

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Programa de Mestrado Profissional em Administração

Jair Luiz Santiago Filho

**CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA NA AQUISIÇÃO
DE EMPRESAS**

São Paulo
JANEIRO DE 2012

Jair Luiz Santiago Filho

**Criação de valor para o acionista na aquisição de
empresas.**

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

Área de concentração: Estratégia Competitiva
Orientador: Prof. Dr. Antônio Zoratto Sanvicente –
Insper

São Paulo

JANEIRO DE 2012

Santiago Filho, Jair Luiz

Criação de valor para o acionista na aquisição de empresas /
Jair Luiz Santiago Filho; orientador: Antônio Zoratto Sanvicente –
São Paulo: Insper, 2011.
50 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em
Administração. Área de concentração: Estratégia Competitiva) – Insper
Instituto de Ensino e Pesquisa

1. Fusões e Aquisições 2. Acionista 3. Geração de Valor

FOLHA DE APROVAÇÃO

Jair Luiz Santiago Filho

Criação de valor para o acionista na aquisição de empresas.

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Área de concentração: Estratégia Competitiva

Aprovado em: 30 de Janeiro de 2012

Banca Examinadora

Prof. Dr. Antônio Zoratto Sanvicente

Orientador

Instituição: Insper

Assinatura: _____

Prof. Dr. Henrique Machado Barros

Instituição: Insper

Assinatura: _____

Prof. Dr. César Nazareno Caselani

Instituição: EAESP-FGV

Assinatura: _____

DEDICATÓRIA

Dedico essa dissertação de conclusão de meu Mestrado Profissional em Administração a minha esposa Renata que soube lidar com as minhas longas ausências durante os meus períodos de dedicação a todo este projeto. Ao meu filho, Pedro, grata e feliz surpresa nascida durante o meu período de estudos e que ficou privado do tempo do pai durante alguns momentos.

Aos meus pais, Jair e Maria do Céu, que sempre estimularam e me suportaram emocionalmente e financeiramente para que fosse possível concluir esse projeto iniciado. Aos meus avôs e avós paternos e maternos que certamente não imaginavam que um de seus netos atingiria grau tão distinto de conhecimento e estudo quando começaram as suas vidas.

Dedico também esta dissertação aos meus amigos que sempre me estimularam a retomar os estudos, em especial ao João Michelan e ao Prof. Dr. Carlos Fernando Nogueira, que sempre se preocupavam em me ouvir e aconselhar.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, ao Professor Doutor Antônio Zoratto Sanvicente, por quem nutro grande admiração desde meus tempos na Graduação, por ter aceitado o desafio de construir esta dissertação através de seus questionamentos e contribuições sempre diretas e precisas, sem as quais não seria possível completar este trabalho.

Agradeço ao Professor Doutor Henrique Machado de Barros não só por todos os seus comentários e contribuições que permitiram evoluir ainda mais na qualidade deste trabalho, mas também pela sua dedicação em ouvir aos alunos do mestrado, com intuito de trazer ainda mais qualidade para o Mestrado Profissional em Administração desta renomada instituição.

Agradeço também aos meus colegas de mestrado, em especial a Alexandre Guanabara, Kleber Faccipieri e Maria Pilar Varela pelo companheirismo e pela amizade que desenvolvemos durante este período de intensa convivência.

Agradeço aos meus colegas de trabalho, líderes e liderados, que souberam compreender a minha dedicação ao mestrado e souberam suprir as minhas ausências durante o curso.

Agradeço ao mestre Yoshio Kadomoto que, através de suas palavras, me fez seguir em frente, acreditar em minha capacidade e na possibilidade de concluir este projeto, mesmo nos momentos de maior angústia e descrédito no sucesso dessa empreitada.

RESUMO

SANTIAGO FILHO, Jair Luiz. **Criação de valor através da aquisição de empresas**. 2012. 50 f Dissertação (Mestrado) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2012.

Esta dissertação analisa o impacto do anúncio de operações de fusões e aquisições realizadas por empresas brasileiras. O estudo abrange um total de 292 eventos anunciados entre 01 de janeiro de 2005 e 31 de dezembro de 2010.

Foi utilizada uma abordagem de estudo de eventos, onde foram estimados os retornos anormais através da correlação dos retornos das ações com o retorno do índice de mercado no período de 100 a 21 pregões anteriores ao anúncio da operação com o objetivo de calcular o Retorno Anormal Acumulado – CAR – no período da realização da transação – três pregões anteriores a três pregões posteriores à data de anúncio da transação.

Buscou-se analisar se a aquisição de controle seria fator determinante para a existência destes retornos anormais, observando-se a correlação negativa entre os CARs e a aquisição de controle de uma empresa, podendo indicar possível pagamento de sobre-preço para aquisição de controle em transações de F&As.

Esta conclusão vai de encontro ao senso comum dos executivos do mercado, que utilizam os movimentos de Fusões e Aquisições como meios de incrementar o valor das empresas para seus acionistas.

Palavras chave: Fusões e Aquisições, Impacto dos Anúncios, Retornos Anormais, Brasil.

ABSTRACT

SANTIAGO FILHO, Jair Luiz. **Value creation through acquisition of companies**. 2012. 50 p Dissertation (Mastership) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2012

This dissertation analyzes the impact of the announcement of merger and acquisition transactions by Brazilian companies. The study covers a total of 292 events announced between January 1, 2005 and December 31, 2010.

An event study approach was used, in which the abnormal returns were estimated as the differences between observed stock returns and market model returns, for which the parameters were estimated in the period from 100 to 21 trading days before the announcement of the transaction. Cumulative abnormal returns were calculated in a window comprised by three trading days before to three trading days after the date of the announcement of the transaction.

The dissertation sought to test if the acquisition of control is a determining factor for the existence of abnormal returns. A negative association between CARs and the acquisition of a company's control was observed, a possible indication of the payment of excessive prices for acquisition of control transactions in M&As.

This conclusion goes against the common sense of market executives, who adopt Mergers and Acquisitions movements as a tool for increasing the value of the companies for their shareholders.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Announcement Impact, Abnormal Returns, Brazil.

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 – Resumo Anual das Transações de F&As Estudadas | 24 |
| Tabela 2 – Resumo Anual das Estatísticas dos CARs Calculados | 24 |
| Tabela 3 – Hipótese, Variáveis de Controle Coeficientes e Resultados Esperados | 35 |
| Tabela 4 - Resultado do Modelo de Regressão Proposto | 36 |
| Tabela 5 – Matriz de Correlação Entre as Variáveis Explicativas | 38 |
| Tabela 6 - Resultado do Modelo de Regressão Ajustado | 38 |
| Tabela 7 - Hipótese, Variáveis de Controle, Coeficientes e Resultados Observados | 40 |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1 – Evolução da quantidade e da participação das transações envolvendo bloco de controle | 25 |
| Figura 2 – Evolução da quantidade e da participação das transações internacionais | 26 |
| Figura 3 – Evolução da quantidade e da participação das transações envolvendo pagamento em dinheiro | 27 |
| Figura 4 – Modelo de estudo de evento | 31 |

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| 1. Introdução | 12 |
| 2. Revisão de Literatura | 15 |
| 3. Amostra | 23 |
| 4. Metodologia | 28 |
| 5. Modelagem e Resultados | 36 |
| 6. Conclusões e sugestões para próximos estudos | 40 |
| Referências Bibliográficas | 42 |
| Anexos | 46 |

1. INTRODUÇÃO

A partir de meados dos anos 1990, o volume de operações de fusões e aquisições cresceu consideravelmente (MANGOLD; LIPPOK, 2008). Este movimento ganhou escala global, observada através do crescimento de operações entre empresas transnacionais, com as empresas buscando incrementos de competitividade em um ambiente corporativo cada vez mais complexo (TERRY; O'BRIEN, 2001), refletidos em ganhos de sinergias e oportunidades de utilização de recursos específicos que só poderiam ocorrer através de combinações com outras empresas (JENSEN; RUBACK, 1983). Mangold e Lippok (2008) mencionam, como motivadores do processo de combinação: acesso a ativos intangíveis estratégicos, a novos mercados, incremento de poder de mercado, dominância de mercado e benefícios financeiros. Neste contexto, o Brasil também está entre os países com maior atratividade para este tipo de operação (ZHU et al, 2010).

O processo de fusões e aquisições é foco de pesquisa acadêmica através do prisma econômico, de gestão estratégica e de estudos organizacionais. Dentre as abordagens utilizadas, podem ser ressaltadas: a de adição de valor (HALEBLIAN et. al., 2009), a cultural (OLIE, 1994), a do potencial de ganhos e oportunidades (JENSEN; RUBACK, 1983), a do acesso a ativos e recursos (MANGOLD; LIPPOK, 2008), dentre outras. Observa-se na literatura um elevado número de estudos tratando de operações de compra entre empresas de países de origens diferentes, principalmente em função da abertura dos mercados emergentes, o que possibilitou às empresas estrangeiras ter acesso a novos mercados de controle corporativo ou a possibilidade de adotar estratégias de entrada nestes mercados (ZHU et al., 2010).

Como as barreiras culturais se apresentam como um importante fator do fracasso do processo de aquisição de uma empresa estrangeira, além das questões de assimetria de informação há uma tendência de as empresas estrangeiras comprarem participações em firmas locais com o objetivo de entrar nos novos mercados, através de um parceiro local forte e bem estabelecido. Isso permitiria o acesso a importantes recursos estratégicos (ZHU et al., 2010).

O fenômeno das combinações de empresas não é restrito apenas à entrada de empresas transnacionais em mercados emergentes, uma vez que as empresas destes mercados também passam a se combinar com o intuito de combater os novos entrantes, dada a necessidade de obtenção de maior escala e eficiência nas operações (PAULA, 2002). As empresas brasileiras passaram, nos últimos anos, a

apresentar um maior volume de operações de fusões e aquisições tanto nos mercados internos quanto nos mercados internacionais, mas ainda se observa uma carência de estudos acadêmicos deste fenômeno. (CAMARGOS; BARBOSA, 2009; SCHERER; GOMES; KRUGLIANSKAS, 2009).

As empresas locais também podem adotar estratégias de fusões e aquisições que não estejam necessariamente correlacionadas com o mercado de controle corporativo. Estratégias de crescimento rápido, evitar aquisições indesejadas ou entrar em novos mercados (ROCHMAN; ARBELECHE, 2009) podem ser determinantes para as empresas locais adotarem tais estratégias.

“Os processos de Fusões e Aquisições (F&A’s) integram a estratégia empresarial e, por meio deles, as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outras coisas. Apesar disso, não devem ser encaradas como solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, devido ao elevado grau de complexidade e incerteza que permeiam essas operações, além de ausência de um consenso sobre os ganhos (sinergias) e criação de valor.” (CAMARGOS; BARBOSA, 2009, p.207)

O objetivo deste trabalho é o de buscar mensurar qual estratégia de aquisição, entre **a compra de participação minoritária e a compra de controle**, que aporta maior valor para os acionistas da empresa compradora. Para fins de operacionalização do trabalho é utilizada uma base de dados de transações de fusões e aquisições envolvendo companhias brasileiras no papel de compradoras; as empresas da amostra são companhias de capital aberto e com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Esta base foi obtida através de relatório DealWatch, com dados históricos de janeiro de 2005 a dezembro de 2010.

O texto desta dissertação está organizado da seguinte maneira, além dessa Introdução:

- (i) Revisão de Literatura: descrição do embasamento teórico desenvolvido em estudos anteriores;
- (ii) Detalhamento da amostra;
- (iii) Detalhamento da metodologia utilizada para análise;
- (iv) Resultados: exposição e avaliação dos resultados;

- (v) Conclusões: comentários finais e sugestões para desenvolvimentos futuros de outros trabalhos.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Na literatura, observa-se estudo extenso do processo de fusões e aquisições entre empresas de culturas diferentes (SHIMIZU et al., 2004; OLIE, 1994; STAHL; VOIGHT, 2008), motivos de sucesso e fracasso (BOEN et al. 2007), origem e criação de sinergias (CAMARGOS; BARBOSA, 2008; HALEBLIAN et al., 2009), mas é limitada a literatura em relação à verificação de qual estratégia, entre a possibilidade de compra de uma participação minoritária ou a compra do controle de outra organização, aporta maior valor para os acionistas das empresas compradoras em operações de F&A's. O trabalho de Zhu et al. (2010) tem como objetivo avaliar apenas as empresas que fizeram aquisições parciais, uma vez que busca entender o impacto da operação no desempenho de empresas alvo abertas.

Um dos argumentos para o processo de fusões e aquisições é a obtenção de sinergias, que podem ocorrer tanto em uma aquisição parcial quanto em uma aquisição de controle. Mas, por outro lado, uma aquisição de controle resulta na possibilidade de mudanças na autoridade para tomada de decisões que afetarão os resultados da empresa e podem ser feitas pelo comprador. Segundo Elayan e Young (1994), ambos os casos de aquisição apresentam retornos anormais positivos, mas os retornos são significativamente maiores quando ocorre a transferência do bloco de controle. Como as possibilidades de ganhos de sinergias, que contemplam a transferência de conhecimento, o acesso a fontes de recursos, maior escala de operação, dentre outros, podem ocorrer tanto para aquisições de participações minoritárias quanto para blocos de controle, este maior retorno anormal decorre da mudança na estrutura de decisão da empresa alvo que ocorre em função da mudança do bloco de controle (ELAYAN; YOUNG, 1994).

Segundo Weston (1994), *apud* Camargos e Barbosa (2009) e Capron e Pistre (2002), há cinco hipóteses para explicar o surgimento dos ganhos relacionados a sinergias: (i) hipótese de eficiência, em que uma F&A produz uma empresa mais eficiente. *“To reduce the cost side of the value creation, economists have also assessed whether acquisitions are motivated by the desire to increase efficiency.”* (HALEBLIAN et al. 2009, p. 474); (ii) hipótese de informação, que se refere ao efeito de curto prazo nos preços das ações das empresas envolvidas, uma vez que os agentes de mercado tentam incorporar os resultados desta união; (iii) hipótese de agência, em que as F&A's atuam como mecanismo de minimização de custos de

agência. “(...) *acquisitions may be value enhancing when they are used to discipline ineffective managers. (...) Consistent with this notion, research has found that CEOs of acquired firms are often dismissed after an acquisition has been completed.*” (HALEBLIAN et al. 2009, p. 474); (iv) hipótese de poder de mercado, em que a empresa resultante pode auferir ganhos de monopólio. “*Market power may be considered an attempt to appropriate more value from customers. The idea of having fewer firms in an industry increases firm-level pricing power.*” (HALEBLIAN et al, 2009, p. 472); e (v) hipótese tributária, em que ocorrem ganhos tributários decorrente desta transação.

Na literatura, tanto de finanças quanto de estratégia, há dificuldades para definir a distribuição dos ganhos entre a empresa alvo e a empresa compradora. Estudos empíricos revelam que os ganhos para os compradores são nulos e que o efeito das sinergias é capturado pelos acionistas das empresas que foram alvos de operações de fusões e aquisições (CAPRON; PISTRE, 2002). Nem sempre a proximidade estratégica entre as empresas envolvidas no processo de fusões e aquisições é uma condição que garante que o acionista da empresa adquirente irá receber retornos anormais (LUBATKIN, 1987, SINGH; MONTGOMERY, 1987, BARNEY, 1988). Esse potencial de valor pode ser drenado pelos acionistas da empresa alvo (HALEBLIAN et al., 2009), especialmente em situações de grande competição pela aquisição de determinado alvo, que leva a uma elevação do preço pago pelas ações da empresa alvo. Em determinadas situações, esta competição resulta em aquisições com valor presente líquido próximo a zero (CAPRON; PISTRE, 2002), repassando quase completamente o valor resultante das sinergias para os antigos acionistas da empresa alvo.

“Value creation does not ensure value capture by the acquirer when the competition among bidders drives up the target price until the net present value (NPV) for the successful bidder is close to zero (i.e., the discounted synergies are equal to premium paid). As a result, acquirers can earn abnormal returns only when the market for corporate control is imperfectly competitive.” (CAPRON; PISTRE, 2002, p. 782).

“(...) acquisitions produce positive combined returns. Importantly, the decomposition of these joint outcomes revealed that targets accounted for the majority of those gains, with acquiring firms contributing neutral or negative returns.” (HALEBLIAN et al., 2009, p. 470).

Na literatura, uma das medidas utilizada para estimar o impacto de uma F&A são os retornos anormais das ações, que avaliam a influência de um evento sobre o preço das ações da firma. Normalmente, utiliza-se um intervalo de tempo próximo ao anúncio da operação de aquisição para avaliação da percepção de curto prazo do mercado sobre o potencial que tal operação traz para o resultado da empresa. (ABERLECHE, 2008).

Segundo Amoako-Adu e Smith (1992), parte dos prêmios da compra do controle de uma empresa é resultante do fechamento de seu capital e consequente redução dos custos de agência. Tais custos incluem a preparação de relatórios trimestrais, atas de assembleias de acionistas, tempo da diretoria gasto em encontros com acionistas que estejam geograficamente dispersos, dentre outros relacionados à manutenção da listagem das ações da empresa em bolsa de valores. Nas situações de compra de participações minoritárias, este benefício inexistente, uma vez que as empresas necessitariam manter suas ações negociadas, o que manteria tais custos.

Segundo Comment e Jarrell (1987), *apud* Amoako-Adu e Smith (1992), o prêmio médio da compra de controle numa amostra de 144 transações ocorridas entre 1981 e 1984 foi de 56,6%, enquanto que o prêmio pago por uma participação minoritária foi de 22,8% calculado sobre uma amostra de 27 ofertas de aquisição parcial. Mesmo com esta diferença de retornos entre os dois tipos de transação, este benefício não pode ser completamente atribuído a economias com o fechamento do capital das empresas e eliminação dos custos de agência relacionados aos minoritários, uma vez que 12,3% das ações das empresas que foram alvo de transações envolvendo controle da empresa permaneceram em poder de acionistas minoritários (AMOAKO-ADU; SMITH, 1992).

Para Zhu et al. (2011), as aquisições parciais, não envolvendo mudanças no bloco de controle, inicialmente apresentam um retorno anormal positivo para as empresas adquiridas parcialmente. Entretanto, este retorno se dissipa no momento em que os investidores percebem que não ocorrerão mudanças na forma de controle da empresa. Segundo Spencer et al. (2001), *apud* Zhu et al. (2011), no longo prazo o desempenho de firmas que passaram por aquisições parciais apresenta elevada dependência das características de controle corporativo da empresa alvo e da empresa compradora.

A estrutura legal do país também é uma variável que afeta o prêmio pago pelo controle das empresas em relação à compra de participações minoritárias. Segundo Rossi e Volpin (2004), *apud* Zhu et al. (2011), as firmas situadas em países com baixa proteção aos investidores minoritários tendem a ser alvo de aquisições transnacionais. Da mesma forma, Dyck e Zingales (2004), *apud* Zhu et al. (2011) concluem que as empresas consolidadoras pagam um prêmio sobre o valor das empresas alvo para adquirir o controle destas, e que este prêmio é maior em países que possuem proteções legais mais fracas. Tais efeitos são decorrência da possibilidade das firmas alvo se beneficiarem de estruturas legais mais sólidas das empresas controladoras, resultando em geração de valor para os acionistas (ZHU et al., 2011).

Para Dyck e Zingales (2004), o prêmio de controle é maior quando a empresa compradora está sediada em um país com menor nível de proteção aos investidores, resultando em maior propensão aos benefícios de se operar de maneira privada. Dentre os exemplos de benefícios que podem ser citados está a possibilidade de transferir ativos da empresa a preços abaixo do mercado ou através de “*perquisites*” bancados pela empresa. Segundo análise *cross-sectional* dos autores, o Brasil possui um prêmio de controle de 65%, contrariando a conclusão de Nenova (2003), que aponta um prêmio de controle de 23% para o caso brasileiro. Tal diferença entre as estimativas de prêmio de controle deve-se a diferenças nas bases de dados utilizadas pelos autores, uma vez que Dyck e Zingales (2004) utilizam cotações de 1990 a 2000 e Nenova (2003) utiliza apenas o ano de 1997. No ano de 1997 ocorreu uma mudança na legislação societária brasileira, que diminuiu os direitos dos acionistas minoritários, uma vez que retirou a obrigatoriedade de divulgação dos preços das vendas em bloco e enfraqueceu os direitos de retirada, possibilitando que os controladores expropriassem os minoritários. Disso resultou a duplicação do prêmio de controle em relação ao período pré-1997. No ano de 1999 foram reestabelecidos os direitos dos minoritários, incluindo o direito de retirada, a necessidade de oferta para os minoritários em caso de compra do controle da empresa, o que levou a uma queda do prêmio de controle a níveis próximos a zero no final de 1999 (NENOVA, 2003; NENOVA, 2005).

Segundo Dyck e Zingales (2004), existe um valor intrínseco do controle de uma empresa decorrente dos benefícios oriundos da possibilidade de escolher

determinados fornecedores que possibilitem um ganho econômico para o principal acionista, decorrentes da contratação de empresas coligadas ou controladas pelos mesmos acionistas ou seus parentes, por exemplo. Outra fonte de valor relacionada ao controle está ligada à possibilidade de transferência de conhecimento para outras companhias que sejam coligadas ou controladas pelos mesmos acionistas.

“(...) consider the value of the information a corporate executive acquires thanks to his or her role in the company. Some of this information pertains directly to the company’s business while some reflects potential opportunities in other more or less related areas. It is fairly easy for a controlling shareholder to choose to exploit these opportunities through another company he or she owns or is associated with, with no advantage for the remaining shareholders.” (DICK; ZYNGALES, 2004, p. 540).

Mesmo com a possibilidade de exploração de sinergias decorrentes do acesso a recursos tanto da empresa compradora quanto da empresa adquirida, observa-se que as empresas compradoras não obtinham retornos anormais em função do acesso a recursos das empresas compradas. Por outro lado, quando as empresas compradas acessavam os recursos das empresas compradoras, observou-se um aumento anormal do valor da empresa (CAPRON; PISTRE, 2002). Tal fato se deve provavelmente à tendência de a empresa compradora pagar um sobre-preço para ter acesso a um determinado ativo.

Diante da teoria exposta, este trabalho visa testar se a aquisição de controle traz valor para os acionistas da empresa compradora em relação ao cenário de aquisição de uma participação minoritária.

Também se observa na literatura a existência de estudos na literatura que verificam a existência de algumas variáveis que afetam o valor da empresa na realização de uma operação de F&A e que, para fins de construção deste trabalho serão consideradas como variáveis de controle dentro do modelo proposto para análise.

A primeira variável de controle será definida como o **Nível de Relacionamento entre as Empresas**. Segundo a teoria do “custo de transação”, a possibilidade de sobreposição de atividades entre as empresas envolvidas na fusão

traz ganhos de escala e benefícios operacionais (CHAN et al., 1997, *apud* ABERLECHE, 2008).

Para Lubatkin (1985), quanto melhor o “fit” entre a empresa compradora e a comprada, ou seja, quanto mais os ambientes entre as empresas têm características semelhantes, maior é o potencial de valor criado pela operação. Quanto melhor este “fit”, maior o valor que as empresas compradoras estão propensas a pagar por determinada empresa alvo, em função do potencial de sinergias. Dada a existência de uma assimetria de informações, o valor transferido para os acionistas da empresa alvo seria marginalmente superior ao que um concorrente com um “fit” menor pagaria (LUBATKIN, 1985). Ou seja, existe um potencial de ganho de sinergias que não seria transferido para os acionistas da empresa alvo em função da assimetria de informações existente.

“Numerous researchers claim that conglomerate mergers underperform in the long run because managers are not familiar with the target industry. In other words, horizontal acquisitions should benefit from the leader’s expertise of the acquiring company to generate economies of scale and strengthen the market share of the company”. (ANDRÉ, KOOLI, L’HER, 2004, p. 39, *apud* ABERLECHE, 2008, p. 25).

Espera-se, segundo a teoria analisada, que exista uma correlação positiva entre o incremento de valor decorrente da transação e o nível de relacionamento entre as empresas envolvidas no negócio. Para fins de operacionalização desta variável, utilizou-se como *proxy* o setor de atuação das empresas envolvidas nas operações. Em alguns casos foram feitos ajustes, uma vez que as empresas atuam em diversos setores que são relacionados de maneira indireta, como no caso da atuação da Petrobras, que atua principalmente na exploração e distribuição de petróleo, mas que realizou operações em setores de biocombustíveis e fertilizantes, que são de alguma forma relacionados aos seus negócios chave, o que levou a supor que estas transações ocorriam entre empresas de setores relacionados.

A segunda variável de controle é definida como **Tamanho Relativo da Aquisição**. A aquisição de um alvo relativamente grande tende a ser economicamente mais importante para a empresa compradora do que um alvo de menor tamanho (AGRAWAL, JAFFE e MANDELKER, 1992). Este impacto está relacionado com a possibilidade de maior ganho de performance decorrente de

aumento de produtividade dos ativos, aumento do poder de atração sobre os consumidores, produtividade dos colaboradores e crescimento dos ativos (HALEBLIAN et al., 2009).

Ray e Warusawitharana (2009) observaram a existência de retornos anormais relacionados com o tamanho relativo da transação tanto para os acionistas das empresas compradoras quanto para os acionistas das empresas alvo. Apesar de a taxa de retorno anormal ser maior para os acionistas das empresas alvo, quem captura o maior valor são os acionistas da empresa compradora, uma vez que a firma compradora normalmente é maior do que a firma comprada.

Espera-se que, segundo a teoria analisada, as transações relativamente mais relevantes tragam retornos anormais maiores do que as transações de menor importância. O cálculo do tamanho relativo da aquisição foi definido a partir do quociente entre o valor transação e o *Enterprise Value* da empresa consolidadora.

A terceira variável de controle utilizada é a **Forma de Pagamento**. Segundo Heleblian et al. (2009), os gestores das empresas procuram pagar as operações de fusões e aquisições em dinheiro quando percebem que suas ações estão subavaliadas, e optam por pagar em ações quando há uma sobre-valorização destas, sugerindo que os investidores podem perceber como um sinal negativo as operações envolvendo troca ou emissão de novas ações.

A literatura também é inconclusiva em relação à forma de pagamento das operações. Segundo Isa e Lee (2011), as transações que envolvem pagamentos em dinheiro geram retornos anormais maiores para as empresas compradoras, independentemente de se as firmas alvo são abertas ou fechadas.

Para fins de operacionalização desta variável, definiu-se que transações pagas em dinheiro são aquelas que envolvem apenas a transferência de recursos em espécie e/ou a assunção de dívidas da empresa adquirida. Qualquer outra forma de pagamento que envolva transferência de ações ou situações mistas com pagamento parte em dinheiro e parte em ações foi considerada em situação similar às transações que envolveram apenas o pagamento de ações. Segundo observado na literatura, espera-se que as transações que envolvam pagamento em dinheiro tragam retornos anormais maiores em decorrência do efeito de sinalização dado pelos administradores da empresa consolidadora.

A quarta variável de controle utilizada é a **Nacionalidade do Alvo**. Os benefícios da internacionalização das empresas decorrem da oportunidade existente em função de os mercados de capitais não serem perfeitamente interligados, dos custos de transação serem elevados, dos investidores serem irracionais e avessos a riscos, uma vez que, em uma estrutura de mercado perfeito, os benefícios desta internacionalização poderiam ser replicados pelos acionistas das empresas compradoras através de seu portfólio de investimentos (SHALED; MICHEL; McCLAIN, 1991 *apud* ABERLECHE, 2008). Segundo Aulakh (2009), a internacionalização das empresas de mercados emergentes é um dos caminhos para a obtenção de sucesso em um contexto de liberalização econômica e mercados globais.

Além disso, grande parte do resultado da internacionalização é resultado da possibilidade de aprendizado em decorrência da exposição a diversos contextos institucionais, diferentes condições competitivas e comportamentos dos consumidores. Portanto, as empresas expostas a uma maior variedade de contextos ambientais possuem uma maior quantidade de modelos mentais para lidar com os ambientes em constante transição. (BARKEMA; VERMEULEN, 1998 *apud* AULAKH, 2009). Este aprendizado possui o seu valor e, conseqüentemente, deve ser precificado pelos investidores das empresas compradoras.

“Consistent with the market for corporate control hypothesis, domestic acquirers tend to acquire poorly performing firms and restructure them after the acquisitions. In contrast, foreign acquirers tend to acquire strong performing firms, thus lending support for the strategic market entry hypothesis.” (ZHU et al., 2009, p. 289).

As empresas de mesma nacionalidade podem optar por uma operação de F&A com o motivo de obter ganho de escala, evitar uma aquisição indesejada ou a possibilidade de entrar em um mercado cujas barreiras sejam elevadas.

Mesmo com o crescimento da atratividade brasileira no contexto do mercado global de operações de fusões e aquisições, Camargos e Barbosa (2008) verificaram a existência de poucos trabalhos acadêmicos que analisaram a criação de valor e a obtenção de sinergias operacionais que estudem eventos envolvendo empresas deste país. Dentre as pesquisas publicadas, as principais conclusões foram contraditórias, demonstrando desde a piora na situação financeira das

empresas analisadas após o processo de F&A (CAMARGOS; BARBOSA, 2005), a neutralidade no desempenho pós-fusão (ROCHA et al., 2001) e ganhos significativos decorrentes de sinergias (MATIAS; PASIN, 2001; PASIN, 2002; GOMES et al. 2006; CAMARGOS; BARBOSA, 2009).

Espera-se, a partir da teoria analisada, que as transações que envolvam empresas de países diferentes tenham retornos anormais acumulados maiores do que as transações que envolvem apenas empresas situadas num mesmo país.

Observa-se na literatura também a existência de um desdobramento do caso da variável independente utilizada neste trabalho, a aquisição de controle. Esta variável que, também será incluída no teste de hipóteses é a Aquisição Total.

A aquisição da totalidade do capital de uma empresa permite a redução de alguns custos relacionados à gestão dos demais acionistas que incluem, dentre outras tarefas, a preparação de relatórios para os acionistas, elaboração de assembleias e atas, auditoria externa (AMOAKO-ADU; SMITH, 1992). Segundo Qingzhong, Wei e Namir (2011), há indícios da existência de retornos anormais envolvendo a aquisição tanto de empresas de capital aberto quanto nas transações com empresas de capital fechado. Entretanto, os retornos anormais são significativamente maiores em transações que envolvem empresas fechadas. Portanto, espera-se que este caso seja um potencializador do modelo que será proposto para o teste de hipóteses desta dissertação.

3. AMOSTRA

Os bancos de dados de fusões e aquisições analisados neste trabalho foram obtidos através da base DealWatch. As cotações de ações, a capitalização de mercado e as séries do índice de mercado foram obtidas no banco de dados Economatica.

Os eventos de fusão e aquisição considerados na amostra devem cumprir as seguintes condições:

- i. A companhia adquirente é brasileira e possui capital aberto;
- ii. As empresas alvo podem ser tanto brasileiras quanto estrangeiras;
- iii. A transação é anunciada no período entre 01 de janeiro de 2005 e 31 de dezembro de 2010;
- iv. As transações não envolvem empresas do setor financeiro;

- v. Não incluem as transações que envolvem os casos de compras de ações da empresa pela própria empresa – compras de tesouraria;
- vi. A transação pertence a alguma das seguintes categorias: aquisição (100% das ações), aquisição de controle (empresa adquirente possui menos de 50% das ações do bloco de controle e procura ficar com 50% ou mais, porém com menos de 100% das ações da empresa alvo) ou caracteriza-se, simplesmente, como uma aquisição de ativos (ativos de uma companhia, marca, subsidiária, divisão ou filial).
- vii. Companhias com uma ou mais transações são incluídas;
- viii. As ações das companhias são suficientemente líquidas, ou seja, foram negociadas em mais do que 70% dos pregões dentro das janelas de estimação e de evento, existindo informações disponíveis de cotação, capitalização de mercado e *Enterprise Value*.

Além disso, foram feitos alguns ajustes na base de dados, uma vez que existem algumas empresas compradoras que anunciam mais de uma operação em um determinado dia. Para evitar dupla contagem de retorno anormal, foi criada uma “transação fictícia” que soma as transações ocorridas no determinado dia para esta empresa compradora.

Em relação às cotações das ações, utilizaram-se as séries de preços em moeda local com as devidas correções por desdobramentos de ações, pagamentos de dividendos e demais eventos e proventos, de forma que apenas as valorizações e desvalorizações reais sejam refletidas.

A base de dados inicialmente obtida possuía 2.313 registros que, após a aplicação de todos os filtros propostos acima resultou em uma amostra de 292 transações, conforme resumido na tabela abaixo:

Tabela 1: Resumo Anual das Transações de F&As Estudadas

Resumo Anual das Transações de F&As Estudadas

| Ano | Quantidade de Transações | % Relacionada | Total das Transações (em US\$ MM) | Relevância Média (Deal Value/EV) | Média CAR (%) (-3 a +3) |
|----------------------|--------------------------|---------------|-----------------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| 2005 | 12 | 83,3% | 1.127 | 2,9% | 1,8% |
| 2006 | 23 | 95,7% | 21.237 | 26,3% | -1,4% |
| 2007 | 57 | 89,5% | 14.198 | 13,3% | 1,7% |
| 2008 | 98 | 92,9% | 15.956 | 13,1% | 1,2% |
| 2009 | 39 | 71,8% | 49.653 | 40,8% | 0,8% |
| 2010 | 63 | 76,2% | 19.734 | 11,0% | -0,2% |
| Total Amostra | 292 | 85,6% | 121.905 | 26,3% | 0,7% |

Fonte: Análise do Autor

Para calcular o tamanho relativo das transações, utilizaram-se os dados de *Enterprise Value* obtidos através do banco de dados Economatica. Esse valor é calculado pela soma entre a capitalização de mercado do patrimônio líquido da empresa e a dívida líquida da empresa no último Balanço Patrimonial divulgado, denominados em dólares americanos, uma vez que o dado do valor das transações oriundo do DealWatch também é denominado em tal moeda.

Tabela 2: Resumo Anual das Estatísticas dos CARs Calculados

Resumo Anual das Estatísticas dos CARs Calculados

| CARs calculados (%) / Ano | Média | Mediana | Desvio-Padrão | Máximo | Mínimo |
|---------------------------|-------------|-------------|---------------|--------------|---------------|
| 2005 | 1,8% | -2,1% | 11,3% | 27,4% | -14,0% |
| 2006 | -1,4% | 0,4% | 5,3% | 6,6% | -15,6% |
| 2007 | 1,7% | 0,5% | 5,9% | 20,3% | -9,0% |
| 2008 | 1,2% | 2,3% | 7,7% | 19,6% | -19,7% |
| 2009 | 0,8% | -0,1% | 9,0% | 16,8% | -29,3% |
| 2010 | -0,2% | 0,3% | 4,8% | 10,3% | -13,5% |
| Total Amostra | 0,7% | 0,6% | 7,0% | 27,4% | -29,3% |

Fonte: Análise do Autor

Observa-se na amostra uma elevada participação de transações envolvendo o bloco de controle. Apenas nos anos de 2009 e 2010 houve um crescimento da participação de aquisições de ativos – minoritárias.

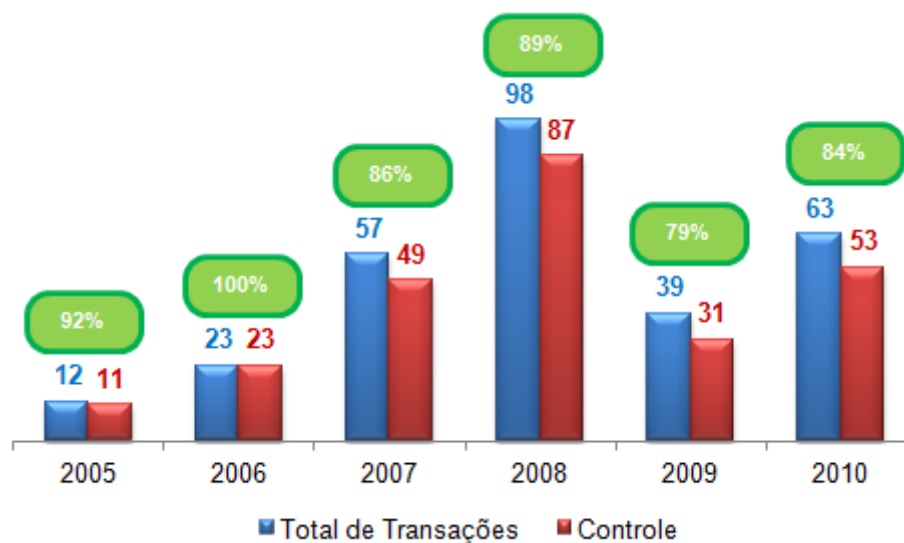


Figura 1 – Evolução da quantidade e da participação das transações envolvendo bloco de controle

A participação das transações envolvendo empresas compradoras brasileiras e empresas alvo estrangeiras na amostra de transações utilizada apresentou queda a partir do ano de 2008, provavelmente em decorrência do cenário macroeconômico internacional, que diminuiu o apetite de algumas empresas como o Grupo Gerdau – Gerdau e Metalúrgica Gerdau, que realizaram dezenove operações de 2005 a 2008, envolvendo um montante aproximado de US\$ 8 bilhões.

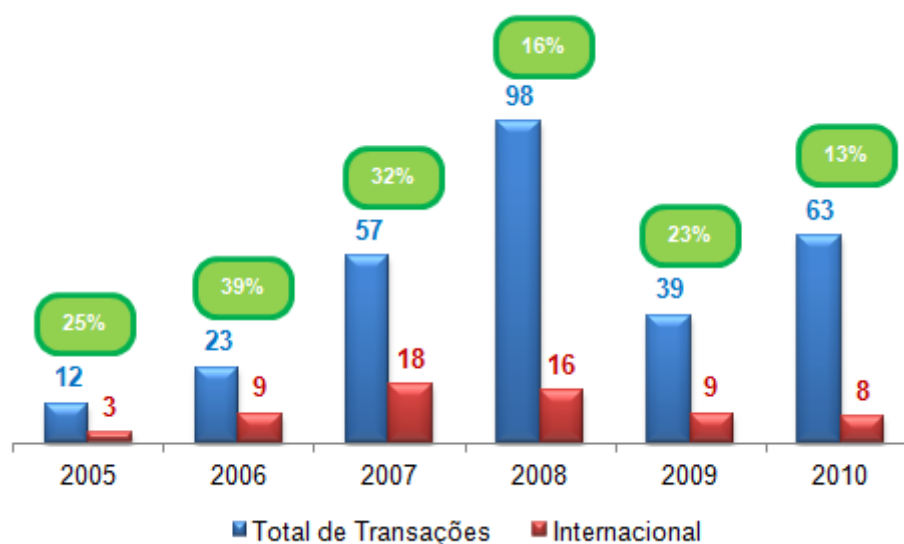


Figura 2 – Evolução da quantidade e da participação das transações internacionais

As transações em dinheiro também são a grande maioria, ficando com uma participação acima de 90% em todos os anos da amostra utilizada. Utilizou-se, como definição para pagamento em dinheiro, a transferência de recursos em espécie para os antigos controladores da empresa-alvo ou a assunção do endividamento desta empresa. As transações que envolveram troca de ações, emissão de ações da empresa compradora ou formas de pagamento mistas, contemplando transferência de dinheiro, assunção de endividamento e troca de ações foram consideradas como sendo pagas em ações para fins de modelagem.

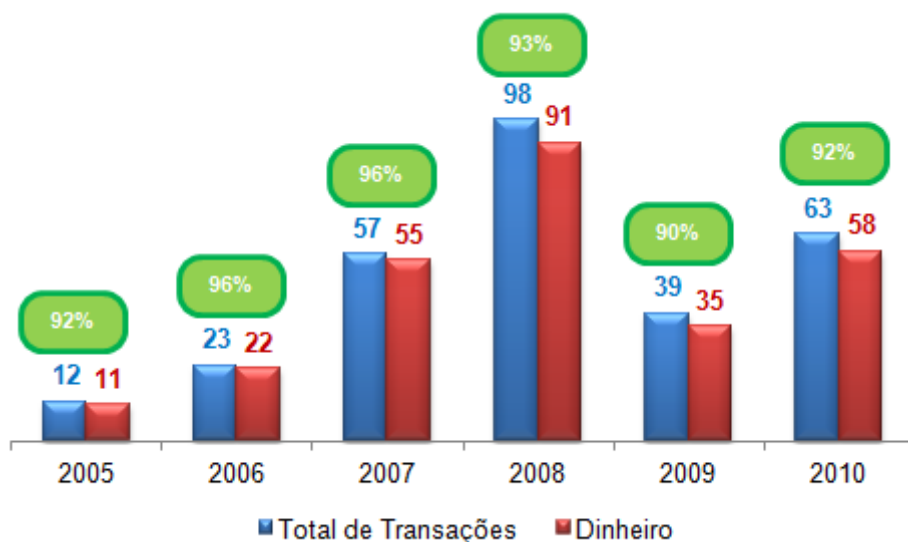


Figura 3 – Evolução da quantidade e da participação das transações envolvendo pagamento em dinheiro

4. METODOLOGIA

Grande parte dos estudos sobre F&As opera, de maneira implícita ou explícita, através do viés da teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Em função do foco dado por esta teoria à criação de valor para o acionista, utiliza-se como métrica mais comum nos estudos de aquisições o retorno de mercado anormal em um período próximo à data de anúncio da operação (HALEBLIAN et al., 2009).

“Under the assumption of an efficient market, many scholars consider abnormal returns as the most effective technique to measure acquisition performance, particularly as the results of some studies have led scholars to propose that the market has some ability to predict post acquisition performance.” (ASQUITH, 1983; CORNETT; TEHRANIAN, 1992; HEALY et al, 1992; KAPLAN; WEISBACH, 1992, *apud.* HALEBLIAN et al., 2009, p. 493).

Elayan e Young (1994) utilizaram a metodologia de estimar o retorno anormal a partir de um modelo de mercado em que se busca estimar o retorno anormal associado ao anúncio de uma operação de F&A. O modelo supõe que os retornos realizados são representados pela seguinte equação de regressão:

$$R_{i,t} = \alpha_i + B_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$R_{i,t}$ é a taxa de retorno da ação (i) no dia (t);

$R_{m,t}$ é a taxa de retorno do índice de mercado no mesmo dia;

α_i é o intercepto estimado da relação linear entre o retorno da ação (i); e o retorno do índice de mercado;

B_i é a inclinação estimada da relação linear entre o retorno da ação (i) e o retorno do índice de mercado;

$\varepsilon_{i,t}$ é o erro da relação entre o retorno da ação (i) no dia (t) e o retorno do índice de mercado.

No modelo proposto, o retorno estimado para a ação (i) em um determinado período é definido pela seguinte equação:

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{B}_i R_{m,t} \quad (2)$$

Onde $\hat{\alpha}$ e \hat{B} são estimativas de α e B . Elyan e Young (1994) obtiveram tais estimativas utilizando os retornos diários no intervalo de 130 dias, do dia t-250 até o dia t-121. Supuseram também que o horizonte do anúncio da transação inclui o período de t-20 até t+20 em torno da data de anúncio (t).

O retorno anormal de cada ação foi calculado através da seguinte equação:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad (3)$$

Onde $AR_{i,t}$ é o retorno anormal da ação (i) no dia (t).

No modelo proposto, o retorno anormal é calculado diariamente para todas as firmas da amostra, relativamente à data de anúncio. O retorno médio para o portfólio de N transações da amostra é definido por:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (4)$$

Onde $\tau = t-20, \dots, t+20$.

Os AR_t são somados durante o período dos eventos para obter o retorno anormal acumulado (CAR_t) para cada um dos 41 dias do período de anúncio, começando com t-20. Foram aplicados testes t de igualdade de médias para avaliar o grau de significância estatística dos retornos anormais em diversos intervalos.

Já Amoako-Adu e Smith (1992) utilizaram uma abordagem *cross-sectional* que relaciona os retornos das ações da empresa alvo j no período de 20 dias anterior à data da primeira oferta de aquisição até 10 dias após a data de anúncio da oferta de F&A que obteve sucesso. O modelo proposto foi:

$$RETURN_j = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_j + \alpha_2 PAYMENT_j + \alpha_3 BIDDERS_j + \alpha_4 \% ACQUIRED_j + \alpha_5 MARKET RETURN_j + \alpha_6 BUYOUTS_j + \varepsilon_j \quad (5)$$

Onde:

RETURN_j é o retorno acumulado realizado entre t-20 e t+10;

SIZE é o logaritmo do valor de mercado das ações da empresa alvo;

PAYMENT é uma variável *dummy* que assume valor 1 se o pagamento foi em dinheiro e zero em qualquer outra forma;

BIDDERS é uma variável *dummy* que assume valor 1 quando existem múltiplos proponentes e zero se o proponente foi único;

% ACQUIRED é a percentagem de ações que o proponente adquire na transação;

MARKET RETURN é o retorno total do índice de mercado no mesmo período;

BUYOUTS é uma variável *dummy* que assume valor 1 quando a transação é uma oferta de compra completa ou zero se é uma aquisição parcial.

Neste estudo, é utilizado como variável dependente o Retorno Anormal Acumulado, chamado de CAR em decorrência do nome consagrado em inglês: “*Cumulative Abnormal Returns*” (HALEBLIAN et al., 2009), uma vez que se pretende captar o retorno anormal das cotações das ações nos momentos de anúncio das operações.

Para fins deste trabalho, supôs-se como horizonte do anúncio da transação o período entre t-3 e t+3 em torno da data de anúncio (t_0), calculando-se o retorno anormal utilizando a equação (3) proposta por Elyan e Young (1994). A definição de uma janela de estimação pequena para o CAR ocorre da necessidade de captar apenas o efeito do anúncio das operações. Segundo Karafiath (2008), existem três fontes de correlação *cross-sectional* nos retornos anormais calculados, mesmo quando os eventos não possuem uma data de ocorrência comum.

A primeira fonte é a possibilidade de coincidência de parte dos intervalos de estimação para os parâmetros do modelo de mercado; a segunda fonte é a possibilidade de coincidência entre a janela de evento de uma determinada operação e a janela de estimação de outro evento. A terceira fonte decorre da possibilidade de sobreposição de janelas de evento, que ocorrem quando estas possuem maior duração. “*Simulations reveal that for short event windows these partial overlaps do not create any measurable bias, even when 50 separate events are contained in 125 trading days*” (KARAFIATH, 2008, p. 81).

As estimativas dos parâmetros são calculadas através dos retornos de cada ação e do índice de ações – neste caso, como se tratam de ações brasileiras, utilizou-se o IBOVSPA – no período entre t-100 e t-21, totalizando 80 dias de negociação.

Como o objetivo deste trabalho é verificar a existência de retorno anormal relacionado ao anúncio de uma operação de F&A, além de buscar explicar a correlação da intensidade deste eventual retorno anormal com as variáveis explicativas propostas, foi escolhida a metodologia de estudo de eventos (SIMÕES, MACEDO-SOARES, KLOTZLE e PINTO, 2010).

O método proposto possui sete passos:

- i. Identificação da data do evento;
- ii. Definição da janela do evento - 3 dias de negociação antes e 3 dias de negociação após a data do evento;
- iii. Definição do período de estimação;
- iv. Seleção da amostra;
- v. Cálculo dos Retornos Normais;
- vi. Cálculo dos Retornos Anormais (ARs);
- vii. Cálculo dos Retornos Anormais Acumulados (CARs).

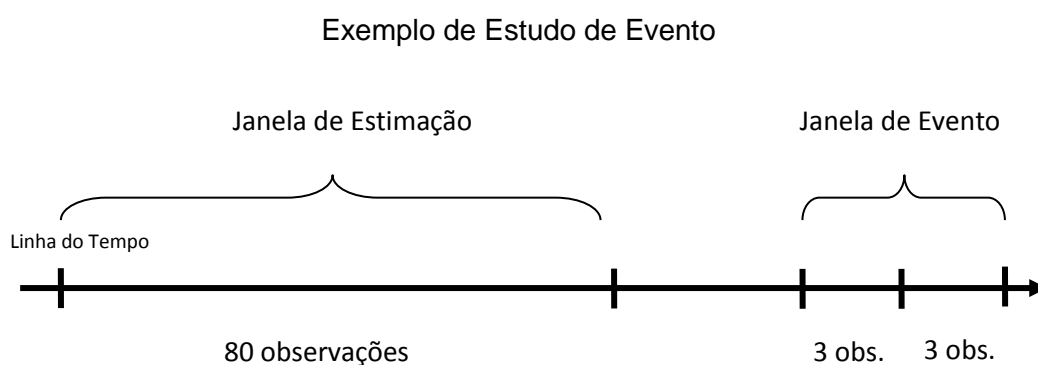


Figura 4 – Modelo de estudo de evento

Esta metodologia de estudo dos eventos de combinações de empresas possui algumas limitações, tais como o fato de considerar apenas o valor potencial decorrente da decisão de aquisição - formulação estratégica, mas falha ao não

incorporar o valor criado ou destruído durante a implantação da aquisição – implantação da estratégia. (HALEBLIAN et al., 2009).

Para o teste da hipótese proposta nesta dissertação, é utilizado o método de análise de painel com dados não balanceados, dado que a quantidade de transações em cada um dos períodos é diferente.

Optou-se pela estimação com dados em painel em função de esta técnica considerar a heterogeneidade individual, uma vez que existem características diferenciadoras nos indivíduos e/ou eventos estudados que podem ou não ser constantes ao longo do tempo, de tal forma que os estudos temporais, por não considerarem tal heterogeneidade, provavelmente teriam resultados enviesados (HSIAO, 2003).

Esta opção pela análise através da estimação de modelo com dados em painel com efeito fixo se dá em virtude de os coeficientes propostos no modelo poderem variar em cada uma das transações ou no tempo. Este modelo trata as diferenças individuais de forma sistemática, ou seja, se supõe que estas diferenças entre as transações e/ou indivíduos estão implícitas na variável independente e que este efeito é correlacionado com todas as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2006). Neste tipo de modelo, o intercepto é uma estimativa da heterogeneidade média (WOOLDRIDGE, 2010) e os coeficientes obtidos para cada uma das variáveis estudadas, lineares ou *dummies* são fixos, possibilitando a realização do teste de hipóteses desejado nesta dissertação.

Conforme o modelo geral proposto, se busca avaliar o impacto da aquisição de controle para explicar os retornos anormais acumulados:

$$\begin{aligned} CAR_{jt} = & \\ & \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt}CONTROLE_{jt} + \alpha_{2jt}AQUIS_TOTAL_{jt} + \alpha_{3jt}SETOR_{jt} + \alpha_{4jt}RELEV_OPER_{jt} + \\ & \alpha_{5jt}FORMA_PAGTO_{jt} + \alpha_{6jt}ALVO_NBR_{jt} + \varepsilon_{jt} \end{aligned} \quad (6)$$

$j = 1, \dots, N$

$t = 2005, \dots, 2010$

Onde:

CAR_{jt} é o Retorno Anormal Acumulado no período entre os três pregões anteriores à data de anúncio do evento e os três pregões subsequentes para uma determinada transação “j” ocorrida no ano “t”.

$CONTROLE_{jt}$ é uma variável *dummy* que define se o evento “j”, ocorrido no ano “t”, envolve a aquisição de uma participação maior do que 50%, acarretando controle da organização adquirida, ou menor ou igual a 50%. Assume o valor “1” quando envolve o bloco de controle e “0” quando não envolve (AMOAKO-ADU; SMITH, 1992). Em situações nas quais a operação de aquisição seja de uma quantidade de ações que venha a compor um bloco de controle quando somadas a ações já detidas pela empresa compradora, é atribuído o valor “1” (ABERLECHE, 2009). A hipótese do trabalho, relacionada a este parâmetro, α_1 , é a de que os retornos anormais são maiores quando há aquisição do bloco de controle, uma vez que tal fato possibilita a aplicação de mudanças de rumos estratégicos e ganhos de sinergia através do compartilhamento de conhecimentos e acesso a recursos. As hipóteses nula e alternativa correspondentes são:

$$H_0: \alpha_1 \leq 0$$

$$H_A: \alpha_1 > 0$$

$AQUIS_TOTAL_{jt}$ é uma variável *dummy* que tem como finalidade avaliar se um determinado evento “j”, realizado no ano “t”, envolve ou não a aquisição da totalidade de ações da empresa alvo. Assume o valor “1” quando a operação envolve 100% das ações e “0” quando não envolve. Esta variável, segundo a literatura, é um potencializador do efeito da aquisição do controle, uma vez que se trata de um caso específico em que a totalidade das ações da empresa alvo é adquirida, o que permite a economia de uma série de custos relacionados ao fato de existirem outros sócios na empresa. Em função de tal caso específico, foi criada uma hipótese adicional ao teste de hipóteses proposto. Para o caso específico de aquisição da totalidade das ações da empresa alvo, espera-se um Retorno Anormal Acumulado superior ao caso da aquisição de controle.

As hipóteses nula e alternativa são representadas por:

$$H'_0: \alpha_2 \leq 0$$

$$H'_A: \alpha_2 > 0$$

$SETOR_{jt}$ é uma variável *dummy* que define se a transação “j”, realizada no ano “t”, ocorre entre empresas do mesmo setor ou de setores diferentes, assumindo o valor “1” quando as empresas são do mesmo setor e “0” quando não. Esta variável tem como objetivo medir o relacionamento entre os setores das empresas envolvidas (LUBATKIN, 1987; SINGH; MONTGOMERY, 1987). O parâmetro desta variável é definido por α_3 e espera-se que seu resultado seja positivo.

$RELEV_OPER_{jt}$ é uma variável contínua que busca definir a relevância da operação “j” realizada no ano “t” em relação ao valor total da empresa, ou seja, *Enterprise Value*. Seu cálculo é dado pela razão entre o Valor da Transação e o *Enterprise Value*. É utilizado o parâmetro α_4 e espera-se que o resultado seja positivo, ou seja, que as operações maiores tragam retornos anormais maiores.

$FORMA_PAGTO_{jt}$ é uma variável *dummy* que identifica se uma transação de F&A envolve ou não pagamento em dinheiro. Se a transação foi paga em dinheiro, assume o valor “1”. Se não envolve, assume o valor “0”. Espera-se que as transações que sejam pagas em dinheiro tenham um retorno anormal superior àquelas que envolvam outras formas de pagamento.

$ALVO_NBR_{jt}$ é uma variável *dummy* que identifica se a empresa alvo é brasileira ou estrangeira. Se a empresa for estrangeira, assume o valor “1”. Se for brasileira tendo, portanto, a mesma nacionalidade da empresa compradora, assume o valor “0”. Segundo a literatura revisada, espera-se que o parâmetro de estimação desta variável, α_6 , seja positivo.

Tabela 3: Hipótese, Variáveis de Controle, Coeficientes e Resultados Esperados

Hipótese, Variáveis de Controle, Coeficientes e Resultados Esperados

| | Hipótese | Potencializador | Controle 1 | Controle 2 | Controle 3 | Controle 4 |
|----------------------|---|---|--|---|--|---|
| Resumo | F&As que envolvem blocos de controle resultam em CARs maiores | F&As que envolvem 100% das ações possuem CARs maiores | F&As de empresas de mesmo setor trazem maior CAR | F&As relativamente maiores resultam em CARs maiores | F&As que são pagas em dinheiro resultam em CARs maiores. | F&As envolvendo empresas de outros países resultam em CARs maiores. |
| Variável | CONTROLE | AQUIS_TOTAL | SETOR | RELEV_OPER | FORMA_PAGTO | ALVO_NBR |
| Tipo | <i>dummy</i> | <i>dummy</i> | <i>dummy</i> | contínua | <i>dummy</i> | <i>dummy</i> |
| Coeficiente | α_1 | α_2 | α_3 | α_4 | α_5 | α_6 |
| Resultados Esperados | $\alpha_1 > 0$ | $\alpha_2 > 0$ | $\alpha_3 > 0$ | $\alpha_4 > 0$ | $\alpha_5 > 0$ | $\alpha_6 > 0$ |
| H ₀ | $\alpha_1 \leq 0$ | $\alpha_2 \leq 0$ | | | | |
| H ₁ | $\alpha_1 > 0$ | $\alpha_2 > 0$ | | | | |

Fonte: Análise do Autor

5. MODELAGEM E RESULTADOS

O modelo proposto através da equação (6) para a explicação dos retornos anormais teve seus coeficientes estimados através do método dos mínimos quadrados utilizando dados em painel e com efeito fixo. Os resultados são detalhados na tabela abaixo.

Tabela 4: Resultado do Modelo de Regressão Proposto

Variável Dependente: CAR

Método: Mínimos Quadrados em Painel

Períodos Inclusos: 98

Cross-sections inclusas: 6

Total de observações do painel (desbalanceadas): 292

| Variável | Coeficiente | | Desvio Padrão | Estatística T | Probabilidade |
|-------------|-------------|-----------|---------------|---------------|---------------|
| | Nome | Valor | | | |
| Constante | α_0 | 0,000456 | 0,044920 | 0,010142 | 0,9919 |
| CONTROLE | α_1 | -0,024278 | 0,014065 | -1,726072 | 0,0854 |
| AQUIS_TOTAL | α_2 | -0,002049 | 0,009703 | -0,211113 | 0,8330 |
| SETOR | α_3 | 0,054533 | 0,051012 | 1,069019 | 0,2860 |
| RELEV_OPER | α_4 | 0,103687 | 0,044632 | 2,323163 | 0,0209 |
| FORMA_PAGTO | α_5 | -0,022208 | 0,017569 | -1,264093 | 0,2072 |
| ALVO_NBR | α_6 | -0,006772 | 0,051899 | -0,130481 | 0,8963 |

R-quadrado 0,047631

R-quadrado ajustado 0,027581

Estatística F 2,375629

Prob (Estat F) 0,029572

Fonte: Análise do Autor utilizando resultados do software eViews 7.1

Foi feita uma análise de correlações entre as variáveis explicativas e foi encontrado um maior nível de correlação entre as variáveis CONTROLE e AQUIS_TOTAL, com um nível de correlação de 0,49681, conforme tabela abaixo:

Tabela 5: Matriz de Correlações Entre as Variáveis Explicativas**Matriz de Correlação Entre as Variáveis Explicativas**

| | SETOR | RELEV_OPER | CONTROLE | AQUIS_TOTAL | FORMA_PAGTO | ALVO_NBR |
|-------------|---------|------------|----------|-------------|-------------|----------|
| SETOR | 1 | 0,01105 | 0,13152 | 0,09510 | 0,15931 | 0,09636 |
| RELEV_OPER | 0,01105 | 1 | 0,10732 | 0,00625 | -0,39388 | -0,04679 |
| CONTROLE | 0,13152 | 0,10732 | 1 | 0,48681 | -0,06459 | -0,04457 |
| AQUIS_TOTAL | 0,09510 | 0,00625 | 0,48681 | 1 | -0,04843 | -0,09606 |
| FORMA_PAGTO | 0,15931 | -0,39388 | -0,06459 | -0,04843 | 1 | 0,14223 |
| ALVO_NBR | 0,09636 | -0,04679 | -0,04457 | -0,09606 | 0,14223 | 1 |

Fonte: Análise do Autor

Em função desta correlação, foi analisado um modelo alternativo, excluindo a variável AQUIS_TOTAL, com o objetivo de verificar se haveria algum incremento do nível de significância das variáveis que foram inicialmente consideradas relevantes. O modelo resultante, considerando apenas as variáveis RELEV_OPER, CONTROLE, SETOR, FORMA_PAGTO e ALVO_NBR, apresentou melhor nível de explicação, calculado através do R-quadrado ajustado pelo número de graus de liberdade, e maior nível de significância para as variáveis RELEV_OPER e CONTROLE. Os resultados são detalhados abaixo:

Tabela 6: Resultado do Modelo de Regressão Ajustado

Variável Dependente: CAR

Método: Mínimos Quadrados em Painel

Períodos Inclusos: 98

Cross-sections inclusas: 6

Total de observações do painel (desbalanceadas): 292

| Variável | Coeficiente | | Desvio Padrão | Estatística T | Probabilidade |
|-------------|-------------|-----------|---------------|---------------|---------------|
| | Nome | Valor | | | |
| Constante | α_0 | 0,000706 | 0,044829 | 0,015738 | 0,9875 |
| CONTROLE | α_1 | -0,025732 | 0,012243 | -2,101792 | 0,0364 |
| SETOR | α_3 | 0,053651 | 0,050756 | 1,057045 | 0,2914 |
| RELEV_OPER | α_4 | 0,104205 | 0,044490 | 2,342231 | 0,0199 |
| FORMA_PAGTO | α_5 | -0,022075 | 0,017528 | -1,259423 | 0,2089 |
| ALVO_NBR | α_6 | -0,005077 | 0,051189 | -0,099189 | 0,9211 |

R-quadrado 0,047482

R-quadrado ajustado 0,030830

Estatística F 2,851366

Prob (Estat F) 0,015702

Fonte: Análise do Autor utilizando resultados do software eViews 7.1

Em ambos os modelos testados não houve mudança dos sinais dos coeficientes da relevância da operação e da aquisição de controle, não gerando resultados contraditórios em caso de mudança das variáveis utilizadas no modelo.

Em relação à hipótese deste trabalho, quanto ao Retorno Anormal relacionado à aquisição de controle, α_1 é menor do que zero. Não se rejeita, portanto, a hipótese nula. Infere-se que a compra de controle gera um retorno anormal menor. Tal fato, apesar de não ser o esperado de acordo com a revisão de literatura, pode ter uma explicação quando se considera a possibilidade de os agentes de mercado perceberem a existência de pagamento de sobre-preço para a aquisição deste controle e que esse prêmio pago seria maior do que os benefícios que a empresa poderia obter com esta aquisição (CAPRON; PISTRE, 2002; NENOVA, 2003; DYCK; ZINGALES, 2004).

Já em relação à possibilidade de a compra da totalidade das ações da empresa alvo trazer um efeito potencializador do CAR, não foi observado tal resultado, uma vez que o coeficiente desta variável não foi estatisticamente relevante.

Em relação às variáveis de controle utilizadas no modelo, apenas a variável $RELEV_OPER_{jt}$ apresentou seu coeficiente α_4 positivo e com relevância estatística no modelo proposto, conforme esperado através da literatura revisada. Todas as demais variáveis de controle não tiveram coeficientes relevantes estatisticamente.

Tabela 7: Hipótese, Variáveis de Controle, Coeficientes e Resultados Observados

| Hipótese, Variáveis de Controle, Coeficientes e Resultados Observados | | | | | | |
|--|---|---|--|---|--|---|
| | Hipótese | Potencializador | Controle 1 | Controle 2 | Controle 3 | Controle 4 |
| Resumo | F&As que envolvem blocos de controle resultam em CARs maiores | F&As que envolvem 100% das ações possuem CARs maiores | F&As de empresas de mesmo setor trazem maior CAR | F&As relativamente maiores resultam em CARs maiores | F&As que são pagas em dinheiro resultam em CARs maiores. | F&As envolvendo empresas de outros países resultam em CARs maiores. |
| Variável | CONTROLE | AQUIS_TOTAL | SETOR | RELEV_OPER | FORMA_PAGTO | ALVO_NBR |
| Tipo | <i>dummy</i> | <i>dummy</i> | <i>dummy</i> | contínua | <i>dummy</i> | <i>dummy</i> |
| Coeficiente | α_1 | α_2 | α_3 | α_4 | α_5 | α_6 |
| Resultados Esperados | $\alpha_1 > 0$ | $\alpha_2 > 0$ | $\alpha_3 > 0$ | $\alpha_4 > 0$ | $\alpha_5 > 0$ | $\alpha_6 > 0$ |
| Resultados Observados | $\alpha_1 < 0$ | $\alpha_2 < 0$ | $\alpha_3 > 0$ | $\alpha_4 < 0$ | $\alpha_5 < 0$ | $\alpha_6 < 0$ |
| Relevância | 90%* / 95%** | não relevante | não relevante | 90%* / 95%** | não relevante | não relevante |
| H ₀ | $\alpha_1 \leq 0$ | $\alpha_2 \leq 0$ | | | | |
| H ₁ | $\alpha_1 > 0$ | $\alpha_2 > 0$ | | | | |
| Resultado | Não se rejeita H ₀ | Não se rejeita H ₀ | | | | |

* modelo com seis variáveis

** modelo com cinco variáveis (SETOR, RELEV_OPER, CONTROLE, FORMA_PAGTO, ALVO_NBR)

Fonte: Análise do Autor

6. CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA PRÓXIMOS ESTUDOS

Foi estudado o impacto do anúncio de operações de fusões e aquisições realizadas por empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) entre os anos de 2005 e 2010. O estudo abrange um total de 292 transações que preenchiam os requisitos propostos, os quais envolviam, além da empresa ser brasileira, independentemente do país de origem dos acionistas, não pertencer ao setor financeiro, as ações serem suficientemente líquidas – existência de informações disponíveis de cotação, capitalização de mercado e *Enterprise Value* – e as transações deveriam ser anunciadas e concretizadas entre o período de 01 de janeiro de 2005 e 31 de dezembro de 2010,

O foco desta dissertação está em avaliar a criação de valor para os acionistas das empresas brasileiras que passaram por um processo de consolidação no papel de compradoras, com o objetivo de avaliar se a aquisição de um bloco de controle impacta o valor da empresa compradora no momento do anúncio das operações.

Na amostra de eventos estudada, não existem evidências que comprovam que a aquisição de controle traz retornos anormais superiores, levando ao contrário a uma inferência de que a aquisição de controle gera um retorno anormal menor, uma vez que o sinal do coeficiente α_1 calculado é negativo, ou seja, que os agentes de mercado percebem a existência de um pagamento de sobre-preço para a aquisição desta posição majoritária no capital das empresas alvo.

Esta observação contraria o senso comum existente dentre os executivos dirigentes de empresas que buscam nas atividades de fusões e aquisições um caminho para geração de valor para os acionistas que os contrataram para gerenciar as empresas consolidadoras.

Em relação ao efeito da aquisição total das ações da empresa alvo como gerador de valor adicional para os acionistas da empresa compradora, tal efeito também não foi observado. Além disso, observou-se na amostra uma elevada correlação entre os casos de aquisição de controle e o caso específico de aquisição total, resultando na criação de um modelo que eliminou a variável *AQUIS_TOTAL*.

Em relação às limitações podem ser destacadas as seguintes:

- i. As amostras de eventos analisadas para estabelecer o impacto dos anúncios das operações são relativamente pequenas, o que leva à impossibilidade de consideração de variáveis como o setor da indústria em que os envolvidos operam para construção dos painéis;
- ii. O estudo analisa apenas transações que envolvem empresas brasileiras no papel de consolidadoras, limitando os testes de hipótese a este universo amostral. Uma eventual inclusão de empresas de outras nacionalidades permitiria verificar se as variáveis explicativas gerariam diferenças relevantes para organizações consolidadoras de países diferentes.
- iii. A percepção dos agentes de mercado em relação aos prêmios de controle não foi testada diretamente sobre cada uma das transações realizadas em função da dificuldade de obtenção deste dado. Apesar de não se rejeitar a hipótese nula de que a aquisição de controle não traz CAR positivo, a percepção de um pagamento de sobre-preço pode apenas ser inferida através das variações dos preços das ações.

Apesar das limitações apontadas, espera-se que esta dissertação contribua para o refinamento e desenvolvimento de futuros estudos sobre o impacto no valor das organizações decorrente do anúncio de operações de fusões e aquisições.

A sugestão para futuros estudos é a de se aprofundar nas análises considerando setores econômicos específicos, a comparação entre diferentes indústrias e também a comparação entre empresas de diferentes nacionalidades no papel de consolidadoras.

Seria interessante testar também o efeito da percepção de curto prazo dos agentes de mercado sobre o CAR em função da aquisição de controle e o eventual prêmio pago aos acionistas das empresas consolidadas. As opiniões dos agentes de mercado, que podem ser obtidas através de relatórios de pesquisa realizados por corretoras e bancos de investimentos nos momentos de realização das operações, permitiriam capturar a sua percepção momentânea sobre cada um dos eventos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABERLECHE, S. Desempenho de Longo Prazo de Fusões e Aquisições: Evidência de Mercados de Capitais Latino-Americanos. **Dissertação de Mestrado Profissional – Fundação Getúlio Vargas**. São Paulo, 2008.
- AGRAWAL, A.; JAFFE, J.; MANDELKER, G. N. The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of anomaly. **Journal of Finance**, v. 47, p. 1605-1621, 1992.
- AMOAKO-ADU, B.; SMITH, B. Comparative study of complete tender offers and partial acquisitions. **Journal of Banking and Finance**, v. 17, p. 1097-1110, 1993
- ASHFORTH, B. E.; MAEL, F. Social Identity Theory and the Organization. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 20-39, 1989.
- AULAKH, P. S. Revisiting the Internationalization – Performance Relationship: Implications for Emerging Economy Firms. **Decision**, v. 36, n. 2, p. 25-39, 2009.
- BARLETT, C A.; GHOSHAL, S. Beyond the M-Form: Toward a Managerial Theory of the Firm. **Strategic Management Journal**, v. 14, Special Issue: Organizations, Decision Making and Strategy. p. 23-46. (Winter, 1993).
- BARNEY, J.; Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. **Strategic Management Journal**. Summer Special Issue, n. 9, p. 71-78, 1988.
- BOEN, F.; VANBESELAERE, N.; BREBELS, L.; HUYBENS, W.; MILLET, K. Post-merger identification as a function of pre-merger identification, relative representation, and pre-merger status. **European Journal of Social Psychology**, v. 37, p. 380-389. 2007.
- BRITISH INSTITUTE OF MANAGEMENT. The management of acquisitions and mergers. **Discussion paper No 8**. Economics Dept., 1986.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA F.V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração USP**, v. 12, p. 99-115, 2005.
- _____. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 44, p. 206-220, abr/jun 2009.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, v. 23, p. 781-794, 2002.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

ELAYAN, F. A.; YOUNG, P. J. The Value of Control: Evidence from Full and Partial Acquisitions in the Real Estate Industry. **Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 8, p. 167-182, 1994.

GOMES, C.; AIDAR, O.; VIDEIRA, R. Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. **Economia**, v. 7, p. 143-163, 2006.

HALEBLIAN, J.; DEVERS, C. E.; MCNAMARA, G.; CARPENTER, M. A.; DAVISON, R. B. Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. **Journal of Management**, v. 35, n. 3, p. 469-502, 2009.

HALSALL, R. Intercultural Mergers and Acquisitions as 'Legitimacy Crises' of Models of Capitalism: A UK German Case Study. **Organization**, v. 15, p. 787-809, 2008.

HOSKISSON, R.; CASTLETON, M.; WITHERS, M. Complementarity in Monitoring and Bonding: More Intense Monitoring Leads to Higher Executive Compensation. **The Academy of Management Perspectives**, v. 23, n. 2, p. 57-74. 2009.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. 2nd. ed. New York: Cambridge University Press, 2003.

JENSEN, M. C; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983.

KARAFIATH, I. Incomplete temporal overlap and cross-sectional independence in event studies. **Applied Financial Economic Letters**, v. 4, p. 81-86, 2008.

KOMIAK, P. J. Control premiums in acquisition transactions: a natural experiment. **International Journal of Business, Accounting and Finance**, v. 4, n. 1, p. 70-85, 2010.

LARSSON, R.; FINKELSTEIN, S. Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. **Organizational Science**, v.10, n. 1, p. 1-27, 1999.

LUBATKIN, M. Merger strategies and stockholder value. **Strategic Management Journal**, v. 8, p. 39-53, 1987.

LUBATKIN, M.; O'NEILL, H. Merger Strategies, Economic Cycles, and Stockholder Value. **Interfaces**, v. 18, n. 6, p. 65-71, 1988.

MANGOLD, N. R.; LIPPOK, K. The Effect of Cross-Border Mergers and Acquisitions on Shareholder Wealth: Evidence from Germany. **Journal of International Business and Economics**, v. 8, n. 3, p. 29 a 54, 2008.

MARCOULIDES, G. A.; HECK, R. H. Organizational Culture and Performance: Proposing and Testing a Model. **Organizational Science**, v. 4, n. 2, p. 209-225, 1993.

MATIAS, A. B.; PASIN, R. M. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade de empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração da USP**, v. 36, n. 1, p. 5-13, 2001.

MOELLER, S. B.; SCHILINGEMANN, F. P.; RENÉ, M. Firm size and the gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 2, p. 201-228, 2004.

NENOVA, T. The Value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, p. 325-351, 2003.

_____. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil. **Latin America Business Review**, v. 6, p. 1-37, 2005.

OLIE, R. Shades of Culture and Institutions in International Mergers. **Organization Studies**, v. 15, n. 3, p. 381-405, 1994

PASIN, R. M. Fusões e aquisições na indústria de alimentos no Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. **Anais Eletrônicos**. Florida: BALAS, 2002 (CD-ROM).

QINGZHONG, M.; WEI, Z.; NAMIR, C. Stock Performance of Acquiring Listed and Unlisted Lodging Assets. **Cornell Hospitality Quarterly**, v. 53, n. 3, p. 291-301, 2011.

RAY, S; WARUSAWITHARANA, M. An Efficiency Perspective on the Gains from Mergers and Asset Purchases. **The B. E. Journal of Economic Analysis and Policy**, v. 9, n. 1, Article 43, 2009.

ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 5, n. especial, p. 69-102, 2001.

SCHERER, F. L.; GOMES, C. L.; KRUGLIANSKAS, I. The Internationalization Process of Brazilian Companies: a Study of Multiple Cases in the Heavy Construction Industry. **Brazilian Administration Review**, v. 6, n. 4, p. 280-298, 2009.

SHIMIZU, K.; HITT, M.A.; VAIDYANATHAN, D.; PISANO, V. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. **Journal of International Management**, v. 10, p. 307-353, 2004.

SIMÕES, M. D.; MACEDO-SOARES, D. L. A., KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Do Mergers and Acquisitions Signal Value? Evidence from Argentina, Brazil and Chile. **Anais EnANPAD 2010**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

SINGH, H.; MONTGOMERY, C.; Corporate acquisition strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 4, p. 377-186, 1987.

STAHL, G. K.; VOIGHT, A. Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination. **Organization Studies**, v. 19, n. 1, p. 160-176. 2008.

TERRY, D. J.; O'BRIEN, A. T. Status, Legitimacy, and Ingroup Bias in the Context of Organizational Merger. **Group Process & Intergroup Relations**, v. 4, p. 271-289. 2001.

WESTON, J. F. The payoff in merger and acquisitions. In: ROCK, M; ROCK, R. H; SIKORA, M. **The M&A Handbook**. 2nd. ed. New York: McGraw-Hill, 1994.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo, Thomson, 2006.

_____. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. 2nd. ed. Cambridge: The MIT Press, 2010.

ZHU, P.; JOG, V.; OTCHERE, I. Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry and corporate control hypotheses. **Journal of Corporate Finance**, n. 17, p. 288-305, 2011.

ANEXO 1 – Resumo das Transações Estudadas

Tabela das Empresas Estudadas, Número de Transações e Valores

| Código da Ação | Nome da Empresa | Quantidade de Transações | Valor Total das Transações (US\$ MM) |
|----------------|--|--------------------------|--------------------------------------|
| AEDU11+AEDU3 | Anhanguera Educacional Participações S.A. | 15 | 338,47 |
| ALPA4 | Sao Paulo Alpargatas S.A. | 5 | 119,56 |
| AMBV4 | Companhia de Bebidas das Américas | 2 | 1.805,81 |
| AMIL3 | Amil Participações S.A. | 8 | 911,37 |
| ARCZ6 | Aracruz Celulose S.A. | 1 | 47,10 |
| BBRK3 | Brasil Brokers Participações S.A. | 4 | 198,99 |
| BEEF3 | Minerva S.A. | 2 | 38,15 |
| BEMA3 | Bematech S.A. | 2 | 33,86 |
| BOBR4 | Bombril S.A. | 1 | 7,10 |
| BRKM5 | Braskem | 6 | 2.178,28 |
| BRML3 | BR Malls Participações S.A. | 7 | 894,67 |
| BRPR3 | BR Properties S.A. | 1 | 283,27 |
| CCRO3 | Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) | 4 | 1.092,19 |
| CIEL3 | Cielo S.A. | 1 | 28,50 |
| CMIG4 | Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig) | 6 | 2.815,50 |
| CPFE3 | CPFL Energia | 2 | 97,74 |
| CPLE6 | Companhia Paranaense de Energia (Copel) | 2 | 253,04 |
| CSAN3 | Cosan S.A. Industria e Comercio | 4 | 886,30 |
| CSNA3 | Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) | 4 | 2.549,75 |
| CTAX4 | Contax Participações S.A. | 1 | 47,77 |
| DASA3 | Diagnósticos da America S.A. (Dasa) | 14 | 263,33 |
| DTEX3 | Duratex S.A. | 2 | 83,26 |
| EBTP4 | Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. (Embratel) | 2 | 2.062,92 |
| ESTC3 | Estácio Participações S.A. | 1 | 11,98 |
| FRAS4 | Fras-le S.A. | 1 | 4,00 |
| GFSA3 | Gafisa S.A. | 4 | 921,27 |
| GGBR4 | Gerdau S.A. | 15 | 3.715,75 |
| GOAU4 | Metalúrgica Gerdau S.A. | 5 | 4.571,50 |
| GOLL4 | Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. | 1 | 275,00 |
| GPIV11 | GP Investments | 2 | 162,44 |
| GVTT3 | GVT (Holding) S.A. | 1 | 61,50 |
| HYPE3 | Hypermarcas S.A. | 8 | 3.121,97 |
| IDNT3 | IdeiasNet S.A. | 6 | 129,71 |
| IGTA3 | Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. | 2 | 138,78 |
| JBSS3 | JBS S.A. | 6 | 2.481,19 |
| JHSF3 | JHSF Participações S.A. | 1 | 180,00 |
| KROT11 | Kroton Educacional S.A. | 9 | 206,77 |
| LAME4 | Lojas Americanas | 2 | 150,19 |
| LPSB3 | LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A. | 10 | 177,68 |
| LUPA3 | Lupatech S.A. | 12 | 293,39 |
| MDIA3 | M Dias Branco | 1 | 350,50 |
| MGEL4 | Mangels Industrial S.A. | 1 | 9,15 |
| MMXM3 | MMX Mineração e Metalicos S.A. | 1 | 224,00 |
| MRFG3 | Marfrig Alimentos S.A. | 9 | 2.765,88 |
| MULT3 | Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. | 2 | 46,10 |
| NETC4 | NET Serviços de Comunicação | 2 | 197,70 |
| ODPV3 | Odontoprev S.A. | 5 | 43,71 |
| OHLB3 | OHL Brasil | 1 | 91,00 |
| PCAR4 | Grupo Pão de Açúcar | 3 | 12.061,44 |
| PDGR3 | PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações | 3 | 1.391,56 |
| PETR4 | Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras) | 16 | 4.499,70 |
| POSJ3 | Positivo Informática S.A. | 1 | 3,08 |
| SDIA4 | Sadia S.A. | 2 | 35,53 |
| SGPS3 | Springs Global Participações S.A. | 1 | 24,44 |
| SMTO3 | São Martinho S.A. | 2 | 16,19 |
| SUBA3 | Submarino.com | 2 | 4,69 |
| SULA11 | Sul América S.A. | 1 | 15,45 |
| SUZB5 | Suzano Papel e Celulose S.A. | 2 | 966,76 |
| TAMM4 | TAM | 2 | 103,85 |
| TBLE3 | Tractebel Energia | 1 | 82,95 |
| TEMP3 | Tempo Participações S.A. | 1 | 30,67 |
| TMAR5 | Telemar Norte Leste S.A. | 6 | 3.938,59 |
| PETR4 | Telemar Participações S.A. | 1 | 384,04 |
| TOTS3 | Totvs S.A. | 9 | 482,49 |
| TUPY3 | CP Cimento e Participações S.A. | 1 | 16,86 |
| UGPA3+UGPA4 | Ultrapar Participações | 5 | 953,82 |
| USIM5 | Usinas Siderurgicas de Minas Gerais (Usiminas) | 4 | 1.161,82 |
| VAGR3 | Brasil EcoDiesel | 1 | 219,41 |
| VALE5 | Vale S.A. | 18 | 54.352,47 |
| VCPA4+FIBR3 | Votorantim Celulose e Papel S.A. (VCP) | 2 | 2.265,76 |
| VIVO3 | VIVO S.A. | 3 | 1.522,73 |
| WEGE3 | Weg S.A. | 1 | 2,36 |

Fonte: Análise do Autor

ANEXO 2 – Resumo das Transações Efetuadas por Setor

| Setores Econômicos Envolvidos (código DealWatch) | Quantidade de Transações | Valor Total das Transações (US\$ MM) |
|--|--------------------------|--------------------------------------|
| Activities Related to Real Estate (5313) | 4 | 317,9 |
| Activities Related to Real Estate (5313); Residential Building Construction (2332) | 1 | 4,6 |
| Advertising Agencies (54181) | 1 | 47,8 |
| Air and Gas Compressor Manufacturing (333912) | 2 | 61,1 |
| Air Transportation (481) | 1 | 96,6 |
| All Other Basic Organic Chemical Manufacturing (325199) | 1 | 32,2 |
| Alumina and Aluminum Production and Processing (3313) | 1 | 27,5 |
| Animal (except Poultry) Slaughtering (311611) | 4 | 574,7 |
| Animal (except Poultry) Slaughtering (311611); Beef Cattle Ranching and Farming (112111) | 1 | 34,2 |
| Animal (except Poultry) Slaughtering (311611); Beef Cattle Ranching and Farming, including Feedlots (11211) | 1 | 37,3 |
| Animal (except Poultry) Slaughtering (311611); Hog and Pig Farming (1122); Oilseed and Grain Farming (1111) | 1 | 23,6 |
| Animal (except Poultry) Slaughtering (311611); Sheep Farming (11241) | 1 | 27,5 |
| Animal Production (112); Animal Slaughtering and Processing (3116) | 1 | 13,9 |
| Animal Slaughtering and Processing (3116) | 3 | 2.293,7 |
| Animal Slaughtering and Processing (3116); Seafood Canning (311711) | 1 | 12,0 |
| Appliance, Television, and Other Electronics Stores (44311); Furniture Stores (4421) | 1 | 11.544,0 |
| Bituminous Coal and Lignite Surface Mining (212111) | 1 | 59,0 |
| Boiler, Tank, and Shipping Container Manufacturing (3324) | 1 | 16,2 |
| Breweries (31212) | 2 | 1.805,8 |
| Business Support Services (5614); Software Publishers (5112) | 1 | 11,9 |
| Cable and Other Program Distribution (5175) | 3 | 2.081,4 |
| Cable and Other Subscription Programming (5152) | 1 | 140,0 |
| Carburetor, Piston, Piston Ring, and Valve Manufacturing (336311); Metal Valve Manufacturing (33291) | 1 | 55,6 |
| Cement & Glass and Other Nonmetallic Mineral Products (327); Cement and Concrete Product Manufacturing (3273) | 1 | 16,9 |
| Cement and Concrete Product Manufacturing (3273) | 1 | 1.895,8 |
| Coal Mining (2121) | 1 | 92,0 |
| Coal Mining (2121); Metal Ore Mining (2122) | 1 | 777,9 |
| Colleges, Universities, and Professional Schools (6113) | 22 | 500,6 |
| Colleges, Universities, and Professional Schools (6113); Educational Services (61) | 1 | 2,1 |
| Colleges, Universities, and Professional Schools (6113); Elementary and Secondary Schools (6111) | 1 | 38,5 |
| Commercial and Industrial Machinery and Equipment (except Automotive and Electronic) Repair and Main (8113) | 1 | 17,3 |
| Computer and Electronic Product Manufacturing (334) | 1 | 22,8 |
| Computer and Electronic Product Manufacturing (334); Computer and Peripheral Equipment Manufacturing (3341); Software Publishers (5112) | 1 | 23,6 |
| Computer Facilities Management Services (541513) | 1 | 1,4 |
| Computer Systems Design Services (541512); Data Processing, Hosting, and Related Services (5182); Other Computer Peripheral Equipment Manufacturing (334119) | 1 | 22,0 |
| Computer Terminal Manufacturing (334113) | 1 | 3,1 |
| Cookie, Cracker, and Pasta Manufacturing (31182); Food Manufacturing (311) | 1 | 350,5 |

| | | |
|---|---|----------|
| Copper Ore and Nickel Ore Mining (212234) | 1 | 66,1 |
| Copper, Nickel, Lead, and Zinc Mining (21223) | 1 | 17.600,0 |
| Copper, Nickel, Lead, and Zinc Mining (21223); Iron Ore Mining (21221) | 1 | 806,3 |
| Copper, Nickel, Lead, and Zinc Mining (21223); Iron Ore Mining (21221); Mining (except Oil and Gas) (212) | 1 | 7,4 |
| Corporate, Subsidiary, and Regional Managing Offices (551114) | 1 | 0,7 |
| Corporate, Subsidiary, and Regional Managing Offices (551114); Electric Power Generation (22111) | 1 | 63,0 |
| Corporate, Subsidiary, and Regional Managing Offices (551114); Internet Service Providers and Web Search Portals (5181); Wired Telecommunications Carriers (5171); Wireless Telecommunications Carriers (except Satellite) (5172) | 1 | 3.219,1 |
| Corporate, Subsidiary, and Regional Managing Offices (551114); Lessors of Nonresidential Buildings (except Miniwarehouses) (53112) | 1 | 65,7 |
| Corporate, Subsidiary, and Regional Managing Offices (551114); Petrochemical Manufacturing (32511); Petroleum and Coal Products Manufacturing (324) | 1 | 106,0 |
| Corporate, Subsidiary, and Regional Managing Offices (551114); Wired Telecommunications Carriers (5171) | 1 | 42,0 |
| Credit Card Issuing (52221) | 1 | 28,5 |
| Crude Petroleum and Natural Gas Extraction (211111); Petroleum Refineries (32411) | 3 | 876,0 |
| Data Processing, Hosting, and Related Services (5182) | 1 | 2,0 |
| Data Processing, Hosting, and Related Services (5182); Information and IT (51) | 1 | 17,0 |
| Department Stores (4521); Real Estate, Leasing and Rental Services (53); Rental and Leasing Services (532); Video Tape and Disc Rental (53223) | 1 | 96,3 |
| Diagnostic Imaging Centers (621512) | 3 | 46,5 |
| Direct Health and Medical Insurance Carriers (524114) | 2 | 9,1 |
| Direct Health and Medical Insurance Carriers (524114); General Medical and Surgical Hospitals (6221) | 2 | 651,9 |
| Direct Life, Health, and Medical Insurance Carriers (52411) | 3 | 75,3 |
| Direct Life, Health, and Medical Insurance Carriers (52411); Offices of Dentists (6212) | 1 | 5,7 |
| Drilling Oil and Gas Wells (213111) | 1 | 134,7 |
| Electric Power Distribution (221122); Electric Power Generation (22111) | 1 | 917,2 |
| Electric Power Generation (22111) | 1 | 93,7 |
| Electric Power Generation, Transmission and Distribution (2211) | 4 | 761,3 |
| Electric Power Transmission, Control, and Distribution (22112) | 2 | 1.277,5 |
| Electronic Shopping and Mail-Order Houses (4541) | 3 | 58,6 |
| Environmental Consulting Services (54162) | 1 | 77,3 |
| Ethyl Alcohol Manufacturing (325193); Sugarcane Farming (11193); Sugarcane Mills (311311) | 3 | 1.037,4 |
| Fabricated Metal Product Manufacturing (332); Fluid Power Valve and Hose Fitting Manufacturing (332912); Industrial Valve Manufacturing (332911) | 1 | 29,0 |
| Fertilizer Manufacturing (32531) | 2 | 1.814,9 |
| Fertilizer Manufacturing (32531); Other Chemical and Fertilizer Mineral Mining (212393) | 1 | 3.800,0 |
| Fertilizer Manufacturing (32531); Other Chemical and Fertilizer Mineral Mining (212393); Phosphate Rock Mining (212392) | 1 | 25.000,0 |
| Fiber Optic Cable Manufacturing (335921); Household Appliances & Other Electrical Equipment (335) | 1 | 5,6 |
| Footwear Manufacturing (3162) | 1 | 28,3 |
| Forest Nurseries and Gathering of Forest Products (1132) | 1 | 82,0 |
| Forest Nurseries and Gathering of Forest Products (1132); Pulp, Paper, and Paperboard Mills (3221) | 1 | 47,1 |
| Fossil Fuel Electric Power Generation (221112) | 1 | 8,6 |
| Fossil Fuel Electric Power Generation (221112); Petroleum Refineries (32411) | 1 | 91,0 |
| Frozen Food Manufacturing (31141); Hog and Pig Farming (1122); Poultry and Egg Production (1123) | 1 | 31,0 |
| Gasoline Stations with Convenience Stores (44711) | 2 | 544,2 |
| Gasoline Stations with Convenience Stores (44711); Natural Gas Liquid Extraction (211112) | 2 | 15,8 |
| Gasoline Stations with Convenience Stores (44711); Other Support Activities for Air Transportation (48819); Pipeline Transportation of Refined Petroleum Products (48691) | 1 | 400,0 |
| Gasoline Stations with Convenience Stores (44711); Petrochemical Manufacturing (32511); Petroleum Refineries (32411) | 1 | 1.100,0 |
| Gasoline Stations with Convenience Stores (44711); Petroleum and Petroleum Products Wholesalers (4227) | 1 | 715,0 |

| | | |
|---|---|---------|
| General Medical and Surgical Hospitals (6221) | 2 | 63,7 |
| General Warehousing and Storage (49311) | 1 | 285,7 |
| Grocery Stores (4451); Grocery and Related Product Wholesalers (4224) | 1 | 88,4 |
| Hardware Manufacturing (3325) | 1 | 7,5 |
| Holdings & Management of Companies and Enterprises (55); Iron Ore Mining (21221) | 1 | 230,8 |
| Home Furnishings Stores (4422); Other Miscellaneous Store Retailers (4539) | 1 | 24,4 |
| Hospitals & Health Care (62); Medical and Diagnostic Laboratories (6215) | 1 | 2,1 |
| Household and Institutional Furniture and Kitchen Cabinet Manufacturing (3371); Pottery, Ceramics, and Plumbing Fixture Manufacturing (32711) | 1 | 47,1 |
| Household and Institutional Furniture and Kitchen Cabinet Manufacturing (3371); Vitreous China Plumbing Fixture and China and Earthenware Bathroom Accessories Manufacturing (327111) | 1 | 36,2 |
| Household Appliance Stores (443111); Radio, Television, and Other Electronics Stores (443112) | 1 | 429,1 |
| Hydroelectric Power Generation (221111) | 1 | 83,0 |
| Industrial Machinery Manufacturing (3332) | 1 | 2,4 |
| Industrial Valve Manufacturing (332911) | 1 | 38,6 |
| Insurance Carriers (5241); Offices of Dentists (6212) | 1 | 11,0 |
| Insurance Carriers and Related Activities (524) | 1 | 106,1 |
| Internet Service Providers and Web Search Portals (5181) | 1 | 57,7 |
| Iron and Steel Mills (331111) | 9 | 3.444,6 |
| Iron and Steel Mills (331111); Steel Product Manufacturing from Purchased Steel (3312) | 2 | 1.052,0 |
| Iron and Steel Mills and Ferroalloy Manufacturing (3311) | 6 | 4.823,9 |
| Iron and Steel Pipe and Tube Manufacturing from Purchased Steel (33121); Metal Service Centers and Offices (42151) | 1 | 37,2 |
| Iron Ore Mining (21221); Iron and Steel Mills and Ferroalloy Manufacturing (3311) | 1 | 440,0 |
| Iron Ore Mining (21221); Metal Ore Mining (2122); Mining (except Oil and Gas) (212) | 1 | 224,0 |
| Iron Ore Mining (21221); Mining (21) | 1 | 145,0 |
| Iron Ore Mining (21221); Potash, Soda, and Borate Mineral Mining (212391); Support Activities for Metal Mining (213114) | 1 | 1.600,0 |
| Leather and Hide Tanning and Finishing (3161) | 1 | 49,5 |
| Lessors of Nonresidential Buildings (except Miniwarehouses) (53112) | 6 | 491,8 |
| Lessors of Nonresidential Buildings (except Miniwarehouses) (53112); Retail Trade (44) | 1 | 470,6 |
| Lessors of Real Estate (5311) | 2 | 23,7 |
| Lessors of Real Estate (5311); Rental and Leasing Services (532) | 1 | 1,5 |
| Lessors of Residential Buildings and Dwellings (53111); Residential Building Construction (2332) | 1 | 10,0 |
| Management of Companies and Enterprises (551) | 1 | 175,6 |
| Management, Scientific, and Technical Consulting Services (5416) | 1 | 1,6 |
| Medical and Diagnostic Laboratories (6215) | 8 | 134,1 |
| Medical Laboratories (621511) | 2 | 80,7 |
| Medicinal and Botanical Manufacturing (325411) | 1 | 751,0 |
| Metal Ore Mining (2122) | 1 | 1.011,8 |
| Metal Valve Manufacturing (33291) | 1 | 11,4 |
| Motor Vehicle Brake System Manufacturing (33634) | 1 | 4,0 |
| Natural Gas Distribution (2212) | 1 | 250,0 |
| Nonresidential Building Construction (2333); Residential Building Construction (2332) | 2 | 1.413,4 |
| Offices of Dentists (6212) | 3 | 50,7 |
| Offices of Real Estate Agents and Brokers (5312) | 1 | 4,3 |
| Offices of Real Estate Agents and Brokers (5312); Other Investment Pools and Funds (5259) | 1 | 27,1 |
| Offices of Real Estate Agents and Brokers (5312); Real Estate (531) | 1 | 2,7 |
| Offices of Real Estate Agents and Brokers (5312); Real Estate Property Managers (53131) | 1 | 158,2 |
| Offices of Real Estate Agents and Brokers (5312); Real Estate, Leasing and Rental Services (53) | 2 | 7,7 |

| | | |
|--|------------|------------------|
| Other Electric Power Generation (221119) | 2 | 374,8 |
| Other Fabricated Metal Product Manufacturing (3329) | 1 | 9,2 |
| Other Pipeline Transportation (4869); Water, Sewer, and Pipeline Construction (23491) | 1 | 2,1 |
| Paper Manufacturing (322); Paper Mills (32212); Pulp Mills (32211) | 1 | 1.110,0 |
| Pesticide, Fertilizer, and Other Agricultural Chemical Manufacturing (3253) | 1 | 1.003,0 |
| Petrochemical Manufacturing (32511) | 4 | 1.016,2 |
| Petrochemical Manufacturing (32511); Petroleum Refineries (32411) | 2 | 1.478,1 |
| Petrochemical Manufacturing (32511); Pharmaceuticals, Petrochemical & Other Chemicals (325) | 1 | 7,6 |
| Petroleum and Petroleum Products Wholesalers (except Bulk Stations and Terminals) (42272) | 1 | 50,0 |
| Petroleum Lubricating Oil and Grease Manufacturing (324191); Petroleum and Petroleum Products Wholesalers (4227) | 1 | 12,0 |
| Pharmaceutical and Medicine Manufacturing (3254) | 5 | 799,7 |
| Pharmaceuticals, Petrochemical & Other Chemicals (325) | 1 | 1.453,9 |
| Poultry and Egg Production (1123) | 1 | 800,0 |
| Poultry Hatcheries (11234); Turkey Production (11233) | 1 | 37,5 |
| Professional and Management Development Training (61143); Technical and Trade Schools (6115) | 1 | 16,1 |
| Pulp, Paper, and Paperboard Mills (3221) | 1 | 1.155,8 |
| Real Estate Investment Trusts (52593) | 2 | 294,2 |
| Real Estate Property Managers (53131) | 2 | 12,4 |
| Real Estate Property Managers (53131); Residential Building Construction (2332) | 1 | 425,0 |
| Real Estate, Leasing and Rental Services (53) | 1 | 29,0 |
| Residential Building Construction (2332) | 2 | 462,9 |
| Rolling and Drawing of Purchased Steel (33122) | 1 | 40,5 |
| Rubber and Plastics Footwear Manufacturing (316211) | 4 | 91,3 |
| Satellite Telecommunications (5174); Wired Telecommunications Carriers (5171) | 1 | 99,9 |
| Scheduled Air Transportation (4811) | 1 | 275,0 |
| Scheduled Passenger Air Transportation (481111) | 1 | 7,3 |
| Soap and Cleaning Compound Manufacturing (32561) | 1 | 7,1 |
| Software Publishers (5112) | 4 | 447,2 |
| Soil Preparation, Planting, and Cultivating (115112) | 1 | 3,3 |
| Specialty (except Psychiatric and Substance Abuse) Hospitals (6223) | 1 | 55,7 |
| Steel Product Manufacturing from Purchased Steel (3312) | 2 | 90,0 |
| Structural Steel Erection Contractors (23591) | 1 | 70,9 |
| Sugarcane Farming (11193) | 1 | 219,4 |
| Sugarcane Farming (11193); Sugarcane Mills (311311) | 1 | 61,2 |
| Support Activities for Oil and Gas Operations (213112) | 3 | 57,9 |
| Support Activities for Road Transportation (4884) | 3 | 567,0 |
| Support Activities for Transportation (488) | 1 | 538,9 |
| Support Activities for Water Transportation (4883) | 1 | 70,5 |
| Wired Telecommunications Carriers (5171) | 3 | 455,5 |
| Wireless Telecommunications Carriers (except Satellite) (5172) | 2 | 145,7 |
| Diversos | 14 | 4.702,7 |
| Total geral | 292 | 121.904,8 |