INSPER Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Leticia Mancilio Marcante

PERFIL FINANCEIRO DE EMPRESAS QUE PARTICIPAM DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

São Paulo
2017

Leticia Mancilio Marcante

Perfil financeiro de empresas que participam de fusões e aquisições no Brasil

Monografia apresentada ao curso de ciências econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientador: Prof. Dra. Adriana Bruscato Bortoluzzo - Insper

São Paulo

2017

Marcante, Leticia Mancilio.
Perfil financeiro de empresas que participam de fusões e aquisições no Brasil. / Leticia Mancilio Marcante. – São Paulo, Insper 2017.
26 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientadora: Prof. Dra. Adriana Bruscato Bortoluzzo

1.Fusão e Aquisição 2. Perfil Financeiro

Leticia Mancilio Marcante

Perfil financeiro de empresas que participam de fusões e aquisições no Brasil

Monografia apresentada ao curso de ciências econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Data de Aprovação:

BANCA EXAMINADORA

_____

Prof. Dra. Adriana Bruscato Bortoluzzo
Orientadora

_____

Prof. Dra. Tatiana Terabayashi Melhado
Examinadora

Resumo

Marcante, Leticia Mancilio. Perfil financeiro das empresas que participam de Fusões e Aquisições no Brasil. São Paulo, 2017. 26p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Fusões e Aquisições (F&A) tem ganhado espaço no Brasil nos últimos anos e se tornado uma ferramenta poderosa de melhoria da eficiência do mercado. Para tornar possível uma análise descritiva a fim de compreender o perfil financeiro das empresas adquiridas e adquirentes no momento pós F&A foram coletados dados da IQ Capital e da Eikon. Entre esses dados, é possível encontrar o valor total da transação, ROE, os múltiplos do EBIT, do EBITDA, da venda, do lucro líquido e do ativo líquido, a indústria envolvida e a proposta da transação. O perfil traçado mostra o mercado de F&A no Brasil com dispersão muito grande de dados, principalmente em relação a análise dos múltiplos financeiros. Além disso, é um mercado em expansão, com aquisição majoritária de 100% dos ativos das companhias e grande propensão a fusão de negócios relacionados.

Palavras-chave: Perfil Financeiro. Fusões e Aquisições. Brasil.

Abstract

Marcante, Leticia Mancilio. The financial profile of companies involved in mergers and acquisitions in Brazil. São Paulo, 2017. 26p. Monograph - Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

The merge and acquisition (M&A) market has been gaining ground in Brazil in recent years and has become a powerful tool for improving market efficiency. The paper collected data from Capital IQ and EIKON in order to create a descriptive analysis of the M&A market. For such analysis explanatory variables as transaction total value, ROE, the multiple of EBIT, EBITDA, sales and net profit, the industry involved and the transaction purpose where analyzed. The main results include big dispersion of data, especially when it comes to multiple analysis, the clearance that the Brazilian market is in expansion with tendency of major acquisition of 100% of the assets and trend of merge between related businesses.

Keywords: Financial Profile. Mergers and Acquisition. Brazil.

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Quantidade de transação 14
Gráfico 2 – Tipo de transações 16
Gráfico 3 - Quantidade de transação por % adquirida 16
Gráfico 4 - Box Plot por tamanho da transação em milhares de dólares 19
Gráfico 5 – Tamanho da transação em milhares de dólares 20
Gráfico 6 - Box Plot Múltiplo EBITDA 23

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Gênero das empresas adquiridas e adquirentes 16
Tabela 2 – Distribuição setorial das empresas adquiridas e adquirentes..... 17
Tabela 3 – Empresas adquiridas e adquirentes do mesmo setor..... 18
Tabela 4 – Motivo das transações..... 18
Tabela 5 – Compradores mais ativos por volume de transação..... 21
Tabela 6 – Compradores mais ativos por tamanho da transação..... 21
Tabela 7 – Indicadores financeiros de média, máximo, mínimo e desvio padrão..... 22
Tabela 8 – Análise Financeira de múltiplos e ROE..... 22

Sumário

1. INTRODUÇÃO 10
2. REVISÃO DA LITERATURA 11
3. METODOLOGIA 13
3.1 Base de dados 13
3.2 Metodologia 13
4. RESULTADOS 14
REFERÊNCIAS 25

1. INTRODUÇÃO

Operações de Fusão e Aquisição (F&A) são uma forma de otimização de custos e melhora da produção que buscam gerar como resultado final um maior grau de eficiência, trazendo assim um crescimento para a economia como um todo. Esses processos são compostos por dois principais agentes, sendo eles, a empresa adquirida e a empresa adquirente, e podem ocorrer exclusivamente entre empresas nacionais ou entre empresas nacionais e estrangeiras, as chamadas *cross border*.

Em momentos de recessão econômica, como o vivido pelo Brasil nos últimos tempos, as F&A se mostram como ferramenta fundamental para um melhor funcionamento do mercado. Um estudo de Rhodes e Stelter (2011) mostra que operações de F&A realizadas durante um período de crise resultam em 15% mais valor, medido pelo retorno total do acionista, quando comparado a fusões em tempos de expansão. Esse movimento muitas vezes é a melhor oportunidade para os dois agentes participantes, do lado do adquirido é interessante, pois empresas que possuem saúde financeira debilitada podem escapar da declaração de falência e, do lado do adquirente é uma oportunidade para que empresas com maior vantagem competitiva se destaquem e ganhem maior força no mercado. Assim, os movimentos de F&A vêm se tornando cada vez mais comuns no mundo.

Um estudo de Bonelli (2000) defende que essa crescente quantidade de F&A ganhou força com o processo de globalização, caracterizado, em parte, pelo aumento da liquidez internacional e pela facilidade na disseminação de novos instrumentos financeiros. Desse processo, ganham destaque o progresso técnico em atividades industriais e de serviços, as novas tecnologias de transmissão de informação, a tendência de desregulamentação de atividades em diversos países e os processos de privatização cada vez mais comuns. Essas mudanças de reestruturação, que ocorreram nos anos 80 nos Estados Unidos e na Europa e nos anos 90 nos países emergentes, tornam as empresas mais eficientes e competitivas.

O Brasil, segundo um estudo de Rocha e Kupfer (2002), sofreu essas grandes mudanças nos anos 90 decorrentes principalmente do sucesso do programa de estabilização dos preços e da promoção da privatização de empresas de infraestrutura e commodities, implementado pelo governo do presidente Fernando Henrique Cardoso. Essas mudanças institucionais do país geraram o aumento no nível de competitividade dentro do mercado de trabalho, onde empresas nacionais de pequeno porte e baixa eficiência viram a necessidade de redução de custo e aumento de desempenho. Assim, diversas empresas nacionais se tornaram alvo de aquisições e, portanto, o mercado de F&A experimentou uma grande oportunidade de expansão.

Uma análise quantitativa, utilizando a base de dados da *Thomson Reuters*, mostra que em 1994, ano da implementação do Plano Real, o número de operações de F&A realizados no Brasil, sejam elas entre empresas brasileiras ou *cross border*, era ainda muito pequeno, porém, ao longo do tempo, esse tipo de transação foi ganhando espaço no mercado brasileiro. Segundo a KPMG, em 2015 foram realizadas, no Brasil, 773 transações e até o terceiro trimestre de 2016, já haviam sido registradas 537 transações, indicando que a relevância foi mantida com o tempo. Dada a importância desse tipo de operação, vale ressaltar que do total das operações ocorridas globalmente, incluindo 39 países, 13,7% eram de empresas brasileiras adquirindo empresas estrangeiras e 86,29% representavam transações envolvendo a entrada de capital estrangeiro no Brasil, o que reforça a relevância do processo de globalização no desenvolvimento de operações de F&A já citado anteriormente.

Tendo compreendido como o mercado de F&A se desenvolve no Brasil, podemos fazer uma análise do perfil financeiro das empresas nacionais participantes desse processo e buscar compreender como os indicadores financeiros analisados se caracterizam para a empresa no momento pós M&A.

Com isso, o objetivo desse trabalho consiste em analisar o perfil financeiro das empresas no momento posterior a fusão e aquisição e, para tanto, serão coletados dados financeiros das empresas de capital aberto que passaram por esse processo no Brasil.

O estudo é cuidadoso na escolha de seus fatores, para que eles possam ser entendidos como bons reflexos da qualidade da performance financeira da empresa, trazendo maior credibilidade para os resultados obtidos.

Acredita-se com essas análises poder concluir quais as características predominantes em uma F&A realizada com sucesso. Dessa forma, a performance dos processos de F&A podem ser melhorados, resultando em menores perdas para os agentes envolvidos e, consequentemente, para a economia como um todo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O trabalho realizado por Qiu e Liu (2013) busca compreender quais as características de empresas adquiridas e adquirentes que participaram do processo de F&A no mercado de produtos manufaturados americano entre 1991, ano que uma nova onda de fusões e aquisições teve início, e 2007, período de recorde de negociações de F&A.

A análise é feita a partir de quatro características, sendo a primeira delas o tamanho, que compreende o total de vendas, total de ativos, número de funcionários e gastos com P&D, a

segunda delas a tecnologia, que inclui ativos por funcionário e gastos com P&D por funcionário, a terceira a produtividade, entendida como vendas por funcionário e a quarta o lucro, representado pelo EBITDA[1]. O estudo concluiu que as empresas adquirentes possuem melhor performance em todas as quatro características analisadas quando comparadas com as empresas adquiridas, independentemente de serem acordos nacionais ou *cross border* (processos que envolvem pelo menos uma empresa americana e outra estrangeira) e independentemente de se tratar de um período pré ou pós F&A. Além disso, empresas adquirentes e adquiridas, tanto entre acordos nacionais como *cross border*, melhoram sua performance no momento posterior a fusão.

Existem também aqueles estudos que analisam se as variações de retorno para os acionistas são relevantes, como é o caso de Bruner (2001) que, por meio de um *benchmark* com 128 artigos publicados que analisam F&A através de diferentes métodos, permite a compreensão sobre quais conclusões são comumente encontradas. Em relação ao retorno que as firmas adquiridas trazem para os acionistas, 21% dos estudos defendem que esse se torna significativamente positivo no momento posterior à fusão. Já para as empresas adquirentes os resultados sofrem divergência, pois 20% dos estudos mostraram esse retorno sendo negativo e 11% consideram haver retorno, porém apenas um tempo após a consolidação da F&A, assim, pode-se concluir que o retorno para os acionistas nesses casos tende a ser zero. Já em relação a análise do desempenho financeiro, são diversos os estudos realizados e cada uma se apropria de uma análise a fim de compreender a saúde financeira das empresas, não obtendo uma convergência nos resultados.

Ao analisar a eficácia das fusões e aquisições nacionais feitas por empresas brasileiras em resultar em uma melhora no desempenho das empresas adquirentes, o estudo de Ferreira (2015) propõe, além de uma análise econométrica, um estudo descritivo dos dados a fim de identificar um comportamento padrão entre as variáveis estudadas no momento pós M&A. A análise descritiva comtemplou a distribuição das empresas estudas por setor, a média, o desvio padrão, e os valores máximos e mínimos dos indicadores ROIC, margem e Market Cap, assim como suas correlações e seus gráficos de comportamento ao longo do tempo. Dessa análise, além de ser possível observar que a grande maioria das empresas que realizaram F&A no Brasil pertencem ao setor de comercio e serviço, a variável ROIC apresentou média negativa, indicando que possivelmente a F&A não melhora o desempenho das empresas, a variável

[1] EBITDA: Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

margem apresentou média positiva, levando a acreditar que F&A melhora a eficiência operacional.

O estudo de Camargos e Barbosa (2009) avaliou se as F&A de empresas nacionais criaram valor aos acionistas e sinergia operacional. Para tal, uma análise descritiva dos dados foi conduzida como parte do trabalho. Tendo obtido dados no período pré e pós F&A, o estudo realizou uma comparação da média das variáveis financeiras de cada empresa nos dois períodos podendo concluir que a margem EBIT e o EBITDA apesentaram melhora significativa, enquanto o crescimento apresentou pior em alguns casos estudados.

3. METODOLOGIA

3.1 Base de dados

A amostra de dados utilizado nesse trabalho foi retirada da IQ Capital e da EIKON, ferramentas que proporcionam informações detalhadas a respeito das F&A que ocorreram tanto no Brasil como em outras partes do mundo.

Da base de dados inicial, foram selecionados apenas aquelas transações nacionais, finalizadas e caracterizadas como fusão ou aquisição, excluidas as que contemplavam menos de 50% de porcentagem adquirida e selecionados os dados do período entre 1994, ano onde esse tipo de transação começou a se tornar mais comum e a economia nacional se estabilizou, e 2017.

Tendo feito os filtros necessários, as bases de dados proporcionaram características específicas de cada F&A. Assim, foi possível encontrar particularidades relacionadas ao valor total da transação, margem EBITDA, ROE, os múltiplos do EBIT, do EBITDA, da venda, do lucro líquido e do ativo líquido, a indústria envolvida e a proposta da transação, porcentagem adquirida e a data de cada acordo, além do nome, país de origem e setor da economia ao qual tanto a empresa adquirida como a adquirente pertencem.

3.2 Metodologia

Tendo a base de dados devidamente selecionada, foram escolhidas variáveis, dentre aquelas proporcionadas pela principal ferramenta utilizada, indicativas de um bom reflexo da performance financeira das empresas, não se atendendo apenas a lucro, mas também a indicadores de produtividade e tamanho. Assim, as variáveis valor total da transação, tamanho da operação e múltiplo do ativo líquido podem ser compreendidas como indicadores do

tamanho da empresa, a margem EBITDA[2] e os múltiplos do EBIT[3], EBITDA, vendas e lucro líquido como indicadores de lucratividade e o ROE como indicador de rentabilidade.

Além disso, serão também analisadas a indústria a qual o comprador e a comprada pertencem e quais os motivos que levam as companhias a entrarem nesse processo.

4. RESULTADOS

O estudo, realizado com uso da base de dados extraída da EIKON, contemplou 3.347 transações de F&A conforme mostra o Gráfico 1, tornando possível a compreensão de que o número de operações de F&A ganhou espaço no Brasil ao longo dos anos. Vale ressaltar, porém, que os valores encontrados não contêm a quantidade real de operações que ocorreram no país naquele ano, mas sim uma proxy baseada nos dados estudados.

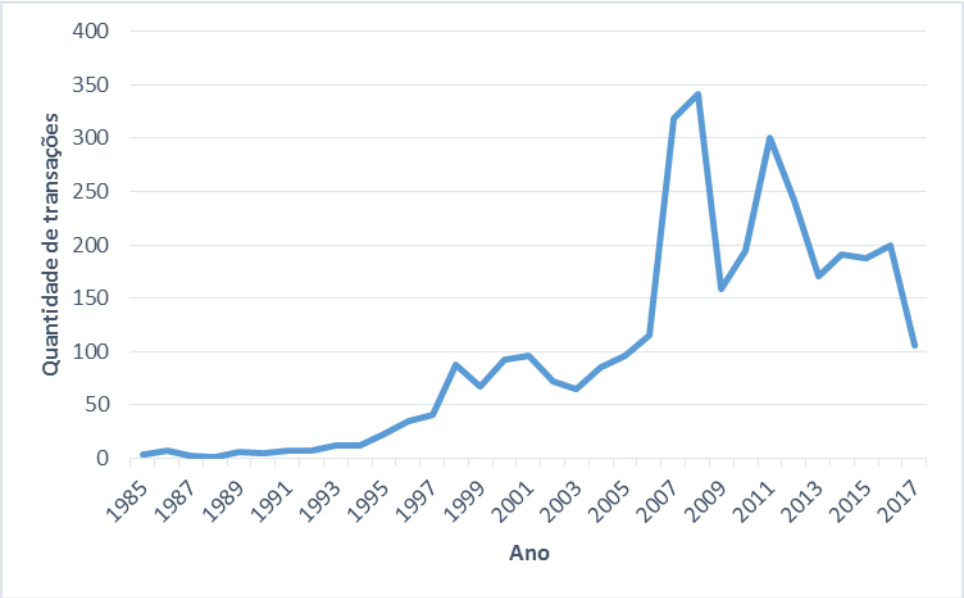

Gráfico 1 – Quantidade de transações
Fonte: Autora

Como observado no Gráfico 1, o ano de 2008 contou com um forte crescimento no número de F&A. Nesse período, o país era governado pelo então presidente Lula, cujo governo se caracterizou por uma política monetária expansionista, via estimulo dos gastos do governo, do consumo e dos investimentos, resultando em aumento da demanda agregada. Além disso, o governo comprou dólares, aumentando suas reservas, o que contribuiu com uma depreciação

[2] EBITDA: Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.
[3] EBIT: Earnings before interest and taxes.

do real, protegendo os produtores locais e os exportadores através do estímulo ao consumo por produtos nacionais, porém, consequentemente, impulsionando movimentos inflacionários. Apesar de a economia brasileira estar aquecida, o crescimento econômico não era sustentável e foi abalado por uma forte crise mundial no ano de 2008, conhecida como a crise do *subprime*. Ressaltando que momentos de crise tendem a ser ambientes propícios ao estimulo de F&A, já exposto anteriormente nesse trabalho, se justifica o grande crescimento ocorrido nesse período. (GOLÇALVES, 2003).

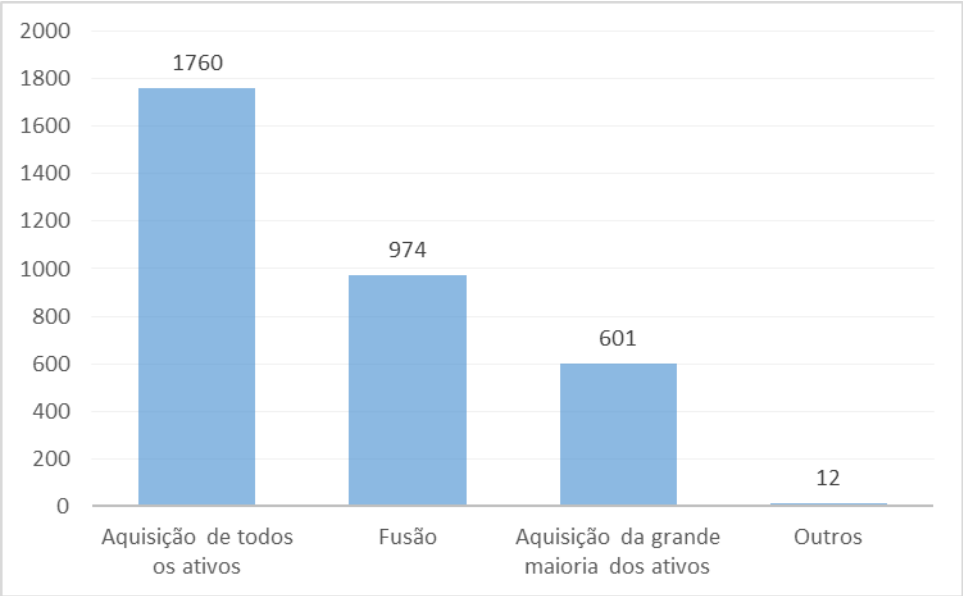

Gráfico 2 – Tipo de transação
Fonte: Autora

Fazendo uma análise descritiva dos dados, é possível perceber, como está exposto no Gráfico 2, que das 3.347 transações estudadas, quase 53% englobam a aquisição de todos os ativos da empresa adquirida, 30% são correspondente a fusões, 18% à aquisição da grande maioria dos ativos da empresa adquirida e os 0,4% restante, indicado por apenas 12 operações, se divide entre aquisição de certos ativos (acquisition of certain assets), aquisição da maioria dos ativos (acquisition of majority of assets), aquisição parcial (acquition of partial interest), aquisição de ativos restantes (acquition of remaining interest) e oferta de troca (exchange offer).

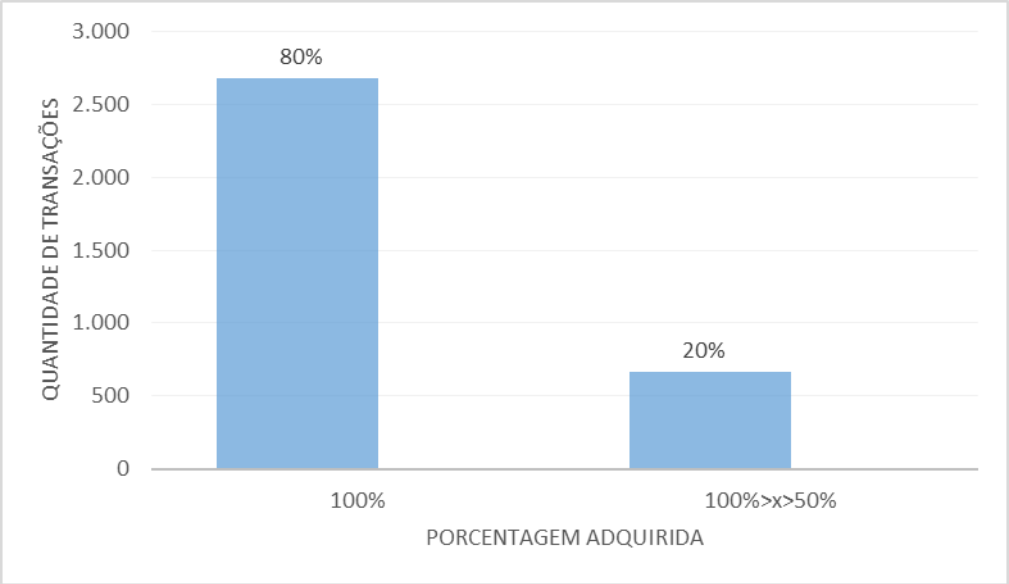

Gráfico 3 – Quantidade de transações por porcentagem adquirida
Fonte: Autora

Entendido os tipos de transações que compõe esse mercado, foi feito um levantamento a respeito da quantidade de transações para diferentes porcentagens adquiridas. Lembrando que a base de dados selecionou apenas operações com porcentagem adquirida superior a 50%, foram analisadas a faixa de 100% de aquisição e de porcentagens entre 50% e 100%.

Podemos analisar que em 80% das operações a empresa adquirente comprou 100% da empresa adquirida, sendo esse montante extremamente expressivo ainda mais se considerar que dos 20% restantes 5%, o correspondente a 169 transações, adquiriram uma porcentagem superior a 90%.

Tabela 1 – Gênero das empresas adquiridas e adquirentes

Status	Adquirente %	Adquirida %
Privada	36,00%	57,90%
Subsidiária	39,30%	36,60%
Pública	21,60%	4,30%
Joint Venture	1,60%	0,50%
Investidor	1,40%	--
Governamental	0,10%	0,70%

Fonte: Autora

Além disso, foi possível analisar o gênero das empresas adquirentes e adquiridas, ou seja, qual organização ela representa, conforme mostra a Tabela 1. Dentre as empresas adquirentes, a maioria, quase 40%, são subsidiárias, e, provavelmente, de menor porte, e quase 36% são privadas. Entre as empresas adquiridas, quase 58% são do setor privado, porém existe uma quantidade expressiva, representada por quase 37%, enquadradas como subsidiárias.

Vale ressaltar que nenhuma empresa adquirida possui status de investidor, o qual representa 1,4% das empresas adquirentes.

Tabela 2 – Distribuição setorial das empresas adquirentes e adquiridas

Área de atuação	Adquirente (%)	Adquirida (%)
Alimentos e Bebidas	252 (7,5%)	281 (8,4%)
Bancos	111 (3,3%)	--
Eletricidade	104 (3,1%)	135 (4,0%)
Indústria Química	76 (2,3%)	91 (2,7%)
Mineração	122 (3,6%)	110 (3,3%)
Serviços de TI	115 (3,4%)	113 (3,4%)
Serviços ligados a educação	128 (3,8%)	146 (4,4%)
Serviços Profissionais	104 (3,1%)	134 (4,0%)
Setor Financeiro (menos banco)	341 (10,2%)	94 (2,8%)
Software	--	84 (2,5%)
Transporte e Infraestrutura	115 (3,4%)	142 (4,2%)

Fonte: Autora

Também, foram realizadas análises a fim de entender quais são os setores industriais que concentram a maior quantidade de empresas adquiridas e adquirentes envolvidas no processo de M&A. Para tal, foram selecionados os dez principais setores, representando, para as empresas adquiridas, quase 40% do total e para empresas adquirentes aproximadamente 44% do total. Assim, temos a Tabela 2 detalhando melhor a distribuição.

Entre as empresas adquiridas, a maior concentração está nas empresas do setor de alimentos e bebidas, enquanto para as adquirentes, as empresas mais expressivas são aquelas do setor financeiro. O setor de bancos está classificado entre as dez maiores áreas de atuação para empresas adquirentes, e se classifica como 14 º maior setor entre as empresas adquiridas. Já o setor de s software, presente entre as dez maiores áreas de atuação das empresas adquiridas, se classifica como 15º maior área de atuação das empresas adquirentes.

Vale ressaltar que existem 75 setores listados pela EIKON para as empresas adquirentes e, esses mesmos 75 acrescidos de outros 4 para as empresas adquiridas. Esses quatro são: Outros setores de alta tecnologia (Other High Technology), Pipelines, residencial (Residential) e espaço e satélites (Space and Satellites). Dessa forma, é possível notar que há uma semelhança entre os setores mais envolvidos no processo de fusão e aquisição.

Tabela 3 – Empresas adquiridas e adquirentes do mesmo setor

Setor	Empresas adquirentes por setor	Empresas adquiridas por setor	Total de empresas adquiridas e adquirentes	% de empresas adquiridas e adquirentes
Setor financeiro (exceto bancos)	341	94	41	12,0%
Alimentos e bebidas	252	281	206	81,7%
Serviços relacionados a educação	128	146	124	96,9%
Mineração	122	110	84	68,9%
Serviços de TI	115	113	70	60,9%
Transporte e Infraestrutura	115	142	92	80,0%
Bancos	111	72	57	51,4%
Eletricidade	104	135	86	82,7%
Serviços Profissionais	104	134	68	65,4%
Indústria Química	76	91	51	67,1%
Software	63	84	37	58,7%

Fonte: Autora

Explorando mais a fundo, o estudo buscou entender se as fusões e aquisições que ocorrem se dão entre empresas pertencentes a um mesmo setor. A Tabela 3 nos traz o total de empresas adquiridas e adquirentes para cada um dos dez principais setores listados anteriormente. Além disso, temos também a informação a respeito do total de empresas onde tanto a adquirida como a adquirente pertenciam ao mesmo setor.

Assim, é possível notar que, dentre os setores mais representativos, em termos de quantidade de transações, no setor de alimentos e bebidas e no setor de serviços educacionais a porcentagem de empresas adquirentes que compram empresas adquiridas do mesmo setor é de aproximadamente 81% e a porcentagem de empresas adquiridas que foram compradas por empresas adquirentes do mesmo setor é de 97%. Isso indica uma propensão à existência de negócio relacionado.

Tabela 4 – Motivo das transações

Motivo da Transação	Empresas	%
Fortalecer operações existentes e expandir presença no mercado primário	557	16,64%
Adquirir tecnologia do competidor e ativos estratégicos/Fortaceler operações existentes e expandir presença no mercado secundário	102	3,05%
Oferecer novos produtos e serviços/Fortalecer a operação/Criar sinergia/Eliminar servições e operações repetidas	57	1,70%
Concentratar na atividade principal/Impulsionar caixa através de private equity e compra e venda de estratégia	49	1,46%
Expandir presença em novas regiões geográficas	32	0,96%

Fonte: Autora

Tendo realizado essa análise, o estudo procurou entender quais os motivos levaram as empresas a optarem por uma F&A. Dos mais de cem motivos listados, foram estudados, como

mostra a Tabela 4, os cinco principais. Assim, temos que quase 17% do total de operações avaliadas, o equivalente a 557 empresas, afirmaram que a operação era para fortalecer operações já existentes e expandir presença no mercado secundário. O segundo motivo mais listado, nomeado por 102 empresas, engloba os dois ditos anteriormente acrescentando a possibilidade de se adquirir tecnologia e ativos estratégicos da adquirida. Assim, em suma, esses são os três grandes motivos, indicados por quase 20% das empresas, que levam as empresas a realizarem fusões e aquisições. Existem muitos outros motivos listados, porém todos representam uma porcentagem inferior a 2% das empresas.

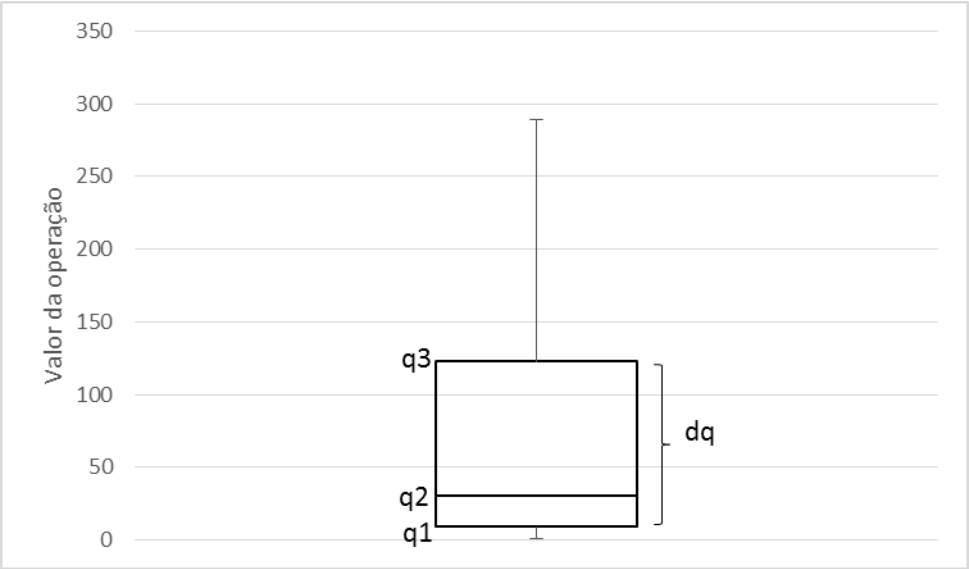

Gráfico 4 – Box Plot por tamanho da transação em milhões de dólares
Fonte: Autora

Parte da análise realizada nesse trabalho se baseia em valores médios e desvios padrões, porém essas podem não ser medidas suficientemente adequadas para representar um conjunto de dados, por serem afetados por valores extremos e não indicarem assimetria ou simetria da distribuição dos dados.

Dessa forma, optou-se por incluir uma análise de box-plot, como mostra o Gráfico 4, no estudo do volume financeiro das transações de fusão e aquisição que ocorreram com 100% da empresa adquirida permitindo uma ideia de posição, dispersão, assimetria, caudas e dados discrepantes da variável em análise.

O primeiro quartil, representado por q1, indica que 25% das observações são menores do que 9 milhões de dólares. O segundo quartil, também compreendido como mediana, indica que 50% das operações são inferiores a 30 milhões de dólares e 50% são superiores. Por fim, o terceiro quartil mostra que 75% das operações têm valor inferior a 122,75 milhões de dólares.

Outra análise relevante é a distância interquartil, representada no Gráfico 4 por dq. Essa distância pode ser compreendida como "uma medida de dispersão alternativa ao desvio padrão e é definida como a diferença entre o terceiro e o primeiro quartis" que, no nosso caso é de 113,75 milhões de dólares e (BUSSAB; MORETTIN, 2009, p.45)

Além disso, é possível perceber no Gráfico 4 que a distância de q3 em relação a mediana é maior quando comparada com a distância de q1 em relação a q2, indicando que existe uma assimetria à esquerda.

Por fim, o valor de máximo é 289 milhões de dólares e de mínimo é 1 milhão de dólares. Dado que as dispersões entre os volumes das transações são muito grandes, os dados contam com uma série de outliers superior ao valor máximo, sendo o maior deles uma transação de 10.309 milhões de dólares referente a fusão da Bovespa Holding com a BM&F no ano de 2008.

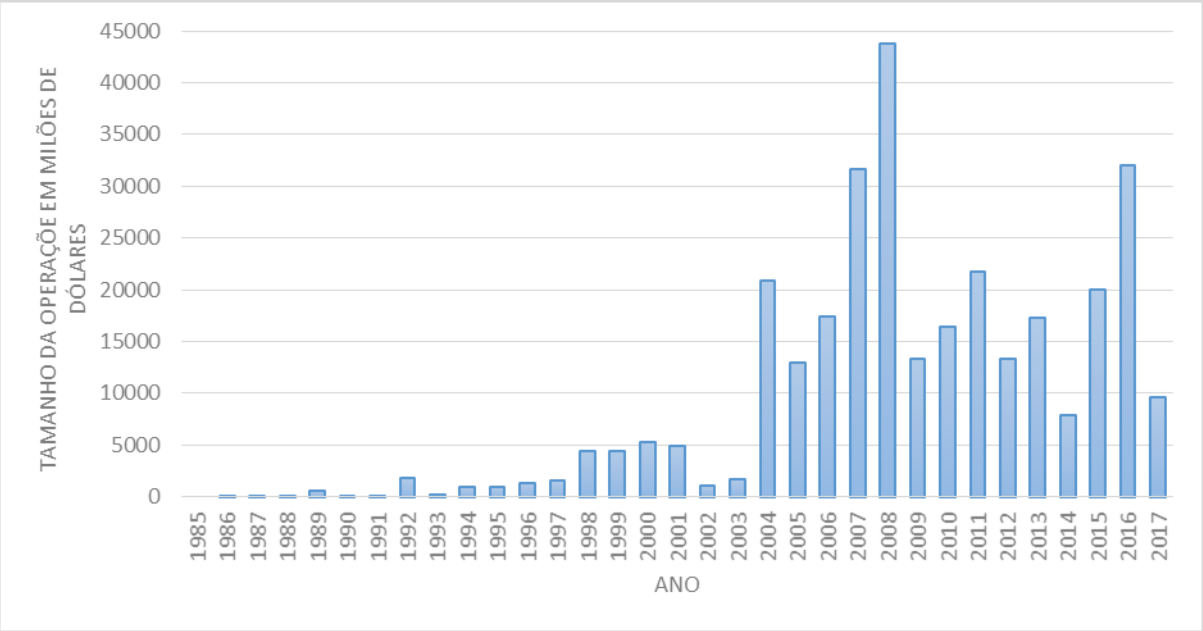

Gráfico 5 – Tamanho da transação em milhares de dólares
Fonte: Autora

O Gráfico 5 explica o tamanho das operações, em milhões de dólares, ao longo do período estudado deflacionado pelo IPCA. O ano de 1992 indica uma alta em relação aos anos anteriores representada pela aquisição do Banco Nacional no valor de 1.040 milhões de dólares, o equivalente a 57% da soma do tamanho das operações ocorridas no ano.

Condizente com o apresentado pelo Gráfico 1 – quantidade de transações, o ano de 2008 contém o maior volume de operações e o ano de 2016 apresenta o segundo maior volume, podendo ser explicado pela crise brasileira decorrente da política estabelecida no governo Dilma. Tal política foi muito semelhante a implementada no governo Lula, buscando estimular o consumo, gasto do governo e investimento, três pilares da política monetária, a fim de gerar

maior produto interno porém, levando em consideração o modelo econômico de expectativas racionais, podemos considerar que os agentes aprendem com erros do passado, portanto, já sabendo que essa política de expansão monetária não é sustentável no longo prazo, pois gera aumento de inflação, o governo perdeu credibilidade e assim, a política implementada não gerou resultados positivos, impulsionando a uma crise econômica, agravada pela má gestão política, repleta de escândalos como o Mensalão e os casos divulgados pela Operação Lava-Jato.

Observando agora a base de dados fornecida pela Capital IQ, foram analisadas 1112 operações de M&A ocorridas no Brasil.

Tabela 5 – Compradores mais ativos por volume de transação

Nome da Companhia	Quantidade de operações
CVC Capital Partners Limited	58
The Carlyle Group L.P. (NasdaqGS:CG)	49
J.P. Morgan Partners, LLC	40
MBO Partenaires	27
Apax Partners LLP	26
Advent International Corporation	23
KKR & Co. L.P. (NYSE:KKR)	19
Warburg Pincus LLC	13
Bridgepoint Advisers Limited	11
TPG Capital, L.P.	11

Fonte: Capital IQ

Tabela 6 - Compradores mais ativos por tamanho da transação

Nome da Companhia	Tamanho da operação ($mm)
The Carlyle Group L.P. (NasdaqGS:CG)	11.031,39
KKR & Co. L.P. (NYSE:KKR)	10.918,41
Citigroup Inc. (NYSE:C)	8.434,91
CVC Capital Partners Limited	7.622,98
Merrill Lynch & Co., Inc.	5.475,14
J.P. Morgan Partners, LLC	3.661,97
PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações (B	2.493,14
Ardian	2.207,03
MediaTek Inc. (TSEC:2454)	2.177,45
Springer Science+Business Media Deutschland GmbH	2.055,56

Fonte: Capital IQ

A Tabela 5 mostra os compradores e investidores mais ativos nesse mercado em relação ao número de transações feitas, enquanto a Tabela 6 mostra a mesma variável, porém em relação ao tamanho das transações.

Tabela 7 – Indicadores financeiros de média, máximo, mínimo e desvio padrão

Variáveis	
Média do valor da operação	250,44
Valor máximo da operação	7000
Valor mínimo	0
Desvio - padrão	550,64
Média TEV/receita	2,84
Média TEV/EBITDA	11,94
Média Prior Premium diário (%):	12,35
Média Prior Premium semanal (%):	15,47
Média Prior Premium mensal(%):	17,83

Fonte: Capital IQ

Buscando entender como é o perfil financeiro das empresas envolvidas no processo de F&A, a Tabela 7 mostra uma série de indicadores relacionados as 1112 transações estudadas pela Capital IQ como média do valor da operação e média do valor da empresa pelo EBITDA. Pode-se perceber que as variáveis apresentam um desvio-padrão elevado, coerente com a grande discrepância entre os valores de máximo e mínimo encontrados nos dados.

Tabela 8 – Analise financeira de múltiplos e ROE

Variável	Status	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Múltiplo EBIT	Adquirente	-144,8	7,6	1926,9	-23939,5	872,6
Múltiplo Vendas	Adquirente	11,7	1,1	134,0	-0,1	1910,7
Múltiplo Lucro Líquido	Adquirente	189,5	9,4	2185,7	-1638,3	27039,0
Múltiplo Ativo Líquido	Adquirente	-570,3	2,4	7167,5	-89228,7	187,2
Múltiplo EBITDA	Adquirente	13,2	7,8	71,1	-467,2	342,6
Múltiplo EBITDA	Adquirida	12,1	13,2	37,3	-164,0	88,3
ROE	Adquirida	6,4	6,5	4,5	1,0	16,0

Fonte: Autora

Utilizando a base de dados da EIKON e da Capital IQ, foram descritos na Tabela 8 diferentes variáveis financeiras das empresas, sendo possível observar a média, mediana, desvio padrão e valores máximos e mínimos. Foram escolhidos como variáveis financeiras os múltiplos do EBIT, EBITDA, vendas, lucro líquido e ativo líquido, além do ROE. Vale lembrar que o método dos múltiplos é muito utilizado para avaliação de empresas por ser um bom refletor da expectativa de retorno esperado pelo mercado, apesar de não consideram diferenciais competitivos das empresas. Como estamos analisando empresas de diferentes setores, deve haver um cuidado na análise, pois setores diferentes comportam diferentes valores de venda.

Um dos múltiplos relevantes é o múltiplo de vendas, pois ajuda na avaliação das empresas a fim de compreender qual o valor de mercado delas. No caso das empresas adquirentes analisadas, a média encontrada foi de 11,7, com desvio padrão de 134,0.

O ROE[4], ferramenta útil para compara a rentabilidade de uma companhia com outras do mesmo setor, mede a capacidade de se agregar valor de uma empresa a partir de seus próprios recursos e capital investido. A média do ROE das empresas adquiridas é de 6,4, sendo o maior valor encontrado, referente a uma empresa, 16 e o menor valor encontrado, referente a cinco empresas, 1.

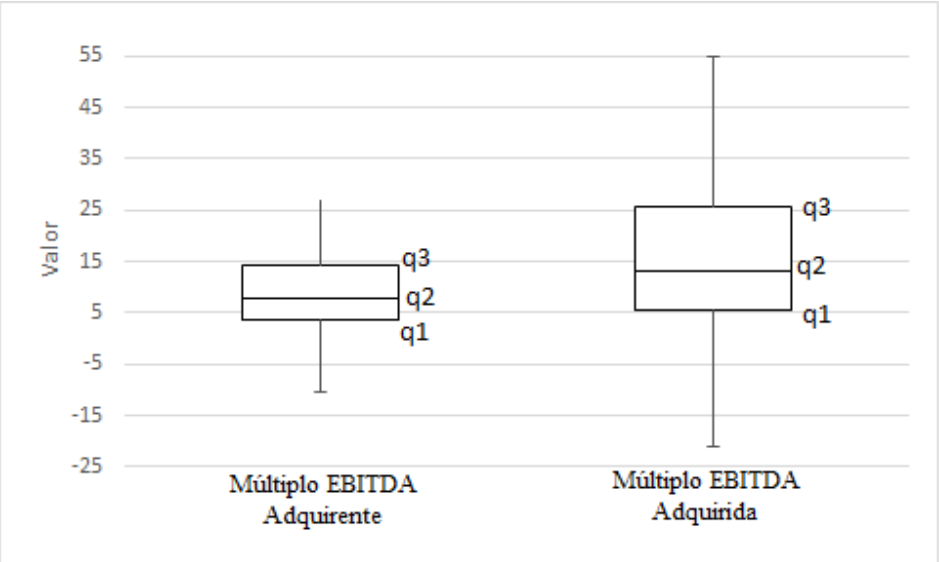

Gráfico 6 – Box Plot múltiplo EBITDA
Fonte: Autora

O múltiplo EBITDA é uma importante variável na avaliação de empresas, pois estuda o endividamento e o capital próprio. Assim, quanto menor o valor desse indicador, a tendência de que essa companhia seja uma candidata para uma fusão e aquisição é maior. Dessa forma, é de se esperar que o estudo dessa variável indique valores menores entre as empresas adquiridas quando comparado com as adquirentes.

Tendo em vista a importância dessa variável, foi realizada uma análise mais detalhada da mesma via uso de box-plot, como mostra o Gráfico 6. O múltiplo EBITDA das empresas adquirentes possui valor de primeiro quartil, representado por q1, igual a 3,55, mediana, representada por q2, igual a 7,8 e terceiro quartil, q3, equivalente a 22,22. Já o múltiplo EBITDA das empresas adquiridas tem valores de q1, q2 e q3 iguais a 5,38, 13,20 e 25,47, respectivamente.

Na Tabela 8, temos que o desvio padrão das empresas adquirentes é de 71,1 e das empresas adquiridas de 37,3. Complementando essa análise, a distância interquartil, é de 20,09

[4] ROE: Return on Equity

para as empresas adquiridas e de 10,69 para as adquirentes. Além disso, é possível perceber no Gráfico 6 que existe uma assimetria à esquerda para ambas empresas.

Por fim, o valor de máximo das empresas adquirentes é 28,55 e de mínimo é -10,58, enquanto para as empresas adquiridas o valor máximo é de 54,8 de mínimo é -21. Os dados contam com uma série de outliers superiores e inferiores tanto entre as empresas adquiridas como entre as adquirentes. Apesar disso, os outliers mais discrepantes são relacionadas as empresas adquirentes, sendo o maior valor 342, 64 e o menor -467,18, como mostra a Tabela 8.

5. CONCLUSÃO

Com a análise realizada anteriormente, é possível encontrara um perfil entre as empresas que realizam fusão e aquisição no Brasil. A começar pela quantidade de transações, que alcançou o maior valor no ano de 2008, impulsionado pelo contexto econômico da época. Dentre as F&A estudada, o maior tipo de aquisição, representado por 53% das operações em análise, foram as aquisições de todos os ativos da companhia adquirida e, em segundo lugar, com 30%, ficaram as fusões. Além disso, 80% das transações englobaram a aquisição de 100% da empresa adquirida.

Observando o gênero das empresas, entende-se que quase 40% das adquirentes são subsidiárias enquanto quase 58% das adquiridas são do setor privado. Somado a isso, o setor mais expressivo entre as empresas adquiridas é o de comidas e bebidas e entre as empresas adquirentes é o setor financeiro (não comtemplando bancos). Vale ressaltar que existe uma propensão à F&A entre negócios relacionados, com os setores de comida e bebida e o educacional sendo os que mais realizam F&A entre empresas pertencentes ao mesmo setor.

Entre os motivos mais expressivos para se justificar um movimento de aquisição, se destacam a oportunidade de fortalecimento de operações existentes, a expansão de presença no mercado secundário e a aquisição de tecnologias e ativos estratégicos dos competidores.

Buscando entender o tamanho das operações, foi possível concluir que existe uma dispersão muito grande entre os volumes estudados e a maior operação ocorreu em 2008 com a fusão da Bovespa Holding com a BM&F.

Por fim, as principais variáveis financeiras analisadas foram os múltiplos, dados que esses são bons instrumentos de análise de avaliação de empresas. Além dos múltiplos, foi encontrado o ROE das companhias adquiridas, permitindo compreender mais a respeito da capacidade de geração de valor das empresas. A comparação entre o múltiplo EBITDA das empresas

adquirentes e adquiridas permitiu compreender que os valores de máximo e mínimo são mais extremos nas empresas adquiridas do que nas adquirentes e para ambos os casos existe uma assimetria a esquerda.

Para futuros estudos é sugerida uma coleta maior dos dados, principalmente financeiros. Dessa forma, a compreensão a respeito do perfil financeiro acerca do mercado de M&A nacional pode ser aprimorada.

REFERÊNCIAS

BONELLI, Regis. **Fusões e Aquisições no Mercosul.** Rio de Janeiro. Relatório de Pesquisas IPEA: 2000. Disponível em: < http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/2333> Acesso em: 18 março 2017.

BUSSAB, Wilton de O.; MORETTIN, Pedro A. **Estatística Básica**. 6 ed, São Paulo: Saraiva, 2009. 540p.

CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. Fusão e Aquisição de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 206 – 220, 2009.

FERREIRA, M.; **Análise do Desempenho das Fusões e Aquisições Entre Empresas Brasileiras**, São Paulo, 2015, 36 páginas. Monografia (Graduação em Economia) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2015.

GOLÇALVES, R. Política Econômica e macrocenários nacionais: 2003-2006. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n.12, pp.28-46, julho 2003.

KPMG CORPORATE FINANCE LTDA. Empresa de consultoria. **Relatório de pesquisa: Pesquisa de fusões e aquisições 2007 – 4º trimestre: espelho das transações realizadas no Brasil.** São Paulo, 2008. Disponível em: < http://www.kpmg.com.br>. Acesso em: 18 março 2017.

KPMG CORPORATE FINANCE LTDA. Empresa de consultoria. **Relatório de pesquisa: Pesquisa de fusões e aquisições 2016 – 3º trimestre.** São Paulo, 2016. Disponível em:

<Http://www.kpmg.com.br>. Acesso em: 18 março 2017.

MOURA, Ruy. Entenda porque acontecem as fusões. **Fusões e Aquisições**, 2011 Disponível em: <http://fusoesaquisicoes.blogspot.com.br/2011/07/entenda-por-que-acontecem-as-fusoes.html> Acesso em: 18 março 2017.

QIU, Larry; QING Liu. Characteristics of Acquirers and Targets in Domestic and Cross-border Mergers and Acquisitions. **Review of Development Economics**. P. 474 – 493, 2013.

RHODER, David; STELTER, Daniel. Conquiste vantagem em uma crise. **Harvard Business Review Brasil**. 2011. Disponível em: < http://hbrbr.uol.com.br/conquiste-vantagem-em-uma-crise/> Acesso em: 19 março 2017.

ROCHA, Frederico; KUPFER, David. **Structural Changes and Specialization in Brazilian Industry: the Evolution of Leading Companies and the M&A Process.** 2002. 25 p. Disponível em: <http://www.idejetro.jp/Japanese/Research/Region/Latin/pdf/f_shuppan_07.pdf> Acesso em: 18 março 2017.

TROCOLLI, Maria Eduarda; **Timing: fator de determinação do desempenho de uma fusão e aquisição doméstica no Brasil**. 2014. 34 f. Monografia (ciências econômicas) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014.