresas que passaram por esse processo tiveram perda de valor em suas ações ou não alcançaram qualquer sinergia pós-F&A.

Segundo Tortato (1999), em uma aquisição, apesar de uma companhia deter o poder de decisão sobre a outra, tal estratégia pode não produzir os resultados esperados, pois não há garantias de que a integração entre as empresas será bem sucedida. Por isso, a empresa deve atentar para uma etapa de análise da dinâmica organizacional, que corresponde ao período entre a conclusão da transação e o início do processo de integração, para verificar o tipo de integração mais adequado ao caso. Tanure e Cançado (2005) observam ainda que deve haver uma adaptação da estratégia de integração ao motivo da compra e à situação da empresa adquirida.

De acordo com Camargos e Barbosa (2003), os tipos de fusão são:

- Horizontal: ocorre entre empresas que costumam ser concorrentes, pois atuam no mesmo ramo de atividade;
- Vertical: é a união de empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ocorrer no sentido dos fornecedores ou dos distribuidores. Tal fusão pode garantir, por exemplo, a matéria-prima para a produção ou uma distribuição mais rápida e eficiente;
- Conglomerado: envolve empresas de ramos distintos e visa à diversificação de investimentos, redução de riscos e aproveitamento de oportunidades.

Também de acordo com os autores, os tipos de aquisição são:

- Consolidação: a empresa adquirida deixa de existir legalmente e perde sua identidade;

- Aquisição de ações: é uma operação de compra de ações com direito a voto, por meio da bolsa de valores;
- Aquisição de ativos: consiste na compra de todos ou parte dos ativos de uma organização.

As F&A, para Lemes, Rigo e Cherobim (2002), ainda podem ser amigáveis, quando a operação é aceita pela administração da empresa adquirida, aprovada pelos acionistas e concretizada de forma simples; ou hostis, também conhecida pelo termo em inglês *takeover*, quando uma empresa propõe a realização da transação, apesar da discordância da administração da outra empresa, fazendo-se necessário recorrer à bolsa de valores para comprar as ações no mercado.

Camargos e Barbosa (2003) afirmam que se deve ter atenção às questões legais, relacionadas à aprovação da transação por parte dos órgãos governamentais competentes, de modo a assegurar a concorrência no segmento e a inexistência de monopólios; contábil, que consiste em como a operação será realizada e registrada contabilmente.

3.3 *Insider Trading*

Insider trading é, resumidamente, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão “por dentro” de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público.

As empresas deliberam e os funcionários devem cumprir os procedimentos que impõem barreiras à divulgação de informações. As barreiras à divulgação de informações se destinam a separar os funcionários que lidam com empréstimos, investimentos bancários ou atividades relacionadas às operações bancárias de negócios, os quais possuem, rotineiramente, acesso a informações confidenciais referentes aos clientes (atividades destinadas ao setor privado), dos funcionários que negociam com valores mobiliários com base em informações disponíveis ao público ou que se dedicam a atividades de gestão de investimentos (atividades destinadas ao público). Essas barreiras também são um dos métodos utilizados para abordar possíveis e reais conflitos de interesse entre atividades comerciais.

A prática de *Insider* vem sendo combatida através da aplicação de normas sancionadoras. As razões para a aplicação de tais normas são, basicamente, econômicas, relacionadas à eficiência na determinação do valor dos títulos negociados no mercado de capitais. A cotação das ações deve refletir apenas as informações publicamente disponíveis, em determinado momento (Princípio do *Full Disclosure*). As informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que as pessoas que estão por dentro da empresa possam utilizá-las, em proveito próprio ou de outrem, antes da sua divulgação.

Outra forma de combate ao *insider trading* são as normas repressivas, as quais imputam sanções cíveis (reparação dos prejuízos causados), administrativas e criminais.

Os aspectos preventivos e repressivos variam de país para país, porém, à luz do direito comparado, observa-se uma nítida tendência no sentido de enfatizar as normas de caráter repressivo, tendência manifestada pela introdução de normas penais sancionadoras ao *insider trading*, bem como pela imposição de penalidades administrativas cada vez mais severas.

A maioria dos países que vêm adotando normas de *disclosure* (transparência) e de repressão ao *insider trading* inspiram-se na sistematização da legislação federal sobre *securities* norte-americana.

Duas questões marcam alguns desenvolvimentos importantes na disciplina do *insider trading* nos EUA. A priori, saber quais são as pessoas proibidas de negociar (ou seja, quem

são os *insiders*), e em segundo lugar, se a lei proíbe a utilização em proveito próprio apenas da *insider information* ou se também alcança a *market information* (informação de mercado).

Em relação à primeira, a tendência é ampliar o conceito de *insider*. Assim, considerou-se que os funcionários, administradores e controladores das companhias não esgotam a classe dos *insiders*, podendo também enquadrar-se nesta classificação pessoas que, não vinculadas funcionalmente à companhia, tivessem acesso privilegiado a determinadas informações.

Quanto à segunda questão, não há um consenso na doutrina e na jurisprudência sobre a diferença entre *market information* e *insider information*. Para alguns, a diferença está na fonte de informação, sendo *insider information* originada na própria empresa, enquanto a *market information* emana de fora da empresa. Para outros, a diferença se baseia na natureza da informação, sendo que *insider information* são informações sobre os lucros e ativos da companhia, enquanto que informações sobre o comportamento futuro das ações da empresa, não relacionado diretamente com seus negócios, constitui-se *market information*.

Por fim, impõe-se a qualquer pessoa que detenha uma informação confidencial e relevante sobre uma oferta pública, e que saiba que tal informação foi obtida do ofertante, a obrigação de revelar ou abster-se de negociar (*disclosure* ou *refrain from trading*).

No Brasil, as regras aplicáveis à caracterização da prática do *insider trading*, bem como sobre as sanções aplicáveis estão consubstanciadas nos artigos 153 a 160 da Lei nº 6.404/76, artigos 4º a 12º e 27º "d" (com as alterações da Lei nº 10.303 de 2001) da Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976) e na Instrução CVM nº 358/02 (com as alterações introduzidas pela CVM nº 369/02). O *full disclosure*, introduzido pela sistemática americana de mercado de capitais, tem sido bastante difundido pelas legislações nos demais países e, atualmente, constitui-se no principal estímulo para o fomento do mercado de valores mobiliários. O combate à prática de *insider trading* é um dos pilares essenciais para o desenvolvimento do *full disclosure* no Brasil.

A transparência (*full disclosure*) está consubstanciada na legislação brasileira, através das seguintes premissas: (i) conceito de ato ou fato relevante, (ii) deveres do administrador na repressão à prática de *insider trading*, e (iii) a responsabilidade do administrador e das penalidades aplicáveis a ele. O artigo 3º da Instrução CVM nº 358/02 afirma: "cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, se for o caso, à bolsa de valores e às entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação".

O conceito de ato ou fato relevante encontra-se no artigo 2º da Instrução CVM nº 358/02: "considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político, administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

- I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados".

O parágrafo único do referido dispositivo ainda enumera alguns exemplos de atos ou fatos "potencialmente relevantes", ou seja, que poderão ser considerados como ato ou fato relevante à luz do caput do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/02. Nesse sentido, estão enumeradas, como exemplos de fato relevante, as hipóteses de: reestruturação societária da

companhia, transferência de controle acionário, renegociação de dívidas, deliberação e o pagamento de dividendos e/ ou juros sobre capital próprios.

O mercado de ações é igual a qualquer mercado livre, onde cada parte confronta percepções, interpretações, necessidades diferentes em alturas diferentes, dados e leituras que são, por definição, assimétricas. Se assim não fosse, não existiria mercado. A informação era perfeita e ou eram todos compradores ou todos vendedores, não existindo uns nem outros.

4 Metodologia

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

Para essa análise, não são relevantes as informações sobre lucros, dividendos, participação no mercado, grau de endividamento ou liquidez da empresa. O que importa são os fatores de procura e oferta internos ao mercado, segundo Rudge e Cavalcante (1993) e Neto (1999). A análise gráfica, que constitui um dos pilares da análise técnica, se baseia no estudo das figuras formadas pelos preços como um sinal da tendência do que pode ocorrer no futuro.

A seguir serão explicadas as variáveis utilizadas no trabalho bem como as análises feitas para cada uma das empresas estudadas.

A variável número de negócios refere-se à quantidade de transações ocorridas com ações das companhias estudadas, observando-se que um negócio exige o envolvimento de um investidor comprador e outro vendedor.

Quantidade negociada é o somatório de todas as ações que foram negociadas nos pregões daquele mês.

O volume de negócios representa o somatório do valor, em real, de todos os negócios realizados com ações de uma determinada empresa em um mês.

Também será analisado o preço de fechamento das ações estudadas, que é o preço negociado por uma ação, ou lote de ações, do último negócio no último pregão do mês, e que será apresentado em real.

Os dados referentes ao comportamento das ações serão apresentados por dia e mês, sendo que só existem dados nos dias em que houve negociação com as ações da Cia. Brasileira de Petróleo Ipiranga. O período avaliado, devido às anteriores tentativas de aquisição antes da concretização do negócio, será de janeiro a março de 2007, quando a aquisição foi anunciada. E, para não ampliar o volume de informações analisadas, a apresentação e a análise dos dados se limitarão às ações ordinárias.

5 Análise dos Resultados

Os dados aqui discutidos serão, primeiramente, apresentados na forma de uma tabela (Tabela 1) que contém as informações de número de negócios, quantidade, volume negociado em reais, preço por ação de abertura, fechamento, mínima e máxima do dia, bem como a média e o preço de fechamento. Na Tabela 1, esses dados são apresentados para cada dia em que houve negociação com essa ação. Os dias em que não houve negócio com tais ações foram omitidos para encurtar as informações mostradas. O dia destacado (19 de março) é o dia de anúncio da aquisição e, por isso, as variáveis estudadas estão com uma variação significativa em relação a qualquer outro dia analisado.

A Figura 1 mostra o comportamento do valor de fechamento das ações. Pode-se observar um crescimento gradativo do valor da ação ao longo do período avaliado. Há

também um leve crescimento próximo do anúncio da aquisição. Nesse mesmo período, o Ibovespa exibe uma leve queda, como pode ser visto na Figura 2.

Como se pode observar, o número de negócios realizados com as ações é bastante inconstante. Os pregões em que houve negócio, que antecedem ao anúncio, não foram expressivos.

Também se verifica que, no dia do anúncio da aquisição, o número de negócios dispara, sendo o maior do período analisado. Com o passar dos dias, esse valor cai, se tornando extremamente inconstante durante todo o período de março e abril (aqui descrito por questões ilustrativas). No mês de maio, foi anunciada a aprovação do CADE para a aquisição.

Historicamente, as ações do Grupo Ipiranga possuem baixa quantidade de ações negociadas. Isso se repete no período que antecede a aquisição. O pico na quantidade de ações negociadas só é observado a partir do momento da divulgação da aquisição.

Tabela 1 – Apresentação dos dados para ações ordinárias da Cia. Brasileira de Petróleo Ipiranga.

Nome da Ação: ON (PTIP3)				Preço por ação (em R\$)				
Dia	Nº. Negócios	Quantidade	Volume (R\$)	Aber.	Mín.	Máx.	Méd.	Fechamento
3/jan	1	100	2.220,00	22,20	22,20	22,20	22,20	22,20
4/jan	1	100	2.245,00	22,45	22,45	22,45	22,45	22,45
5/jan	1	300	6.480,00	21,60	21,60	21,60	21,60	21,60
8/jan	2	600	13.200,00	21,50	21,50	22,10	22,00	22,10
15/jan	1	100	2.210,00	22,10	22,10	22,10	22,10	22,10
19/jan	4	7.600	167.644,00	22,00	22,00	22,06	22,05	22,06
23/jan	4	400	8.987,00	22,40	22,40	22,50	22,46	22,50
24/jan	4	2.100	47.040,00	22,40	22,40	22,40	22,40	22,40
30/jan	3	600	13.549,00	22,39	22,39	23,50	22,58	23,50
31/jan	1	100	2.388,00	23,88	23,88	23,88	23,88	23,88
1/fev	5	500	11.890,00	24,00	23,00	24,00	23,78	24,00
2/fev	1	100	2.400,00	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00
5/fev	1	100	2.550,00	25,50	25,50	25,50	25,50	25,50
6/fev	1	300	7.650,00	25,50	25,50	25,50	25,50	25,50
7/fev	1	100	2.550,00	25,50	25,50	25,50	25,50	25,50
9/fev	1	200	5.100,00	25,50	25,50	25,50	25,50	25,50
13/fev	1	500	12.750,00	25,50	25,50	25,50	25,50	25,50
14/fev	2	200	5.250,00	26,00	26,00	26,50	26,25	26,50
15/fev	3	1.700	44.570,00	26,50	25,70	26,50	26,21	25,70
16/fev	1	100	2.670,00	26,70	26,70	26,70	26,70	26,70
21/fev	3	800	21.057,00	25,05	25,05	26,51	26,32	26,51
22/fev	10	1.700	45.995,00	27,00	27,00	27,50	27,05	27,00
26/fev	1	100	2.790,00	27,90	27,90	27,90	27,90	27,90
27/fev	1	100	2.700,00	27,00	27,00	27,00	27,00	27,00
7/mar	2	300	8.100,00	27,00	27,00	27,00	27,00	27,00
9/mar	1	100	2.700,00	27,00	27,00	27,00	27,00	27,00
13/mar	3	400	11.201,00	28,00	28,00	28,01	28,00	28,01
15/mar	1	100	3.080,00	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80
19/mar	33	64.400	3.363.467,00	52,19	50,00	53,00	52,22	52,30
20/mar	29	39.500	2.081.944,00	53,00	52,10	53,00	52,70	52,65
21/mar	12	20.300	1.066.865,00	52,65	52,30	52,65	52,55	52,50
22/mar	5	21.100	1.107.750,00	52,50	52,50	52,50	52,50	52,50
26/mar	12	18.400	981.771,00	53,00	53,00	53,49	53,35	53,30
27/mar	3	1.300	68.750,00	53,00	52,50	53,00	52,88	52,50
28/mar	1	600	31.506,00	52,51	52,51	52,51	52,51	52,51

Fonte: Bovespa.

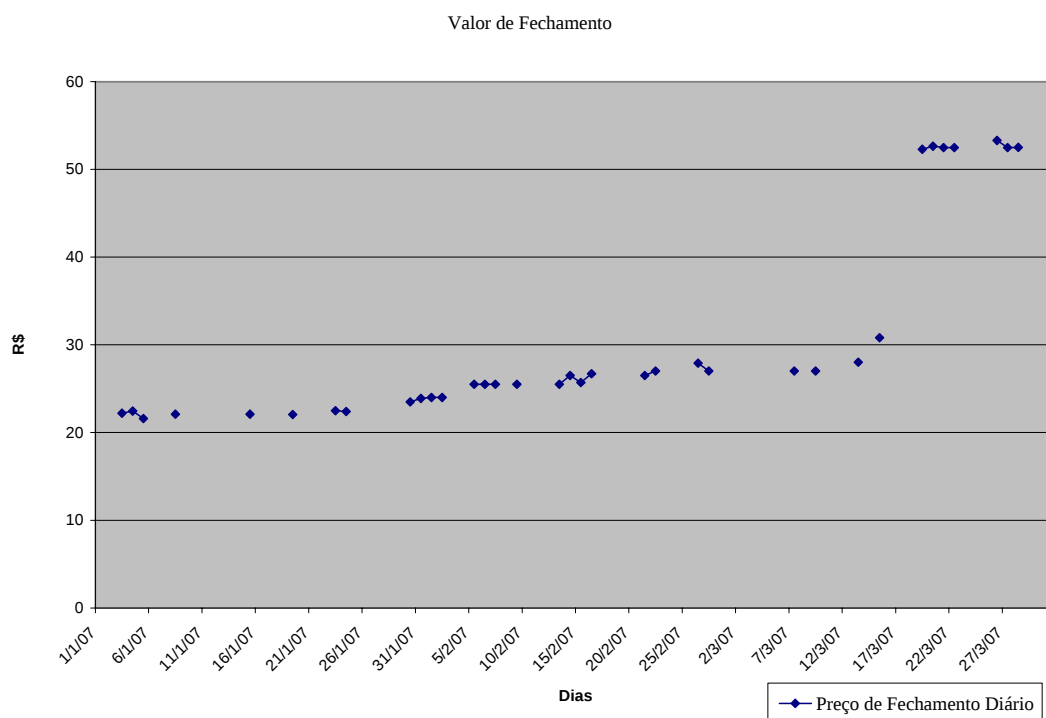


Figura 1 – Valor de fechamento das ações ordinárias.

No dia 13 de março, o índice Ibovespa (Figura 2) apresentou queda em relação ao pregão anterior, enquanto as ações da Ipiranga tiveram fechamento com alta de 3,6% em relação ao último fechamento dessa ação. No dia 15, último pregão das ações da Ipiranga antes do anúncio da aquisição, o mesmo fato se repete: Ibovespa em queda e ações da Ipiranga em alta de pouco mais de 9%.

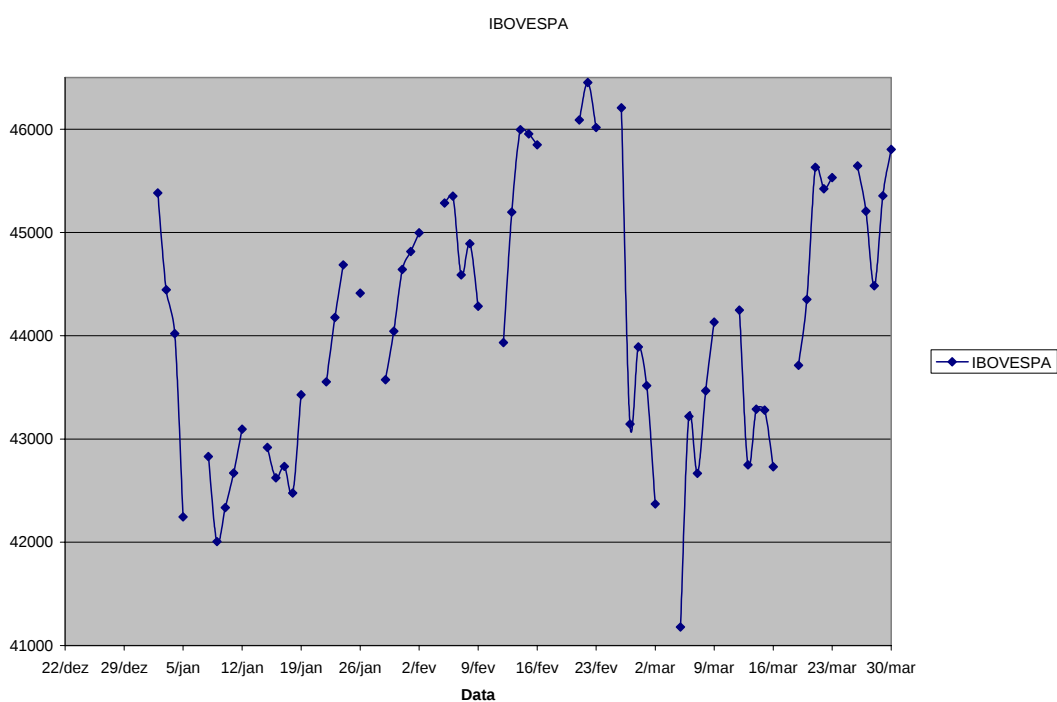


Figura 2 – Ibovespa do período analisado.

6 Conclusões

O presente trabalho buscou relacionar a presença de um *insider trade* com uma movimentação suspeita no volume de negócios, quantidade de ações e preço de fechamento de ações negociadas da empresa adquirida no período que antecede a divulgação da aquisição.

A F&A escolhida para ser estudada foi a do Grupo Ipiranga pela Petrobras, empresa de economia mista, ambas do setor de energia. O período estudado foi o que antecedeu a aquisição (janeiro a março de 2007). Os aspectos avaliados foram a quantidade de ações negociadas, o volume e o preço de fechamento das ações.

Com relação à quantidade de ações negociadas, não foi possível chegar a nenhuma conclusão satisfatória. Historicamente, o número de ações negociadas sempre foi muito baixo e, normalmente, ocorrendo em pregões esporádicos, o que dificulta a identificação de um agente externo com informações privilegiadas sobre a aquisição.

Sobre o preço de fechamento da ação, observa-se um crescimento ao longo de todo o período estudado. Tal fato pode ser justificado pelas consecutivas tentativas da Petrobras de aquisição do Grupo Ipiranga, além de seu planejamento estratégico estar voltado para o crescimento no mercado nacional e internacional, o que normalmente implica em F&A. Olhando com mais cuidado, nota-se que no dias próximos a aquisição ocorre alta no preço da ação da Ipiranga, mesmo quando o Ibovespa apresenta queda. Esse fato é o indício mais concreto de um *insider trade* atuando no mercado.

Cabe ressaltar que a apuração de uma comissão interna da Petrobras, devido a uma manifestação da CVM, concluiu que não houve vazamento de informações no que se refere à conduta dos empregados do Sistema Petrobras que participaram da operação. Com relação ao funcionário da Petrobras que foi identificado como comprador de ações do Grupo Ipiranga, a comissão interna não conseguiu provas que demonstrem de forma concludente o problema nem encontrou indícios que evidenciem que as operações de compra e venda de ações descritas pela CVM tenham partido de informações privilegiadas.

7 Referências Bibliográficas

- BECKER, G. V. O Papel da Gestão de Pessoas em Processos de Fusões e Aquisições de Empresas. In: Encontro Anual Da Associação Nacional De Programas De Pós-Graduação Em Administração, 2002, Salvador, BA, *Anais...* CD-ROM.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 14 fev. 2008.
- BRASIL. Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994. Dispõe sobre a defesa da concorrência. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L8884.htm>>. Acesso em: 14 fev. 2008.
- BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos nas leis 6.404 e 6.385. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm>. Acesso em: 14 fev. 2008.
- CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Disponível em <<http://www.cade.gov.br>>. Acesso em 30 de jan. de 2004.
- CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Fusões E Aquisições Um Levantamento Teórico Dos Motivos, Hipóteses Testáveis E Evidencias Empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v.10, n.2, p.01-38, abr./jun. 2003.
- PETROBRAS. Fato Relevante. Aquisição do grupo Ipiranga. Disponível em: <http://www2.petrobras.com.br/portal/frame_ri.asp?pagina=/ri/port/index.asp&lang=pt&area=ri>. Acesso em: 14 fev. 2008.

FORTUNA, E. *Mercado Financeiro Produtos e Serviços*. 14ª ed. Rio de Janeiro, editora Qualitymark, 2001.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. *Administração Estratégica*. São Paulo: Pioneira, 2002.

KPMG. *Pesquisa de fusões e aquisições 2007 – 3º trimestre*. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/fusoes_aquisicoes_%2007_3_trim.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2008.

LEMES Jr., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. *Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras*. Rio de Janeiro, 2002.

NETO, A. A. *Mercado Financeiro*. 2ª ed., São Paulo, editora Atlas, 1999.

RUDGE, L. F., CAVALCANTE, F. *Mercado de Capitais*. Belo Horizonte, editora Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1993.

TANURE, B.; CANÇADO, V. Fusões e Aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. *RAE*, São Paulo, v. 45, n. 2, p. 10-22, abr./ jun. 2005.

TORTATO, U. Implementação de fusões e aquisições e valores do grupo dirigente. In: Encontro Anual Da Associação Nacional De Programas De Pós-Graduação Em Administração, 1999, Foz do Iguaçu, PR, *Anais...* CD-ROM.

TRICHES, D. Fusões, Aquisições e Outras Formas de Associação Entre Firms no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan. / mar. 1996.

VEIGA, J. A. S., *Recursos Externos no Mercado Bursátil Brasileiro: A Legislação Específica e as Relações com o Mercado*. Dissertação (Mestrado) - Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro. 1996.