

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Programa de Mestrado Profissional em Economia

**ESTUDO SOBRE OS PERFIS DAS EMPRESAS COMPRADORAS, ALVOS E NÃO
PARTICIPANTES NO MERCADO BRASILEIRO DE M&A'S**

ROMULO CRIVELLI TEIXEIRA

São Paulo

2017

ROMULO CRIVELLI TEIXEIRA

ESTUDO SOBRE OS PERFIS DAS EMPRESAS COMPRADORAS, ALVOS E NÃO PARTICIPANTES NO MERCADO BRASILEIRO DE M&A'S

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Adriana Bruscatto Bortoluzzo

SÃO PAULO

2017

Teixeira, Romulo Crivelli

Estudo sobre os perfis das empresas compradoras, alvos e não participantes no mercado brasileiro de M&A's – São Paulo: Insper, 2017. 48 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Economia. Área de concentração: Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Finanças Corporativas 2. Fusões e Aquisições 3. Desempenho Empresarial

FOLHA DE APROVAÇÃO

Romulo Crivelli Teixeira

ESTUDO SOBRE OS PERFIS DAS EMPRESAS COMPRADORAS, ALVOS E NÃO PARTICIPANTES NO MERCADO BRASILEIRO DE M&A'S

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Adriana Bruscato Bortoluzzo

Aprovado em: 05 / 12 / 2017

Banca Examinadora

Prof.^a Dr.^a Adriana Bruscato Bortoluzzo
Instituição: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Assinatura: _____

Prof.^a Dr.^a Andrea Minardi
Instituição: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Assinatura: _____

Prof. Dr. Henrique Machado Barros
Instituição: Centro Universitário da FEI

Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, a minha orientadora Adriana por aceitar me orientar, me guiando por esse caminho sempre preocupada em ajudar, sendo solícita respondendo minhas inúmeras dúvidas e principalmente aliviando o peso dessa jornada. Agradeço, também, a todos os professores que lecionaram durante o curso no Insper e a todos que foram meus professores durante a vida, sem toda bagagem que me foi dada não seria possível à conclusão de mais essa etapa, vocês, sem dúvida, são os pilares do caminho para um maior desenvolvimento da sociedade através da educação.

Agradeço também aos meus colegas de turma, que foram parceiros e ofereceram sua ajuda e companheirismo em diversos momentos de discussão e aprendizado durante nosso curso, dividimos essa jornada e espero que também possa ter agregado coisas boas e ajudado alguns durante esse caminho.

E por fim a meus pais, irmãos, familiares e amigos, por terem me apoiado sempre em minhas decisões e me fazerem acreditar nas minhas escolhas sabendo que eu sou capaz de atingir o que desejo. Sem vocês nada seria possível.

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, por estarem sempre ao meu lado e terem dedicado suas vidas pelo meu melhor.

Aos meus irmãos e irmãs, de sangue ou não, que trilham seus caminhos ao meu lado e me dão forças para continuar seguindo aquilo que acredito mesmo nos momentos de dúvidas.

RESUMO

As operações de fusões e aquisições (M&A) estão entre os fenômenos mais estudados da literatura financeira, dado que esse tipo de operação é capaz de aumentar o desempenho financeiro das empresas envolvidas, é assunto recorrente em diversos artigos. Grande parte dos estudos sobre o tema investiga como o preço das ações das empresas envolvidas se comporta mediante informações divulgadas sobre operações de M&A. Dado esse panorama, o presente estudo segue uma linha diferente, avaliando o perfil das empresas que se engajaram em operações de M&A no Brasil a partir de dados financeiros de balanço divulgados ao mercado. Utilizando a metodologia proposta por Liu e Qiu (2013) e estendendo essa metodologia através de dois modelos para avaliação de dados em painel pode-se verificar que as empresas compradoras em operações de M&A possuem um maior tamanho, nível de endividamento e investimento do que quando comparado à empresas que não participaram desse tipo de operação e que as empresas alvo possuem uma menor lucratividade quando se comparadas a empresas não participantes.

Palavras Chave: Fusões e aquisições, Desempenho Empresarial, Finanças Corporativas, Modelos Econométricos, Dados em Painel.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions (M&A) are among the most studied phenomena in the financial literature, since this type of operation is capable of increasing the financial performance of the companies involved, is a recurring subject in many articles. Much of the research on the subject investigates how the stock price of the companies involved behaves with information disclosed about M&A operations. Given this scenario, the present study follows a different path, analyzing the profiles of the companies that engaged in M&A operations in Brazil, based on financial balance sheet data disclosed to the market. Using the methodology proposed by Liu and Qiu (2013) and extending this methodology through two models for panel data evaluation, it can be verified that the acquiring companies in M&A operations have a larger size, level of indebtedness and investment when compared to companies that did not participate in this type of operation and that target companies have a lower profitability when compared to non-participating companies.

Key words: Mergers & Acquisitions, Business Performance, Corporate Finance, Econometrical Models, Panel Data.

SUMÁRIO EXECUTIVO

Existem muitos estudos sobre as operações de M&A em diversos mercados do mundo, essas operações são realizadas há tempos e estão comumente presentes na tomada de decisão empresarial ainda nos tempos atuais. A grande maioria dos estudos sobre o tema, analisa os preços das ações das empresas envolvidas na transação como meio de avaliar sobre a eficácia da operação em si, porém esse método não é efetivo quando se deseja avaliar o perfil das empresas envolvidas nesse tipo de operação.

Traçar o perfil das empresas envolvidas nesse tipo de operação é particularmente interessante quando se deseja, por exemplo, analisar se uma dada operação tem mais ou menos chances de ocorrer dado histórico das transações que já ocorreram em um determinado ambiente, e também auxilia no entendimento do cenário de funcionamento empresarial desse tipo de empresa em um determinado mercado.

Nesse contexto, dispondo dos dados sobre as operações de M&A ocorridos no Brasil e os dados de balanço das empresas brasileiras listadas na BOVESPA entre os anos de 1995 e 2016, o objetivo desse estudo é: analisar categorias de dados balanço e observar os perfis das empresas envolvidas em operações de M&A com compradoras, como alvo e também de empresas não envolvidas, dadas as variáveis incluídas em cada categoria.

A partir do cruzamento das informações sobre operações de M&A e os dados de balanço das empresas, seguiu-se uma metodologia de um estudo que analisa o mercado norte-americano e utilizou-se modelos econométricos para determinar se algumas categorias de variáveis de balanço selecionadas por relevância, são relevantes em traçar o perfil das empresas as dividindo entre compradoras, alvo e não participantes.

Segundo os resultados obtidos no estudo sobre o mercado norte-americano, esperávamos observar também no mercado brasileiro que as empresas engajadas como compradoras nas operações de M&A, possuem essas variáveis explicativas de balanço melhores quando se comparado a empresas engajadas como alvo, e que

por sua vez essas empresas alvo possuem melhores variáveis que em empresas que não participaram desse tipo de operação.

Escolhemos para o estudo no mercado brasileiro variáveis de desempenho divididas entre cinco categorias: tamanho, endividamento, investimento, rentabilidade e liquidez. Observando-se empresas compradoras, os resultados mostraram indicadores maiores entre as categorias de tamanho, endividamento e investimento, porém para as empresas alvo, os indicadores de rentabilidade eram menores do que quando comparado com empresas não participantes.

Diante do aprendido com o trabalho, pode-se desenvolver uma nova metodologia estatística e analisar o caso brasileiro se utilizando dela. Na prática conseguiu-se obter verificações empíricas a respeito do perfil das empresas engajadas em operações de M&A e somar a literatura brasileira sobre o tema.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Evolução dos M&A's no Brasil de 1995 a 2016.....	33
------------------------------------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resumo das operações de M&A no Brasil	29
Tabela 2: Operações de M&A por ano entre compradoras e alvos	34
Tabela 3: Descritiva das variáveis separadas por compradoras, alvos e não participantes	35
Tabela 4: Resultado das regressões para o Modelo 1	39
Tabela 5: Resultado das regressões para o Modelo 2	39

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	13
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	17
3. METODOLOGIA.....	27
3.1. Bases de Dados.....	27
3.2. Descrição das Variáveis.....	29
3.3. Modelo Econométrico.....	30
4. RESULTADOS.....	33
5. CONCLUSÕES.....	40
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	43
ANEXO I.....	47

1. INTRODUÇÃO

As operações de fusões e aquisições (M&A) são aquelas onde ocorre, em termos gerais, a consolidação de duas companhias ou de seus ativos. Segundo Bradley e Sundaram (2006), esse tipo de operação está entre os fenômenos mais estudados de toda literatura financeira, sendo que nessas operações, na média, os acionistas das empresas alvo realizam ganhos significativos enquanto os acionistas das empresas compradoras absorvem pequenas perdas, ao passo que os acionistas das empresas compradora e alvo combinadas (após M&A) apresentam um aumento de riqueza significativo.

Diversos estudos avaliaram o impacto dos M&A's nas corporações por diferentes métricas estabelecidas, principalmente observando-se os efeitos das negociações nos preços das ações, porém destaca-se na literatura o trabalho de Maksimovic e Phillips (2001), que realizando um estudo acerca da venda de plantas fabris entre empresas, perceberam que esse tipo de transação melhora a alocação de recursos, e Jovanovic e Rousseau (2002) também estabeleceram que as operações de fusões e aquisições podem ser encaradas, do ponto de vista de compradoras e vendedoras, como uma operação envolvendo a aquisição de empresas classificadas como de baixa produtividade, por empresas classificadas como de alta produtividade.

Esse trabalho analisa informações sobre as operações de M&A no mercado brasileiro, assim como os dados de balanço das correspondentes empresas envolvidas, seguindo a metodologia do trabalho realizado por Liu e Qiu (2013), sendo esse o primeiro a prover uma análise sistemática de indicadores de desempenho de empresas engajadas em M&A observando empresas abertas no mercado americano. Estendemos a metodologia proposta pelos autores fazendo a utilização dos dados de balanço em painel e propondo para isso dois modelos distintos, assim consideramos que a evolução dos balanços empresariais analisados, que são uma sequência de dados de cortes transversais, representa a relação dinâmica desses indicadores, levando em conta a passagem do tempo, segundo Bond (2002) a vantagem dessa abordagem contra dados em corte transversal é

óbvia, já que provê mais informações a respeito da relação dinâmica a ser investigada.

Além disso contribuimos para extensão da metodologia proposta pelo artigo base propondo outras variáveis de interesse, como por exemplo indicadores de liquidez (corrente e geral), aumentando assim a gama de indicadores de balanço empresariais e analisando também seu poder explicativo no entendimento do perfil das empresas engajadas em M&A no país.

O estudo tem como proposta aprimorar o entendimento sobre o perfil das empresas que se engajam em operações de fusão e aquisição (M&A) no mercado brasileiro, analisando diversos indicadores de desempenho empresarial obtidos de dados de balanço, verificando se existe uma relação entre o desempenho das empresas engajadas em operações de M&A quando comparadas às empresas que não participam desse tipo de operação. A ideia é traçar um panorama das empresas engajadas em operações de M&A no Brasil, particularmente observando como essas empresas são diferentes de empresas que não participam nesse tipo de operação e, também, como empresas envolvidas em operações como compradoras são diferentes de empresas envolvidas como alvo.

Para isso foram utilizados os dados mais recentes disponíveis sobre M&A no país, com uma grande janela de tempo (1995-2016), e analisamos um extensivo conjunto de indicadores de desempenho das empresas, como tamanho, endividamento, investimento, lucratividade e liquidez. Por fim, também incluímos na análise a distinção entre operações de M&A domésticas e *cross-border*, sendo essa última uma operação realizada entre duas empresas que estão localizadas em países distintos.

O estudo apresenta um conjunto de observações empíricas sobre empresas compradoras, empresas alvo e empresas não participantes em operações de M&A no mercado brasileiro e discute sobre seus diferentes perfis. Os resultados obtidos poderão melhorar a compreensão sobre a realização das atividades de M&A, sendo úteis para futuros estudos teóricos e investigações empíricas a serem conduzidos no Brasil e no restante do mundo.

Existe uma relevância intrínseca ao estudo, pois explora uma nova visão de análise a respeito das operações de M&A no Brasil, utilizando os dados empresariais de balanço como base para concluir a respeito do perfil das empresas engajadas em operações de M&A, ao passo que grande parte da literatura disponível trata do retorno observado em operações de M&A, como podemos citar: Andrade *et al.* (2001), Bruner (2002) e Betton *et al.* (2008), que focam em explicar como o preço das ações se comportam mediante informações divulgadas sobre operações de M&A e se essas divulgações se reverteram em lucros anormais.

As principais conclusões mostram que as empresas que são compradoras em operações de M&A possuem indicadores de desempenho melhores do que empresas alvo, e que também possuem indicadores de desempenho financeiro melhores do que empresas que não participam de operações de M&A, porém empresas que são alvo em operações de M&A não possuem, segundo os modelos, indicadores melhores que empresas não participantes.

Observando o resultado do primeiro modelo proposto pelo estudo, observamos que as empresas alvo possuem indicadores de desempenho mais baixos do que empresas que não participaram de operações de M&A em quatro das cinco categorias de indicadores de desempenho. Já as empresas que são compradoras, possuem indicadores maiores que empresas não participantes em duas categorias. Quando verificamos os resultados do segundo modelo proposto no estudo, se observa que as empresas compradoras em operações de M&A possuem indicadores de desempenho melhores que as não participantes em três das categorias de variáveis indicadoras de desempenho.

Os resultados obtidos corroboram em parte a literatura sobre o tema, onde existe o senso de que empresas compradoras possuem, geralmente, melhores indicadores financeiros que as empresas alvo no momento de uma operação de M&A. Porém, esperava-se que as empresas alvo escolhidas para operações desse tipo, fossem também detentoras de melhores indicadores de desempenho quando se comparado a não participantes do mercado, e essa expectativa não se confirmou, dado conjunto de variáveis analisadas pelo estudo, para os casos brasileiros no período proposto.

Observamos segundo os dois modelos propostos, que as empresas compradoras em operações de M&A possuem um maior tamanho, endividamento e investimento do que as empresas que não participam desse tipo de operação, ao passo que as empresas que são alvo em operações de M&A apresentam uma menor lucratividade do que empresas não participantes.

A continuação desse trabalho é composta de quatro seções. Na sequência da introdução, o próximo capítulo trará uma revisão sobre estudos acerca da avaliação do impacto das operações de M&A em mercados globais e também no brasileiro. A terceira seção descreve a implementação da metodologia proposta por Liu e Qiu (2013) para avaliar o desempenho das empresas engajadas em operações de M&A através de indicadores financeiros, com a adaptação para uso dos dados de balanço em painel através da proposta de dois modelos distintos. A quarta apresenta os resultados obtidos pelo estudo, através das particularidades de cada modelo e as correspondentes avaliações observadas durante o trabalho e, por fim, as conclusões do estudo.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Nos tempos de hoje, podemos considerar comuns as operações de fusões e aquisições (M&A). Considerando apenas a última década, presenciamos transações bilionárias de fusões e aquisições de empresas sendo realizadas no mundo todo, como por exemplo, a compra da Monsanto pela Bayer no ano de 2016, numa operação envolvendo 65 bilhões de dólares ou a compra da DuPont pela Dow Chemical que ocorreu em 2015, em um valor de 130 bilhões de dólares. Segundo apontado no estudo de Bradley e Sundaram (2006), durante o período de 1980 até 2000 houve aproximadamente 70,000 operações de M&A no mundo todo, totalizando um montante de 9 trilhões de dólares movimentados nessas transações.

Quando buscamos referências nas literaturas disponíveis observamos que esse tipo de operação não é uma novidade nem ao menos do século passado, existem registros desse tipo de transação que datam do século XVIII (NIRULA, 2015), quando no ano de 1708 a Companhia das Índias Orientais se fundiu à Companhia Inglesa de Comércio das Índias Orientais recuperando o monopólio sobre o comércio dessa região primordial aos interesses britânicos da época. Porque então desde séculos atrás, as empresas consideram e se interessam por operações de M&A?

Segundo o estudo de Andrade e Stafford (2004), as operações de fusão são um paralelo ao investimento interno das empresas, dado que ambos são maneiras de adicionar ativos à operação da companhia e melhorar a capacidade produtiva. Por isso, a decisão entre se optar por uma operação de M&A ou por investimento interno decorre de comparar os benefícios futuros dentre essas opções.

Com relação aos estudos sobre as motivações empresariais na realização de uma operação de M&A, Seth *et al.* (2000) enumeram que o primeiro motivo para a realização desse tipo de operação é obter sinergia na integração de duas ou mais unidades de negócio, aumentando sua vantagem competitiva sobre os concorrentes. Os outros dois motivos que guiam os executivos a essa decisão são: interesse próprio gerencial (ou materialismo) e a arrogância por parte dos gestores.

Embora os gestores, pesquisadores e investidores em geral tenham dados alarmantes sobre a taxa de fracasso das operações de M&A, como no estudo de Cartwright e Schoenberg (2006), onde se observa que menos da metade dos M&A's são vistos como bem sucedidos, dados os objetivos iniciais propostos, temos que a motivação válida para esse tipo de operação deve estar seguindo a estratégia de criação de valor através de sinergia, muito além das outras motivações enumeradas (materialismo e arrogância), dado que esse caminho procura aumento de valor para acionistas e melhora da capacidade produtiva das firmas engajadas.

Desta forma, nos deparamos com a seguinte questão: qual a definição de sinergia? Segundo Goold e Campbell (1998), sinergia se refere à possibilidade de duas ou mais unidades ou firmas de gerar um maior valor quando trabalhando juntas, se comparado ao valor gerado trabalhando separadamente. Embora muito similares, os mesmos citam seis formas de sinergia: *know-how* compartilhado, recursos tangíveis compartilhados, poder de negociação conjunto, estratégias de coordenação, integração vertical e criação de negócios combinados.

Tendo em vista que os objetivos quando da realização de uma operação de M&A estão alinhados com a estratégia de crescimento das empresas envolvidas, ainda assim é difícil definir se a operação em si foi bem sucedida ou não, isso devido ao fato de que esse aumento de desempenho buscado através da criação de sinergias possui diversas formas de ser interpretado e mensurado.

Embora exista uma visão popular de que as operações de M&A são altamente não lucrativas, como levantado por Bruner (2002), o trabalho realizado pelo autor, analisando evidências de 130 estudos durante o período de 1971 até 2011, mostrou que os acionistas das empresas que são adquiridas obtêm retornos de mercado consideravelmente positivos, e que os acionistas das empresas compradoras, na média, obtêm retorno zero, enquanto os acionistas das empresas combinadas (pós-operação) obtêm retornos ajustados positivos.

O estudo promovido por Healy *et al.* (1992) analisou as maiores operações de M&A concluídas entre empresas públicas dos Estados Unidos, ao final dos anos de 1970 e começo dos anos de 1980, e obteve resultados que indicam que existe uma melhora significativa quando se compara essas empresas a seus pares nos mesmos setores da indústria. Os indicadores mostraram que nessas empresas houve uma

manutenção dos investimentos de longo prazo, acompanhados de um significativo aumento dos fluxos de caixa operacionais.

Factualmente, a dificuldade de se concluir algo relevante a respeito da melhora de desempenho após uma operação de M&A vem principalmente da confiança depositada nos métodos e medidas de análise. As quatro principais abordagens de avaliação da rentabilidade de uma operação de M&A são (BRUNER, 2002):

- Estudo de evento: esse tipo de abordagem foca no retorno anormal para os acionistas no período que antecede o anúncio da operação. Geralmente a definição do retorno anormal é simplesmente o retorno do dia analisado menos um benchmark (geralmente dado pelo CAPM) do mínimo retorno exigido pelos investidores.
- Estudos contábeis: abordagem que examina os balanços reportados das compradoras antes e depois das operações de M&A, a fim de analisar seu desempenho financeiro. O foco aqui é comparar empresas engajadas com empresas não engajadas, dado segmento e tamanho, e comparar se as empresas engajadas em operações de M&A possuem melhor performance que seus pares.
- Pesquisas com executivos: simplesmente tentar auferir se uma operação de M&A criou valor, através de questionários padrões submetidos a executivos envolvidos, agregando os resultados para obter generalizações da amostra.
- Estudos de caso: nessa abordagem a ideia é focar em grande profundidade em uma transação ou um conjunto muito pequeno de transações, obtendo informações relevantes de executivos e outros observadores chaves numa pesquisa indutiva.

A grande maioria dos estudos foca em analisar as operações de M&A com foco na variação nos preços das ações das empresas envolvidas (estudos de evento), como levantado por Betton *et al.* (2008). Por possuir uma medida direta no valor criado para os acionistas, dado que o preço da ação é definido pelo valor presente dos fluxos de caixa futuro da empresa, esses estudos possuem uma medida direta para avaliar se a operação implicou em melhora de desempenho ou

não para as empresas participantes, apenas analisando os preços negociados em bolsa das empresas de capital aberto.

Dado que as informações de balanço foram auditadas e que os investidores tomam essas informações como medida direta do desempenho das empresas, os estudos contábeis (HEALY *et al.*, 1997 e PARINO e HARRIS, 2001) mostraram que existiu aumento significativo nas métricas de geração de fluxo de caixa nas empresas compradoras e alvo que participaram em operações de M&A.

Por se tratar de uma abordagem extensa, os estudos clínicos proveem um melhor entendimento do real valor agregado em uma operação de M&A, porém é um método não replicável a maiores populações, assim como as pesquisas com executivos, que podem fornecer um panorama mais completo do entendimento do valor criado por uma operação de M&A, porém não é extensamente replicável. Embora tais características estejam fortemente presentes, houve estudos, como Ingham *et al.* (1992) que conduziram uma pesquisa no Reino Unido com a aquisição de informações através pesquisa realizada sobre 146 CEO's de empresas que participaram em operações de M&A.

As operações de M&A representam um método popular de expansão estratégica para as empresas, e embora esse tipo de operação não seja nenhuma novidade nos dias atuais, o grande avanço tecnológico aliado ao processo de globalização acelerada fez com que as operações de M&A transfronteiriças (*cross-border*), onde as empresas envolvidas estão localizadas em países diferentes, aumentasse de popularidade na década de 1990. O estudo de Hitt *et al.* (2001) mostra que 40% das operações de M&A feitas nos anos de 1999 e 2000 envolveram empresas sediadas em dois países diferentes.

Empresas engajadas em operações de M&A *cross-border* lidam com riscos únicos, como por exemplo, a “responsabilidade do estrangeiro” (*liability of foreignness*), descrita por Zaheer (1995), e a “aculturação em duas camadas” (*double-layered acculturation*), como abordado no estudo de Barkema *et al.* (1996). Esses conceitos se referem a diferenças entre as culturas nacionais, as preferências dos consumidores, práticas de negócio e as forças institucionais, como regulação governamental que podem impedir que as empresas atinjam plenamente seus objetivos estratégicos quando do planejamento da operação de M&A.

Tendo em vista que as operações de M&A têm como pilar aproveitar a sinergia decorrente da integração de duas ou mais unidades de negócio, podemos perceber que a realização de uma operação desse tipo entre dois países diferentes adiciona complexidade a esse cenário, essa dificuldade adicional é percebida principalmente no período pós-aquisição, onde se observa que não necessariamente uma operação desse tipo acaba por criar valor.

O artigo de Datta e Puia (1995) aprofundou o tema da criação de valor do ponto de vista dos acionistas de empresas compradoras, analisando um total de 112 operações de M&A *cross-border* que aconteceram nos Estados Unidos durante o período de 1978 a 1990, e concluiu que apesar do ganho de popularidade desse tipo de operação, na média, as aquisições *cross-border* não agregam valor ao acionista, e que o papel desempenhado pela aderência de cultura (*cultural fit*) é crucial do ponto de vista dos gestores das empresas para a realização desse tipo de operação.

Seguindo essa linha, Very e Lubatkin (1996) estudaram o efeito do obstáculo que o choque de culturas possui em uma operação envolvendo empresas de países diferentes, analisando operações de M&A na Europa. Eles relacionaram esse tipo de operação com uma incidência de baixa cooperação e engajamento dos colaboradores de empresas adquiridas e também a um aumento na rotatividade entre os executivos das empresas envolvidas. Estando relacionado com o estudo de Chatterjee *et al.* (1992) que observou que essas operações possuem pouca chance de sucesso financeiro.

Embora todas as dificuldades adicionais de se envolver em uma operação de caráter internacional, as operações de M&A *cross-border* ainda podem ser vistas como bons meios de se atingir novos e lucrativos mercados, além de poder ser um ponto de expansão dos mercados dos produtos atuais de uma empresa. Martin *et al.* (1998) encontraram que os fornecedores frequentemente seguem a expansão internacional de seus clientes, já que essas empresas veem nesse movimento um passo estratégico para que seu cliente não inaugure um novo relacionamento com um fornecedor estrangeiro alternativo, o que poderia, futuramente, ameaçar seu mercado.

Dada a literatura disponível sobre transações de M&A *cross-border*, podemos notar que a atenção dos agentes migrou gradualmente dos antecessores da

operação para a direção das implicações pós-fusão, sendo esses aspectos cruciais para a compreensão das operações de M&A (HASPELAGH e JEMISON, 1991). Porém, ainda não sendo exaustivamente analisados, especialmente em um contexto mais internacionalizado. Os *frameworks* disponíveis para implementação desse tipo de operação são limitados, e essa linha de estudo ainda requer foco adicional por parte de pesquisadores e teóricos.

Seguindo a linha da realização de os estudos contábeis e também incluindo análises que envolveram dados de diversas operações de M&A *cross-border*, Liu e Qiu (2013) estabeleceram fatos empíricos sobre uma variedade de indicadores de desempenho empresariais, utilizando-se dos mesmos para traçar o perfil das empresas engajadas em operações de M&A como compradoras, como alvo e também sobre empresas que não participaram desse tipo de operação. Eles observaram que tanto no período pré fusão quanto no período pós fusão, os indicadores das empresas compradoras eram melhores que das empresas alvo que por sua vez eram melhores que empresas não participantes.

Esse trabalho se propõe a aproveitar a metodologia desenvolvida por Liu e Qiu (2103), estendendo seu método para uso de dados em painel, para traçar através de análise de informações de balanço categorizadas das empresas participantes, o perfil das empresas compradoras, alvo e não participantes no mercado de M&A do Brasil observando-se variáveis de diversas categorias. Somando-se assim a literatura nacional sobre estudos contábeis de M&A, utilizando ainda dados de operações *cross-border*.

Quanto à literatura nacional a respeito de M&A, um dos estudos mais antigos realizado foi o de Triches (1996) onde o autor apresenta as tendências do mercado de fusões, aquisições e outros tipos de parcerias, como *joint venture* na década de 90. O trabalho conclui que o mercado nacional desse tipo de operação está intimamente ligado aos fluxos internacionais, principalmente dos Estados Unidos, dado que a participação do capital estrangeiro no país através de investimento direto apresentou crescimento agressivo incentivado principalmente pela regularização financeira internacional e a abertura da economia brasileira.

Visando traçar um panorama das operações de M&A no Brasil e motivados por uma escassez de estudos desse tipo em economias emergentes, o artigo de

Junior *et al.* (2004) conduziu uma pesquisa exploratória em 54 casos de operações de M&A no Brasil, a fim de identificar os objetivos e as consequências dos processos locais de M&A. Segundo o estudo, a principal razão para a busca pelas empresas de uma operação desse tipo foi a antecipação a um movimento dos principais concorrentes, em segundo lugar se enquadrando o surgimento de novos entrantes, produtos ou serviços substitutos no mercado e em terceiro a necessidade de geração de economia de escala devido à sinergia, todos esses motivos se enquadrando com razões estratégicas. Como consequências dos processos de M&A, observaram-se principalmente que a condução do processo foi o fator mais decisivo para o sucesso da operação, as empresas onde existia uma cultura de integração mais participativa tiveram resultados significativamente melhores que empresas que possuíam um perfil de cultura de integração mais coercitiva, sendo esse panorama constantemente negligenciado por parte dos executivos, embora se trate de práticas disseminadas a muitos anos em pesquisas e artigos sobre o tema.

O estudo de Camargos e Barbosa (2005) analisou o desempenho econômico-financeiro e a criação de sinergias em empresas brasileiras que realizaram operações de M&A entre o período de 1995 e 1999. A partir da comparação de índices empresariais ajustados, obtidos no triênio imediatamente anterior e no posterior à união das empresas, os autores identificaram que houve uma piora na situação financeira das empresas analisadas, dado que as empresas pesquisadas passam a ter um menor volume de recursos para cumprir com seus compromissos, e também identificaram que houve uma melhora na situação econômica, já que os processos empresariais se beneficiaram de sinergias operacionais e gerenciais. As conclusões apontam que o processo de reestruturação operacional e de pessoal e o equacionamento dos ativos pós-fusão, demanda uma quantidade maior de recursos para fazer frente ao passivo, e que a melhora nos indicadores de sinergia se devem principalmente a: dispensas de colaboradores, enxugamento de estruturas hierárquicas e eliminação de processos, atividades e rotinas redundantes.

Outro artigo de Camargos *et al.* (2008) realizou um estudo de evento para determinar se existiram retornos anormais em operações de M&A realizadas no Brasil, observando o valor das ações (ordinárias, preferenciais e ADR's) das empresas envolvidas no momento do anúncio da operação. Os autores reforçam que, em diversas janelas de negociação, há evidências empíricas da prática de

insider trading, dado os retornos acionários de interesse, a quantidade e negociações e em outras variáveis analisadas (QNegs, QTits, Vol e *spreads*), o que sinaliza que ocorreu um aumento da liquidez dos títulos do estudo antes do anúncio oficial das operações ao mercado. O comportamento anormal é acentuado nos dez dias que antecederam às operações e reforçam as suspeitas, que caíram em investigação pelas autoridades brasileiras, de práticas anti-mercado em algumas das operações realizadas no período analisado pelo estudo.

Na mesma linha de pesquisa, outro estudo de evento realizado por Oliveira Neto *et al.* (2007) analisou 147 anúncios de M&A de empresas, que possuem ações negociadas na Bovespa, de diversos setores publicados no período entre 1996 e 2006, observando o impacto dos anúncios nos preços das ações participantes. Os resultados obtidos sugerem que o mercado brasileiro de capitais reage positivamente a anúncios de formação de alianças e de maneira consistente com as suposições de eficiência de mercado na forma semiforte, apresentando significância estatística para a janela de evento de dois dias, sugerida pelos autores. A amostra total de eventos apresentou retornos anormais positivos e significativamente diferentes de zero e também demonstrou que o mercado brasileiro reage rapidamente aos anúncios desse tipo de operação.

Bortoluzzo *et al.* (2013) investigou se houve aumento de desempenho financeiro nas empresas brasileiras de capital aberto, dos segmentos de indústria e comércio, que realizaram aquisições transfronteiriças (*cross-border*) na janela de 1994 a 2008. Foram observadas, segundo critério, 67 negociações e utilizando um modelo de dados em painel, a partir da análise dos valores de ROA (*return on assets*) e ROIC (*return on invested capital*) entre o ano imediatamente anterior à operação e os dois anos imediatamente posteriores à operação, concluíram que as empresas brasileiras que realizaram operações de M&A *cross-border* no período apresentaram um valor médio superior em ambos os indicadores de desempenho, quando se comparadas às que não se engajaram nesse tipo de operação. Por outro lado, apresentaram também um desvio padrão superior, o que indica a alta variabilidade de desempenho que é preconizada na literatura entre as empresas que se engajam nesse tipo de operação.

Quando procuramos na literatura estudos que observaram características presentes em empresas que participaram de operações de M&A, um dos primeiros encontrados é o estudo de Harris e Robinson (2002), onde os autores comparam o desempenho de plantas fabris que foram adquiridas por investidores estrangeiros durante o período de 1987 a 1992 no Reino Unido. Dentre as conclusões, eles observaram que os investidores estrangeiros interessavam-se pelas melhores plantas fabris, dadas medidas de desempenho e isso, por consequência, é uma observação de que as empresas alvo possuem um melhor desempenho que as não participantes.

Bradley e Sundaram (2006), realizando uma análise com indicadores de retorno portfolios de empresas compradoras observa que esse tipo de firma supera significativamente os *benchmarks* de mercado que os mesmos trabalharam, e também que as empresas que frequentemente são compradoras em operações de M&A superam as empresas que não são frequentemente compradoras nesse tipo de operação. Embora, assim como na maioria da literatura, os autores avaliaram métricas de retorno de ações para suas conclusões, o estudo mostra que as empresas compradoras possuem desempenho melhor quando comparado às empresas que não participam de operações desse tipo, representadas nesse caso por *benchmarks* de mercado.

No cenário da reestruturação industrial após o tratado de livre comércio, assinado em 1989, entre os Estados Unidos e o Canadá, Breinlich (2008) observa que essa nova regulamentação é responsável por uma onda de operações de M&A nos países, tanto domésticas quanto cross-border. E além disso, o autor é capaz de prover evidências de que os recursos foram transferidos de empresas de melhor produtividade, dada por fatores específicos de desempenho, para empresas de pior produtividade, sendo isso um indicativo que o desempenho das empresas compradoras supera o desempenho das empresas alvo nesse caso.

No presente trabalho, a proposta é utilizar a abordagem de análise de perfis por indicadores de desempenho financeiros proposta por Liu e Qiu (2013), porém utilizando os dados de balanço das empresas em painel. Essa metodologia aplicada estabelece um novo panorama ao estudo de perfis de empresas engajadas em operações de M&A, visto que não foi desenvolvida nos artigos ora citados. Dada a

escassez desse tipo de estudo, principalmente no Brasil, pretende-se estender o conhecimento sobre empresas compradoras, empresas alvo e empresas não participantes em operações de M&A, melhorando a compreensão sobre esse tipo de operação e sendo útil para futuros trabalhos e investigações empíricas a serem realizadas.

3. METODOLOGIA

3.1. Bases de Dados

O estudo é baseado na mais completa base de M&A disponibilizada pela S&P Global Market Intelligence (Capital IQ), que contempla informações sobre as operações (ambas públicas ou privadas) de M&A que ocorreram em diversos países do mundo. Para cada operação existe a informação da data da operação, o valor envolvido (se disponível), número de ações envolvidas no negócio, as firmas envolvidas (compradoras e alvo), nacionalidade das firmas, nacionalidade das matrizes (no caso de filiais), assim como diversos outros dados relevantes nesse tipo de operação. O período escolhido foi de 1995 até o ano imediatamente anterior à realização do estudo, ou seja, 2016. O ano de 1995 foi escolhido, pois é o primeiro ano após a consolidação do plano Real no Brasil, permitindo que comparemos informações de balanço das empresas analisadas entre os diferentes anos em um mesmo plano monetário. A partir da base completa da Capital IQ selecionamos as operações onde pelo menos uma das empresas envolvidas (compradoras e alvos) estava localizada no Brasil, durante o período escolhido.

Como o objetivo do estudo é analisar o perfil das empresas engajadas em operações de M&A no período descrito, tivemos que obter informações de balanço patrimonial das mesmas com o maior número de indicadores financeiros possíveis. Esse fato também é primordial, pois acaba por limitar o escopo do estudo ao grupo de empresas listadas em bolsa, mais precisamente na bolsa de valores do Brasil (BOVESPA), dado que essas empresas possuem seus balanços auditados publicados periodicamente e disponíveis para consulta pelos agentes do mercado.

Para obtenção das informações de balanço das empresas, utilizamos extrações padrões do banco de dados da Economática com periodicidade semestral (dois balanços por ano) e obtivemos os seguintes indicadores financeiros de interesse, que dividimos em cinco categorias:

1. *Tamanho*: ativo total, patrimônio líquido total e capital de giro;
2. *Endividamento*: dívida de curto prazo e dívida de longo prazo;
3. *Investimento*: gasto total em CAPEX e depreciação e amortização;
4. *Lucratividade*: EBITDA;

5. *Liquidez*: liquidez geral e liquidez corrente;

A fim de relativizar as variáveis das categorias de endividamento, investimento e lucratividade, dividimos todos os valores dessas categorias pelo ativo total da empresa em cada balanço extraído, assim podemos comparar variáveis levando em conta os diferentes portes dos participantes.

Para cruzar as informações de desempenho dos indicadores empresariais com as operações de M&A realizadas no período construímos uma nova base de dados, combinando-se as duas fontes acima mencionadas. Utilizando-se do código da empresa na BOVESPA (*ticker*) como chave, buscamos as empresas que constavam, na base da Capital IQ, em alguma operação de M&A como compradoras ou como alvo para cada uma das linhas de balanço da base da Economática. Obtivemos assim uma base cruzada onde observamos os balanços das empresas e temos a informação de que se na data de divulgação do balanço em questão, a empresa tinha sido compradora ou alvo em uma operação de M&A. Repetimos o mesmo processo para operações de M&A *cross-border*, com pelo menos um país participante diferente de Brasil, e assim obtivemos a base final do estudo.

Podemos observar que dada a característica do cruzamento das informações, existem balanços que estarão enquadrados como compradores e também como alvo, podendo ser relativo a uma operação doméstica ou uma operação *cross-border*. Nessa nova base de dados estão presentes todas as informações de balanço, com os indicadores por categoria já citados, das firmas listadas na BOVESPA que se engajaram em operações de M&A no período de 1995 até 2016. Toda análise proposta nesse estudo concentra-se nessa nova base criada a partir do cruzamento das informações.

Partindo da base de dados relativa ao cruzamento entre informações das operações de M&A realizadas no Brasil, no período de 1995 até 2016, e as informações semestrais de balanço das empresas listadas em bolsa primeiramente ajustamos os dados financeiros das empresas a fim de tornar essas medidas comparáveis ao longo do tempo, por isso cada valor financeiro de balanço presente no tempo t foi ajustado de acordo com a série histórica do número-índice do IPCA.

Na base de dados do estudo observamos 15.216 registros de balanços de empresas abertas, nos quais 79,65% (12.120 em números) são registros de empresas que nunca se engajaram em operações de M&A durante o período de 1995 até 2016, o restante dos 20,35% (3.096 em números) são de participantes em operações de M&A. Dos registros das empresas participantes, 38,82% (1.202 em números) são relativos a operações *cross-border* e o restante dos 61,17% (1.894 em números) são relativos a operações de M&A domésticas. Esses resultados estão sumarizados, para melhor visualização, na Tabela 1.

Tabela 1: Resumo das operações de M&A no Brasil

	Nº TOTAL	PORCENTAGEM
NÃO PARTICIPANTES	12.120	79,65%
PARTICIPANTES	3.096	20,35%
TOTAL	15.216	100%
M&A DOMÉSTICO	1.894	61,18%
M&A CROSS-BORDER	1.202	38,82%
TOTAL	3.096	100%

3.2. Descrição das Variáveis

Primeiramente, para possibilitar a comparação entre as empresas que se engajaram em operações de M&A no período analisado, nos interessamos particularmente nas cinco categorias de indicadores financeiros propostas: tamanho (1), endividamento (2), investimento (3), lucratividade (4) e liquidez (5), e para cada uma dessas categorias descritas obtivemos diversas variáveis de balanço das empresas listadas em bolsa.

Na categoria de tamanho (1), extraímos as informações do ativo total da empresa declarado no balanço, em milhares de reais, o total do patrimônio líquido (*equity*) declarado no balanço, em milhares de reais e o total de capital de giro declarado no balanço em milhares de reais. Para a categoria de endividamento (2), obtivemos os dados relativos ao total de dívida no curto prazo (prazo menor que um ano), em milhares de reais e o total de dívida no longo prazo (prazo maior que um ano), em milhares de reais. Na categoria de investimento (3), os dados obtidos foram o gasto total em CAPEX nos últimos 12 meses, em milhares de reais e o total acumulado de depreciação e amortização nos últimos 12 meses, em milhares de

reais. Para a categoria de lucratividade (4) levamos em conta o valor do lucro via EBITDA nos últimos 12 meses, em milhares de reais. E por fim, na categoria de liquidez (5), obtivemos os dados do identificador de liquidez geral (ativo circulante e não circulante sobre o passivo circulante e não circulante) e também o identificador de liquidez corrente (ativo circulante sobre passivo circulante).

Com o objetivo de classificar as empresas de nossa base de estudo em empresas que se engajaram como compradoras em operações de M&A (*acquirers*), se engajaram como alvos em operações de M&A (*targets*) e empresas que não participaram de operações de M&A no período (não participantes), criamos variáveis *dummies* que pudessem representar esse estudo. Observando a data em que ocorreram as operações de M&A e através do *ticker* do papel da empresa em questão, cruzamos essas as informações obtendo a variável *dummy* (*ACQ*) que indica que a empresa é uma compradora em operações de M&A na data do balanço em questão e a variável (*TAR*) que indica que a empresa é uma empresa alvo em operações de M&A na data do balanço observado.

Seguindo lógica similar, criamos também a variável *dummy* (*CB*) que indica que se para aquela observação de balanço de uma empresa que está engajada em operação de M&A, a operação em questão envolvia algum país que não o Brasil, caracterizando uma operação *cross-border*, que também é interesse do trabalho.

Além disso, utilizamos as informações obtidas da base do sistema Económica para classificar as empresas quanto aos setores industriais às quais pertenciam. Para tal, criamos variáveis *dummy* representativas de cada setor: indústria, comércio, serviços e outros. Essa abordagem é útil quando da utilização dessas variáveis *dummies* como controle na formulação dos modelos econométricos, já que podem indicar efeitos que estão presentes devido a alguma característica setorial nas análises.

3.3. Modelos Econométricos

Considerando que os balanços empresariais obtidos são semestrais, pudemos organizar os dados dos balanços empresariais em painel com janela de 6 meses, isso foi feito adicionando uma coluna que representa o ano e o semestre do

respectivo balanço empresarial na base do estudo, essa informação já estava disponível a partir da extração dos balanços na base do sistema Económica.

Realizamos para cada variável o teste de raiz unitária Augmented Dickey-Fuller (ADF), tendo evidências para rejeitar a hipótese nula em todos eles, de onde podemos observar que as séries que trabalhamos são estacionárias. Da literatura de Lemmon *et al.* (2008), que analisou dados de balanço de empresas no estudo da estrutura de capital das firmas, é conhecida a importância de se incluir efeitos de defasagem das variáveis explicativas na especificação empírica de modelos que utilizem painéis formado pela sequência de cortes transversais de balanços, para representar a persistência das medidas.

A fim de obter uma comparação válida dos indicadores financeiros de desempenho, propusemos as seguintes regressões (Modelo 1), com variáveis de controle por setor da indústria, utilizando-se da distribuição dos dados em painel, assim observando os resultados de interesse com a consideração do elemento da passagem do tempo. Para cada uma das variáveis (X_{it}) representando as medidas de desempenho no tempo t rodamos o seguinte modelo:

$$\ln(X_{it}) = \beta_0 + \beta_1 * ACQ_{it} + \beta_2 * TAR_{it} + \beta_3 * ACQ_{it} * CB_{it} + \beta_4 * TAR_{it} * CB_{it} + \beta_5 * \ln(X_{it-1}) + IND_{it} + a_i + b_t + \varepsilon_{it}$$

em que:

TAR_{it} é a variável *dummy* que indica se a empresa é um alvo em operações de M&A no tempo t ;

ACQ_{it} é a variável *dummy* que indica se a empresa é uma compradora em operações de M&A no tempo t ;

CB_{it} é a variável *dummy* que indica se a empresa se engajou em operações de M&A *cross-border* no tempo t ;

$\ln(X_{it-1})$ é a variável dependente $\ln(X_{it})$ defasada de um período;

IND_{it} é a variável *dummy* indicadora do setor da indústria da firma em questão no tempo t ;

a_i é o efeito não observável de empresa;

b_t é o efeito não observável de tempo;

ε_{it} é erro idiossincrático;

Nessa primeira abordagem utilizamos o modelo de Arellano-Bond de painéis dinâmicos como estimadores para cada uma das variáveis de desempenho do escopo do estudo, os resultados das regressões são apresentados na Tabela 4 da seção de resultados.

Adicionalmente propusemos as seguintes regressões (Modelo 2), também contendo variáveis de controle por setor da indústria, porém dessa vez utilizando-se o método dos mínimos quadrados em dois estágios (2SLS), incluindo variáveis instrumentais defasadas no modelo. Para cada regressão foi realizado um teste de Hausman para decisão entre aplicação dos efeitos fixos e aleatórios, tendo evidências para rejeição da hipótese nula de que os modelos de efeitos fixos não eram adequados em todos os casos, devido a isso utilizamos efeitos fixos em todas as regressões.

Os resultados das regressões via método dos mínimos quadrados em dois estágios estão apresentados na Tabela 5 na seção de resultados.

4. RESULTADOS

4.1. Overview das Operações de M&A no Brasil

Com as informações disponíveis, extraídas da Capital IQ, pudemos construir a Tabela A1 (*vide* Anexo I) e a Figura 1 contendo a contagem de ocorrências das operações de M&A no Brasil, assim como o valor das transações em milhões de dólares (\$USDmm) quando disponíveis. De posse dessas informações é possível traçar um melhor panorama da evolução do cenário das operações de M&A no país.

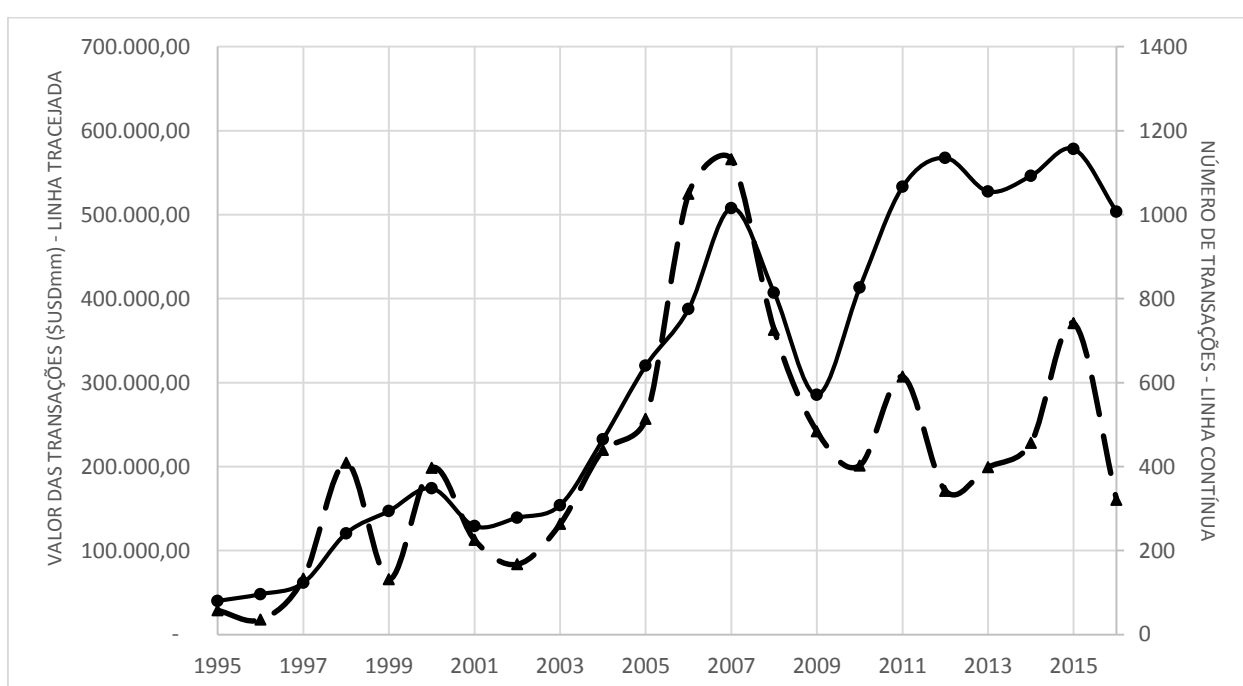


Figura 1: Evolução dos M&A's no Brasil de 1995 a 2016

Podemos observar que na evolução dos M&A's no Brasil, ocorre um primeiro crescimento em número e em valores das transações durante o período de 2003 até o ano de 2007. Após isso, motivado principalmente pela crise financeira de 2008, ambos os indicadores diminuem substancialmente até o ano de 2010, onde posteriormente o número de transações aumenta, porém o valor acumulado das mesmas não retorna ao seu antigo patamar pós crise. É de se esperar que após um período de crise algumas empresas tenham que encerrar suas atividades, fazendo com que aumente sua chance de ser adquirida por um interessado, podendo ser uma explicação possível para esse cenário observado em nosso estudo.

Levando em consideração que temos a limitação de possuir acesso às informações temporais de balanço apenas para as empresas listadas em bolsa, no caso a BOVESPA, os casos observáveis se resumem as operações de M&A onde pelo menos uma das empresas participantes é listada. Da base do estudo observamos que existem 1,205 empresas listadas como compradoras (ACQUIRERS) e 414 empresas listadas como alvo (TARGETS), fazendo uma quebra dessas operações por ano temos o seguinte cenário representado na Tabela 2:

Tabela 2: Operações de M&A por ano entre compradoras e alvos

ANO	ACQUIRERS	TARGETS	TOTAL	%
1995	5	1	6	0,37%
1996	2	2	4	0,25%
1997	2	1	3	0,19%
1998	7	4	11	0,68%
1999	4	6	10	0,62%
2000	6	6	12	0,74%
2001	14	6	20	1,24%
2002	18	2	20	1,24%
2003	18	3	21	1,30%
2004	32	6	38	2,35%
2005	40	6	46	2,84%
2006	72	12	84	5,19%
2007	153	20	173	10,69%
2008	117	14	131	8,09%
2009	77	19	96	5,93%
2010	109	21	130	8,03%
2011	132	34	166	10,25%
2012	133	70	203	12,54%
2013	95	35	130	8,03%
2014	56	40	96	5,93%
2015	58	65	123	7,60%
2016	55	41	96	5,93%

Podemos observar que existiram dois picos no número de operações de M&A de empresas listadas, ocorrendo em 2007 e entre os anos de 2011 e 2012, o que é condizente com o que observamos no gráfico geral de M&A no país (Figura 1). Após um crescimento expressivo entre 2001 e 2007, nos últimos anos o número de operações se manteve entre 6% e 8% do volume total no período do estudo.

4.2. Análise das variáveis

A Tabela 3 contém as médias e desvios-padrões de cada variável das categorias de indicadores financeiros, para fins de comparação:

Tabela 3: Descritiva das variáveis separadas por compradoras, alvos e não participantes

CATEGORIA	VARIÁVEL	MÉDIAS E DESVIOS-PADRÕES		
		ACQUIRERS	TARGETS	NÃO PARTICIPANTES
1	ATIVO TOTAL	2.553.184 (8.784.836)	2.339.038 (8.769.562)	1.163.231 (4.271.768)
1	PATRIMONIO LIQUIDO	1.004.652 (3.977.884)	931.692 (4.003.416)	476.803 (2.244.532)
1	CAPITAL DE GIRO	299.767 (776.046)	242.574 (720.192)	98.854 (338.564)
2	DIVIDA CURTO PRAZO	181.712 (445.612)	167.690 (449.340)	70.939 (228.559)
2	DIVIDA LONGO PRAZO	672.364 (2.765.380)	629.097 (2.952.169)	171.604 (684.741)
3	CAPEX	219.609 (1.093.375)	194.708 (1.076.944)	48.055 (290.348)
3	DEPRECIACAO AMORTIZACAO	93.397 (355.194)	89.708 (361.288)	24.456 (123.870)
4	EBITDA	282.128 (1.097.766)	238.761 (883.454)	71.813 (380.019)
5	LIQ GER	1,1069 (1,0113)	1,0458 (0,9562)	31,5724 (1.753,4988)
5	LIQ COR	2,0615 (3,8747)	1,6909 (1,4756)	27,5915 (1.571,0952)

Nota: desvios-padrões são mostrados entre parênteses.

Podemos observar que a média das variáveis de interesse nas categorias tamanho, endividamento, investimento e lucratividade são maiores entre as firmas compradoras (*acquirers*) quando comparado a firmas alvo (*targets*), que por sua vez apresentam médias maiores que as firmas não participantes. Por fim na categoria liquidez, as empresas não participantes possuem médias maiores que as participantes em todos os indicadores analisados.

Essa simples análise entre as médias das variáveis por grupo não é suficiente para levantarmos conclusões a respeito da influência da classificação entre esses grupos na avaliação do desempenho das firmas engajadas em operações de M&A no Brasil observando os indicadores financeiros de balanço escolhidos, isso se deve

simplesmente ao fato de que firmas de diferentes setores e de diferentes tipos podem ter fatores distintos que contribuam para o desempenho de seus indicadores financeiros.

4.3. Resultados das regressões dos modelos

Podemos observar, na Tabela 4, que os resultados das regressões do Modelo 1 proposto não corroboram a análise feita previamente a partir das médias das variáveis, onde em 4 das 5 categorias de variáveis de indicadores de desempenho observa-se que as médias das empresas compradoras são maiores que as empresas alvo, que por sua vez são maiores que as empresas que não participaram de operações de M&A. Observamos primeiramente que diversas variáveis explicativas não foram consideradas estatisticamente relevantes na explicação das variáveis de interesse, diferentemente da abordagem proposta por Liu e Qiu (2013). Esse fato provavelmente decorre da não utilização dos modelos de dados em painel pelos autores citados, desconsiderando o fator tempo e a heterogeneidade das empresas nos resultados.

No caso da categoria dos indicadores de tamanho (1), as empresas compradoras, devido ao coeficiente positivo, possuem um ativo total maior do que as empresas não participantes, podemos observar também que empresas que se engajaram em operações *cross-border* como compradoras possuem um ativo total menor que as empresas não participantes, segundo o modelo. Ainda nessa categoria, podemos observar que empresas compradoras em operações de M&A possuem indicadores de patrimônio líquido e de capital de giro maior do que as empresas não participantes, assim como empresas que foram alvo em operações de M&A *cross-border* apresentam um indicador de capital de giro menor do que quando comparado a empresas não participantes.

Na categoria de variáveis de endividamento (2), observa-se que as empresas compradoras em operações de M&A possuem maiores indicadores de endividamento do que não participantes, assim como empresas alvo que apresentam um indicador de endividamento de curto prazo maior do que as empresas não participantes. Na categoria de investimento (3), observamos que as empresas compradoras apresentam um maior nível em depreciação e amortização,

quando se comparadas a não participantes, e que as empresas alvo em operações de M&A doméstico apresentam indicadores menores do que empresas não participantes quando observamos os gastos em CAPEX.

Por fim, na categoria de lucratividade (4), observamos que as empresas alvo em operações de M&A apresentam um menor nível quando se comparado a empresas que não participaram em operações de M&A, e na última categoria (5) de dados de liquidez observamos que as empresas compradoras em operações de M&A apresentam um nível de liquidez corrente menor do que as empresas não participantes.

Analisando de maneira geral os resultados do nosso primeiro modelo, podemos observar que as empresas compradoras em operações de M&A possuem um maior tamanho, um maior nível de endividamento e um maior gasto em investimento comparando-se a empresas que não se engajaram em operações de M&A no período analisado. Ao passo que as empresas que são alvo em operações de M&A apresentam uma menor lucratividade quando comparadas a empresas que não se envolveram nesse tipo de operação.

Observando os resultados das regressões apresentados na Tabela 5, referente ao Modelo 2 proposto na abordagem do trabalho, podemos afirmar que menos variáveis explicativas propostas são estatisticamente significativas. Quando focamos no grupo de variáveis de tamanho (1), podemos apenas observar que as empresas compradoras em operações de M&A, dado coeficiente positivo, possuem um maior nível de ativo total, patrimônio líquido e capital de giro quando se comparada com empresas que não participaram de operações no período analisado, ao passo que empresas alvo apresentam um maior nível de capital de giro quando se comparado a não participantes.

Quando se observa os valores dos indicadores de endividamento (2), conforme avaliação dos coeficientes da regressão vemos que as empresas compradoras apresentam maiores níveis de endividamento, tanto de curto quanto de longo prazo, quando se comparado com as empresas que não participaram de operações de M&A. Na categoria das variáveis de investimento (3), podemos verificar que as empresas compradoras apresentam uma maior depreciação e amortização quando se comparado as empresas que não participaram de operações

e as empresas alvo, apresentam um menor nível de gasto em CAPEX do que quando comparadas com não participantes.

Por fim, analisando a categoria de lucratividade (4) observamos que as empresas alvo em operações de M&A possuem uma menor lucratividade quando se comparada a empresas não participantes nesse tipo de operação, e nada nos foi possível concluir, dada as variáveis explicativas propostas, a respeito dos indicadores de liquidez que foram agrupados na categoria (5).

Similar aos resultados do nosso primeiro modelo, podemos observar, dos resultados do segundo modelo proposto, que as empresas compradoras em operações de M&A possuem um maior tamanho, um maior nível de endividamento e um maior gasto em investimento comparando-se a empresas que não se engajaram em operações de M&A no período analisado. Ao passo que as empresas que são alvo em operações de M&A apresentam uma menor lucratividade quando comparadas a empresas que não se envolveram nesse tipo de operação.

Dado a semelhança entre os resultados dos dois modelos, segundo nossa metodologia proposta, podemos afirmar que o perfil das empresas compradoras em operações de M&A no Brasil são compostas de empresas com tamanho, endividamento e investimento maior que a média das empresas não envolvidas ao passo que empresas alvo nesse tipo de operação são compostas por empresas que apresentam uma lucratividade menor que empresas não envolvidas.

Os resultados que obtivemos nessas duas abordagens propostas, corroboram parte da literatura revisada que forma o senso de que, em uma operação de fusão e aquisição, as empresas compradoras possuem, geralmente, melhor indicadores financeiros do que as empresas alvo. Porém, dados artigos similares que foram revisados, esperaríamos que as empresas alvo também possuíssem indicadores financeiros superiores quando se comparados à empresas que não participaram de operações de M&A no período estudado e a partir dos resultados apresentados, verificamos que essa expectativa não se confirmou, no conjunto de variáveis analisadas, para o caso brasileiro proposto pelo trabalho.

Tabela 4: Resultado das regressões para o Modelo 1

VARIÁVEIS DEPENDENTES	VARIÁVEIS INDEPENDENTES						Obs,
	ACQ	TAR	ACQ*CB	TAR*CB	$\ln(X_{it-1})$		
ATIVO TOTAL	0,4601*** (0,0578)	-0,0804 (0,06147)	-0,2093* (0,11287)	0,1496 (0,11765)	0,4544*** (0,01589)	13.717	
PATRIMONIO LIQUIDO	0,2357*** (0,06408)	-0,0335 (0,06948)	-0,0674 (0,12481)	-0,0639 (0,13134)	0,5964*** (0,01928)	13.717	
CAPITAL DE GIRO	0,4562*** (0,0977)	0,146 (0,10633)	0,1801 (0,19117)	-0,6271*** (0,198)	-0,0445*** (0,01545)	13.388	
DIVIDA CURTO PRAZO	0,4427*** (0,09497)	0,2522** (0,09974)	-0,2131 (0,18946)	0,2478 (0,20002)	0,3332*** (0,01707)	11.502	
DIVIDA LONGO PRAZO	0,3299*** (0,0878)	-0,0529 (0,09773)	0,0802 (0,17637)	-0,0063 (0,18551)	0,4324*** (0,01706)	10.329	
CAPEX	-0,0084 (0,14133)	-0,2933** (0,13518)	-0,0958 (0,25889)	-0,0657 (0,26456)	0,2057*** (0,02358)	3.729	
DEPRECIACAO AMORTIZACAO	0,2333*** (0,07011)	-0,0447 (0,06725)	-0,0888 (0,12719)	0,2123 (0,13045)	0,531*** (0,02527)	3.926	
EBITDA	0,0358 (0,11226)	-0,3233*** (0,10644)	-0,0604 (0,20511)	0,3422 (0,21078)	0,3282*** (0,02773)	4.076	
LIQ GER	-0,1011 (0,06569)	-0,0217 (0,07011)	0,0025 (0,12587)	-0,1195 (0,12587)	0,2421*** (0,00961)	13.610	
LIQ COR	-0,3399*** (0,07504)	-0,1133 (0,08021)	0,0551 (0,13943)	-0,1859 (0,14678)	0,2078*** (0,01059)	13.578	

*Nota: Erros-padrões são mostrados entre parênteses, ***, ** e * denotam p-valor < 0,01, p-valor < 0,05 e p-valor < 0,1 respectivamente,

Tabela 5: Resultado das regressões para o Modelo 2

VARIÁVEIS DEPENDENTES	VARIÁVEIS INDEPENDENTES						Obs,	R ²
	ACQ	TAR	ACQ*CB	TAR*CB	$\ln(X_{it-1})$			
ATIVO TOTAL	0,1466*** (0,02407)	0,0272 (0,02759)	-0,0304 (0,04566)	0,0557 (0,04965)	0,6918*** (0,00576)	13.717	93,07%	
PATRIMONIO LIQUIDO	0,0714*** (0,02669)	0,0198 (0,03071)	0,0158 (0,05095)	-0,0155 (0,05537)	0,7095*** (0,00576)	13.717	91,35%	
CAPITAL DE GIRO	0,2348*** (0,05024)	0,1513*** (0,05776)	0,0744 (0,09576)	0,0364 (0,10412)	0,4731*** (0,00757)	13.388	71,04%	
DIVIDA CURTO PRAZO	0,2755*** (0,04152)	0,0359 (0,04822)	-0,0863 (0,07805)	0,0297 (0,08532)	0,6064*** (0,00747)	11.502	81,63%	
DIVIDA LONGO PRAZO	0,2756*** (0,03873)	0,0957 (0,04398)	0,0518 (0,07222)	-0,0108 (0,07885)	0,6884*** (0,00729)	10.329	89,11%	
CAPEX	0,0949 (0,08821)	-0,2335*** (0,08303)	-0,2185 (0,15363)	0,0709 (0,15729)	0,3877*** (0,01566)	3.729	78,66%	
DEPRECIACAO AMORTIZACAO	0,1569*** (0,04456)	0,0084 (0,04143)	0,0111 (0,07587)	0,0315 (0,07721)	0,6453*** (0,01256)	3.926	94,93%	
EBITDA	0,112 (0,07101)	-0,1149** (0,0659)	0,0596 (0,12181)	0,0262 (0,1238)	0,4509*** (0,01472)	4.076	85,00%	
LIQ GER	-0,0359 (0,02679)	-0,0151 (0,03085)	-0,0005 (0,05127)	-0,0139 (0,05566)	0,5802*** (0,00676)	13.610	74,47%	
LIQ COR	-0,0024 (0,03133)	-0,043 (0,03609)	0,015 (0,05996)	-0,0164 (0,06509)	0,5566*** (0,00713)	13.578	66,31%	

*Nota: Erros-padrões são mostrados entre parênteses. ***, ** e * denotam p-valor < 0,01, p-valor < 0,05 e p-valor < 0,1 respectivamente.

5. CONCLUSÕES

A ocorrência da efetivação de uma operação de M&A entre duas partes depende de diversos fatores, muitos deles intimamente ligados às sinergias que podem ser obtidas e também ao aumento da capacidade produtiva das unidades pós-fusão (SETH *ET AL.*, 2000). Embora muitos artigos considerem que as operações de M&A não são bem-sucedidas dados seus objetivos iniciais (CARTWRIGHT, SCHOENBERG, 2006), existem levantamentos (BRUNER, 2002) que verificam que há retorno positivo para as empresas após as operações de M&A.

Embora a maior parte da literatura existente trate da avaliação das operações de M&A, através da observação empírica do preço das ações negociadas em bolsa de empresas que participam desse tipo de evento (BETTON *ET AL.*, 2008), alguns estudos contábeis das variáveis de dados de indicadores financeiros de balanço das empresas tentam explicar através dessas informações, qual perfil de firmas se engajam nesse tipo de operação como compradoras ou alvos (BRADLEY, SUNDARAM, 2006).

Nesse escopo, o presente trabalho avaliou as operações de M&A ocorridas com empresas brasileiras no período de 1995 até 2016, utilizando dados de balanço de empresas negociadas em bolsa de valores seguindo metodologia presente no recente estudo formulado por Liu e Qiu (2013). Além disso, contribuímos com a metodologia do artigo citado propondo modelos de análise de dados em painel, que melhor se enquadravam na análise com as características do estudo, quando se comparado a modelos de cortes transversais.

Na análise do primeiro modelo proposto pelo trabalho, podemos observar que as empresas alvo possuem indicadores de desempenho mais baixos do que empresas que não participaram em operações de M&A em todos os indicadores exceto os fatores de liquidez. Já as empresas compradoras em M&A no Brasil, segundo o primeiro modelo possuem um indicador de tamanho e um de investimento maior do que quando comparado a empresas não participantes.

Seguindo a mesma abordagem apresentada, no segundo modelo proposto, avaliamos que existe um perfil onde as empresas compradoras possuem maior

tamanho, endividamento e investimento, segundo as variáveis analisadas, quando se comparada a empresas que não participaram de operações de M&A. Observando outros estudos, podemos dizer que esse resultado corrobora em parte o esperado, dado que pode se considerar que empresas compradoras possuem perfil melhor, quando se considera as categorias de variáveis analisadas, porém as empresas alvo não possuem melhores indicadores de desempenho quando se comparadas a empresas não participantes.

Os resultados obtidos na análise das regressões propostas por variável de interesse conseguiram mostrar, através de dois modelos distintos, a influência das variáveis dependentes na definição dos perfis de empresas que se engajaram em operações de M&A como compradoras, empresas alvo e também empresas que não participaram nesse tipo de operação. A avaliação feita através de dados em painel via os dois modelos que foram propostos, para o tipo de evento estudado, faz mais sentido do que a pura avaliação de cortes transversais de dados, segundo estudo de Lemmon *et al.* (2008).

Este estudo foca apenas em empresas listadas em bolsa de valores, mais especificamente da bolsa de valores do Brasil (BOVESPA). Para ampliação dos estudos, embora não exista ainda literatura implementada, poderiam ser utilizados balanços de empresas fechadas para que se verifique uma análise mais ampla do perfil das empresas que se engajam em operações de M&A no Brasil. Na Tabela 1 verifica-se que, os participantes em operações de M&A representam pouco mais de 20% da população do estudo, essa baixa porcentagem, quando se comparado ao estudo de Liu e Qiu (2013), pode estar sendo agravada pelo fato de não possuímos informações dos balanços de empresas fechadas disponíveis para análise.

Com relação à designação de novas variáveis de interesse e outras categorias de indicadores de desempenho empresariais que poderiam ser incluídas em estudo similar, devem ser atentados os pontos de relevância e correlação com outras variáveis já estudadas. Uma saída relevante seria incluir algum conjunto de variáveis de mercado, e não somente dados de balanço, já que essa opção abre uma nova gama de possibilidades de variáveis explicativas e isso poderia vir atrelado a uma maior relevância estatística na explicação das variáveis de interesse

quando se comparado a apenas o escopo restrito de dados de balanço, que possuem seus vieses e particularidades.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers, **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 103, 2001.

ANDRADE, G.; STAFFORD, E. Investigating the economic role of mergers, **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 1, p. 1-36, 2004.

BARKEMA, H. G.; BELL, J. H.; PENNING, J. M. Foreign entry, cultural barriers, and learning, **Strategic Management Journal**, p. 151-166, 1996.

BETTON, S.; ECKBO, B. E.; THORBURN, K. S. Corporate takeovers, **Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance**, v. 2, p. 291-430, 2008.

BOND, S. R. Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice, **Portuguese Economic Journal**, v. 1, n. 2, p. 141-162, 2002.

BORTOLUZZO, A. B.; GARCIA, M. P. S.; BOEHE, D. M.; SHENG, H. H. Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro, **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 6, 2014.

BRADLEY, M.; SUNDARAM, A. Acquisitions and performance: A Re-Assessment of the evidence, **Duke University Working Paper**, 2006.

BREINLICH, H. Trade liberalization and industrial restructuring through mergers and acquisitions, **Journal of International Economics**, v. 76, n. 2, p. 254-266, 2008.

BRUNER, R. B. Does M&A Pay? A Survey of evidence for the decision-maker, **Journal of Applied Finance**, v. 12, n. 1, p. 48-68, 2002.

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, **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira, **Revista de Gestão**, v. 15, n. 4, p. 55-70, 2008.

CARTWRIGHT, S.; SCHOENBERG, R. Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities, **British Journal of Management**, v. 17, n. S1, 2006.

CHATTERJEE, S.; LUBATKIN, M. H.; SCHWEIGER, D. M.; WEBER, Y. Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital, **Strategic Management Journal**, v. 13, n. 5, p. 319-334, 1992.

DATTA, D. K.; PUIA, G. Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms, **Management International Review**, p. 337-359, 1995.

GOOLD, M.; CAMPBELL, A. Desperately seeking synergy, **Harvard Business Review**, v. 76, n. 5, p. 131-143, 1998.

HARRIS, R.; ROBINSON, C. The effect of foreign acquisitions on total factor productivity: plant-level evidence from UK manufacturing, 1987–1992, **The Review of Economics and Statistics**, v. 84, n. 3, p. 562-568, 2002.

HASPESLAGH, P. C.; JEMISON, D. B. The challenge of renewal through acquisitions, **Planning Review**, v. 19, n. 2, p. 27-30, 1991.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. Does corporate performance improve after mergers?, **Journal of financial economics**, v. 31, n. 2, p. 135-175, 1992.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. Which takeovers are profitable? Strategic or financial?, **Sloan Management Review**, v. 38, n. 4, p. 45, 1997.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; CAMP, S. M.; SEXTON, D. L. Strategic entrepreneurship: Entrepreneurial strategies for wealth creation, **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 6- 7, p. 479-491, 2001.

INGHAM, H.; KRAN, I.; LOVESTAM, A. Mergers and profitability: a managerial success story?, **Journal of Management Studies**, v. 29, n. 2, p. 195-208, 1992.

JOVANOVIC, B.; ROUSSEAU, P. The Q-Theory of Mergers, **American Economic Review**, v. 92, n. 2, p. 198-204, 2002.

JUNIOR, T. W.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil, **GV-executivo**, v. 2, n. 4, p. 41-45, 2004.

LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R.; ZENDER, J. F. Back to the beginning: persistence and the cross - section of corporate capital structure, **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575-1608, 2008.

LIU, Q.; QIU, L. D. Characteristics of Acquirers and Targets in Domestic and Cross-border Mergers and Acquisitions, **Review of Development Economics**, v. 17, n. 3, p. 474-493, 2013.

MAKSIMOVIC, V.; PHILLIPS, G. The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?, **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, p. 2019-2065, 2001.

MARTIN, X.; SWAMINATHAN, A.; MITCHELL, W. Organizational evolution in the interorganizational environment: Incentives and constraints on international expansion strategy, **Administrative Science Quarterly**, p. 566-601, 1998.

NIRULA, U. Mergers and Acquisitions: An HR perspective, **International Journal of Business Management and Scientific Research**, v. 1, 2015.

OLIVEIRA NETO, L. E.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. B. C. A formação de alianças estratégicas no Brasil e a criação de valor para as empresas participantes: um estudo de evento, **Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 31, 2007.

PARRINO, J. D.; HARRIS, R. S. Business linkages and post-merger operating performance, **Working Paper, Charlottesville VA: Darden Graduate School of Business**, 2001.

SETH, A.; SONG, K.P.; PETTIT, R. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms, **Journal of International Business Studies**, v.31, n.3, 2000.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil, **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 31, n. 1, 1996.

VERY, P.; LUBATKIN, M.; CALORI, R. A cross-national assessment of acculturative stress in recent European mergers, **International Studies of Management and Organization**, v. 26, n. 1, p. 59-86, 1996.

ZAHEER, S. Overcoming the liability of foreignness, **Academy of Management Journal**, v. 38, n. 2, p. 341-363, 1995.

ANEXO I

SUMÁRIO DAS OPERAÇÕES DE M&A NO BRASIL DE 1995 ATÉ 2016

ANO	NÚMERO DE OPERAÇÕES	VALOR DAS TRANSAÇÕES (\$USDmm)
1995	80	28.738.31
1996	96	17.773.86
1997	123	66.534.43
1998	241	204.621.87
1999	294	65.776.36
2000	348	198.568.92
2001	258	112.578.62
2002	278	83.673.67
2003	308	131.608.92
2004	465	219.945.10
2005	640	256.897.93
2006	775	524.686.57
2007	1015	565.836.59
2008	814	362.806.00
2009	571	241.759.46
2010	826	201.247.19
2011	1066	307.076.49
2012	1135	171.199.73
2013	1055	199.226.69
2014	1092	228.202.99
2015	1156	370.617.30
2016	1007	160.380.73

TABELA A1. Base da Capital IQ elaboração própria