



Pedro Neri Cannabrava

Fusões e Aquisições no Brasil entre 1994 e 2016

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção de grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Macroeconomia e Finanças do Departamento de Economia do Centro de Ciências Sociais da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Walter Novaes Filho

Rio de Janeiro
Maio de 2018



Pedro Neri Cannabrava

Fusões e Aquisições no Brasil entre 1994 e 2016

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção de grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Macroeconomia e Finanças do Departamento de Economia do Centro de Ciências Sociais da PUC-Rio. Aprovado pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Walter Novaes Filho

Departamento de Economia – PUC-Rio

Prof. Márcio Gomes Pinto Garcia

Departamento de Economia – PUC-Rio

Prof. Ruy Monteiro Ribeiro

Departamento de Economia – PUC-Rio

Prof. Augusto Cesar Pinheiro da Silva

Vice-Decano Setorial de Pós-Graduação do
Centro de Ciências Sociais

Rio de Janeiro, 28 de maio de 2018

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Pedro Neri Cannabrava

Bacharel em Ciência Econômicas, graduado pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia do Centro de Ciências Sociais, em 2012.

Ficha Catalográfica

Cannabrava, Pedro Neri

Fusões e Aquisições no Brasil entre 1994 e 2016 / Pedro Neri Cannabrava ; orientador: Walter Novaes Filho. – 2018.

72 f. : il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, 2018.

Inclui bibliografia

1. Economia – Teses. 2. Fusões e Aquisições no Brasil. 3. Governança Corporativa. 4. Investidores Estrangeiros. 5. BNDES. I. Novaes Filho, Walter. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título.

CDD: 330

Agradecimentos

Para minha família, especialmente ao meu pai Elpidio Cannabrava Junior, a minha mãe Margarida Maria Guimarães Neri, a minha namorada Marcela Machado Lisboa, e amigos, especialmente ao Tomás Urani, agradeço por todo apoio. E para meu orientador Walter Novaes Filho, agradeço a paciência e o apoio.

Resumo

Cannabrava, Pedro Neri; Novaes Filho, Walter. **Fusões e Aquisições no Brasil entre 1994 e 2016**. Rio de Janeiro, 2018. 72p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Esta dissertação analisa 3.193 fusões e aquisições que satisfazem três condições: a transação foi concluída entre 1994 e 2016, a adquirida é brasileira e pelo menos uma das empresas envolvidas é de capital aberto. Os principais resultados são: i) o múltiplo de mercado documentado é alto: mediana de 9,33 para a razão do Valor Econômico da Empresa sobre o seu EBITDA, enquanto, no mesmo período, a mediana desse múltiplo para todas as empresas brasileiras de capital aberto é de 6,92; ii) 64% das transações na amostra foram horizontais, isso é, envolveram compradoras e adquiridas que operam na mesma indústria; iii) em 51% das transações na amostra, investidores estrangeiros adquiriram empresas brasileiras; iv) empréstimos subsidiados pelo governo brasileiro estão presentes em 73 empresas adquiridas das 218 fusões e aquisições na amostra que envolviam troca de controle, e em 41 empresas adquirentes; e v) um incremento de um ponto percentual no PIB real aumenta em 14,7% o volume financeiro real envolvido nas transações de fusões e aquisições. Os dados sugerem que as fusões e aquisições no Brasil são motivadas por uma busca por aumento de poder de mercado ou por expansão da atuação de empresas estrangeiras no mercado brasileiro. A presença de empréstimos subsidiados nos balanços das empresas adquiridas indica que motivações financeiras para as transações também são relevantes.

Palavras-chave

Fusões e Aquisições no Brasil; Governança Corporativa; Investidores Estrangeiros; BNDES.

Abstract

Cannabrava, Pedro Neri; Novaes Filho, Walter (Advisor). **Mergers and Acquisitions in Brazil between 1994 and 2016**. Rio de Janeiro, 2018. 72p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This dissertation collects data from 3,193 mergers and acquisitions that meet three conditions: the transaction was completed between 1994 and 2016, the target company is Brazilian and at least one of the companies involved is publicly traded. The main contribution of the dissertation consists of answers to five questions about the mergers and acquisitions market in Brazil. i) the documented market multiple is high: median of 9.33 for the Company's Economic Value ratio over its EBITDA, while in the same period the median of this multiple for all Brazilian publicly traded companies is 6, 92; ii) 64% of the transactions in the sample were horizontal, that is, they involved buyers and sellers operating in the same industry; iii) in 51% of the transactions in the sample, foreign investors acquired Brazilian companies; iv) loans subsidized by the Brazilian government are present in 73 target companies from the 218 mergers and acquisitions in the sample that involved exchange of control and in 41 acquiring companies; and v) an increase of one percentage point in real GDP increases the real financial volume involved in mergers and acquisitions transactions by 14.7%. The data suggest that the activity in the Brazilian merger and acquisition market is motivated by a search for increase of market power or by expanding the performance of foreign companies in the Brazilian market. The presence of subsidized loans in the balance sheets of the acquired companies indicates that financial motivations for the transactions are also relevant.

Keywords

Mergers and acquisitions (M&A) activity in Brazil; Corporate Finance; Foreign Investors; BNDES.

Sumário

1. Introdução	10
2. Seleção da Amostra, Fontes de Dados e Estatísticas Descritivas	15
2.1. Seleção da Amostra e Fontes de Dados	15
2.2. Estatísticas Descritivas	16
3. Múltiplos de Mercado e o Prêmios das Transações no Mercado Brasileiro de Fusões e Aquisições	21
4. Busca por Aumento de Poder de Mercado é um Provável Motivo para Fusões e Aquisições no Brasil? Transações Horizontais e Verticais	26
5. Participação Histórica de Estrangeiros nas transações de M&A: Compradores ou Vendedores?	30
6. Participação do Governo no Mercado de Fusões e Aquisições como Financiador.....	34
7. Correlação com Fatores Macroeconômicos	37
7.1. A Regressão Base	37
7.2. Resultados da Regressão Linear	39
7.3. Robustez dos Resultados	40
8. Conclusões.....	42
9. Referências Bibliográficas	45
10. Tabelas.....	47
11. Anexos	60

Lista de figuras

Figura 1: Evolução da quantidade de transações por ano	17
Figura 2: Evolução do volume financeiro em bilhões de dólares das transações por ano.....	18
Figura 3: Evolução do múltiplo das transações (EV/EBITDA)	22
Figura 4: Evolução do prêmio de aquisição (Uma semana antes do anúncio)...	24
Figura 5: Evolução do prêmio de aquisição (Uma semana antes do anúncio)...	25
Figura 6: Participação dos dez principais setores das empresas adquirentes	27
Figura 7: Participação dos dez principais setores das empresas adquiridas ...	27
Figura 8: Evolução do saldo dos investimentos estrangeiros no mercado brasileiro de fusões e aquisições e milhões de dólares.....	31
Figura 9: Os dez principais países das empresas adquirentes estrangeiras e sua participação no total de transações.....	33
Figura 10: Gráfico do crescimento do PIB com a quantidade de transações ...	41

Lista de tabelas

Tabela 1. Estatísticas Descritivas.....	47
Tabela 2. Estatísticas Descritivas das Empresas.....	48
Tabela 3. Múltiplos das Transações e de Mercado das Empresas Brasileiras.....	49
Tabela 4. Prêmio das transações.....	50
Tabela 5. Setores das empresas envolvidas nas transações e suas características do mercado brasileiro de fusões e aquisições.....	51
Tabela 6. Prêmio das transações horizontais e verticais	52
Tabela 7. Fluxo dos investimentos de empresas estrangeiras.....	53
Tabela 8. Prêmio das transações com empresas estrangeiras.....	54
Tabela 9. Países de origem das empresas	55
Tabela 10. Empréstimos subsidiados.....	56
Tabela 11. Múltiplo e prêmio das aquisições de empresas com e sem subsídio	57
Tabela 12. Regressões da atividade do mercado brasileiro de fusões e aquisições pelo volume financeiro com variáveis econômicas.....	58
Tabela 13. Regressões da atividade do mercado brasileiro de fusões e aquisições pela quantidade de transações com variáveis econômicas	59

1. Introdução

Em empresas com um grande número de acionistas minoritários, o mercado de fusões e aquisições pode exercer um importante papel disciplinador sobre executivos e acionistas controladores. Ineficiência de gestão e diluição indevida do valor dos minoritários criam incentivos para investidores adquirirem um bloco de ações que lhes permitam destituir o grupo no controle e assim interromper as perdas dos acionistas minoritários. Esse é o mecanismo clássico em que o mercado de fusões e aquisições disciplina gestores e acionistas controladores.

No Brasil, o papel disciplinador do mercado de fusões e aquisições é questionável. Valadares e Leal (2000), Valadares (1998, 2002a) e Leal et al. (2002), entre outros, mostram que acionistas controladores de empresas brasileiras de capital aberto frequentemente detêm mais de 50% dos votos, diretamente ou indiretamente. Em tese, acionistas majoritários podem refutar quaisquer tentativas de tomada de controle, tenham elas objetivos disciplinadores ou não. Nesses casos, fusões e aquisições (M&A) só ocorreriam em transações amigáveis, motivadas por razões fiscais, aumento de poder de mercado ou por incentivos financeiros, como, por exemplo, acesso a linhas de crédito subsidiado.

Esta dissertação tem como objetivo responder a cinco perguntas sobre o funcionamento do mercado brasileiro de fusões e aquisições. A primeira pergunta investiga um múltiplo de mercado bastante popular entre profissionais que avaliam fusões e aquisições: a razão do Valor da Empresa sobre o EBITDA. Qual é o valor médio desse múltiplo nas fusões e aquisições brasileiras? A segunda compara os setores de atuação das empresas compradoras e vendedoras, especificamente: A maior parte das transações estão associadas a fusões e aquisições horizontais ou verticais? A terceira pergunta documenta a participação de investidores estrangeiros nas transações da amostra, enquanto a quarta quantifica a presença de empréstimos subsidiados pelo governo brasileiro em 218 fusões e aquisições que envolvem

troca de controle. Por fim, a quinta pergunta é se o mercado brasileiro de fusões e aquisições é pró-cíclico ou anticíclico.

Argumentaremos que as respostas a essas cinco perguntas sugerem que, tipicamente, as fusões e aquisições brasileiras aumentam o poder de mercado das compradoras e extraem vantagens econômicas de empréstimos subsidiados oferecidos pelo governo.

A análise desta dissertação abrange 3.193 fusões ou aquisições completas entre 1994 e 2016, em que pelo menos uma das partes envolvidas na transação é uma empresa de capital aberto, sendo a empresa alvo brasileira. O período amostral começa com o início do Plano Real e termina no ano em que os dados para este estudo começaram a ser coletados.

Em média, por ano são 139 transações concluídas, as transações na amostra demoraram 65 dias para serem concluídas, e a participação média adquirida pela compradora é de 64,0%. As empresas de capital aberto correspondem a 83,4% das empresas compradoras e 27,7% das empresas alvo.

Ao longo do período amostral, o crescimento do número de transações foi expressivo. Em 1994, aconteceram 42 transações, em 2000 elas aumentaram para 224, e o crescente continuou até o pico em 2008, com 291 transações. Em 1.837 das 3.193 transações da amostra total, existem informações disponíveis sobre o valor negociado na transação. Nessa sub amostra, o valor total transacionado é de US\$ 578 bilhões; com valor médio por transação de US\$ 315 milhões. O pico do montante transacionado aconteceu em 2010: US\$ 118 bilhões.

Definida a amostra de fusões e aquisições, a primeira pergunta desta dissertação é sobre a razão do Valor da Empresa (medido como a soma do valor contábil da dívida bancária líquida de ativos financeiros com o valor de mercado das ações) sobre o seu Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA). A análise por múltiplos de mercado é amplamente utilizada para avaliar empresas nos Estados Unidos (vide Richardson, Tuna e Wysocki (2010)). Em particular, o Valor da Empresa sobre o EBITDA é

interpretado como um sinal da capacidade de geração futura de caixa operacional. Na amostra desta dissertação, a mediana do Valor da Empresa sobre o EBITDA é 9,33; enquanto, no mesmo período amostral, a mediana desse múltiplo para todas as empresas brasileiras de capital aberto é 6,92. Ou seja, o múltiplo típico de uma fusão ou aquisição no Brasil é alto.

A segunda pergunta de interesse desta dissertação diz respeito à importância relativa de transações na mesma indústria (transações horizontais) ou em indústrias diferentes (transações verticais). Os dados mostram que, no período amostral, 63,7% das transações são horizontais. Essa elevada percentagem é consistente com a hipótese de aumento de poder de mercado ser uma motivação importante para as transações do mercado brasileiro de fusões e aquisições.¹

Um alto múltiplo é consistente com aquisições motivadas por aumento de poder de mercado e também com altos ganhos de sinergia operacional. Contudo, existem várias outras razões para o Valor da Empresa sobre o EBITDA das fusões e aquisições serem tipicamente elevados no Brasil. Adicionalmente, um alto múltiplo pode ser produto de propostas agressivas de empresas estrangeiras interessadas em expandir suas operações no Brasil através de fusões e aquisições. Nesse contexto, a terceira pergunta de interesse desta dissertação aparece de maneira natural: As empresas estrangeiras têm um papel relevante no mercado brasileiro de fusões e aquisições?

Uma empresa estrangeira está envolvida em 1.643 das 3.193 (51,5%) aquisições da nossa amostra total. Considerando as transações em que a empresa controladora (*holding*) da adquirente é estrangeira, o número de transações envolvendo investidores estrangeiros aumenta para 1.837 (57,5% do total). Comparando as quantidades de compras e vendas dos investidores estrangeiros no mercado de fusões e aquisições, encontramos uma predominância do número de compras; mesmo no período recessivo entre 2014

¹ A predominância de transações horizontais obviamente não exclui a possibilidade de elas terem sido motivadas, pelo menos em parte, por ganhos de sinergia. Dodd e Ruback (1977), Bradley (1980) e Bradley, Desai e Kim (1987) estimam que ganhos de sinergia representam 7,4% do valor combinado de fusões e aquisições envolvendo empresas com ações listadas na New York Stock Exchange (NYSE), entre 1963 e 1984.

e 2016. O saldo desse período recessivo se torna negativo, porém, se considerarmos os volumes financeiros das compras e vendas.

Possivelmente, o resultado mais importante desta dissertação diz respeito ao envolvimento do governo brasileiro no mercado de fusões e aquisições. Para investigar a relevância de empréstimos subsidiados pelo governo brasileiro nas fusões e aquisições brasileiras, restringimos a amostra de 3.193 transações para as 218 que implicavam troca de controle. Nessa sub amostra, 33% das empresas adquiridas possuíam empréstimos subsidiados no ano do anúncio da transação; esses empréstimos subsidiados representavam, em média, 18% da dívida total da adquirida. Isso é, motivações financeiras geradas por linhas de crédito subsidiado associadas ao governo parecem ser uma forte fonte de estímulo ao mercado brasileiro de fusões e aquisições.

Em resumo, as fusões e aquisições no Brasil parecem estar associadas a busca por poder de mercado, interesses de investidores estrangeiros e acesso a empréstimos subsidiados do governo. Presumivelmente, esses três motivos se tornam mais fortes com um aumento da atividade econômica no país. Para explorar essa conjectura, a última seção desta dissertação rege o volume anual transacionado de fusões e aquisições em uma tendência de tempo, na taxa Selic, na taxa de inflação, na taxa de desvalorização do dólar, na taxa de crescimento do PIB real e na proporção de empréstimos subsidiados do BNDES em relação ao total de crédito livre (bancos comerciais). As regressões mostram que um incremento de um por cento no PIB real aumenta o volume financeiro real de fusões e aquisições em 14,73%; o mercado de fusões e aquisições é pró-cíclico.

O restante desta dissertação está organizado da seguinte forma. O capítulo 2 apresenta os critérios de seleção da amostra, as fontes de dados e algumas estatísticas descritivas. O capítulo 3 investiga o apreçamento das aquisições através do cálculo da razão do Valor da Empresa sobre seu EBITDA e do prêmio pago aos acionistas das empresas adquiridas. O capítulo 4 descreve os setores das empresas envolvidas nas transações. O capítulo 5 discute o papel das empresas estrangeiras no mercado de fusões e aquisições. O capítulo 6 analisa o papel do governo como financiador nas empresas

envolvidas em fusões ou aquisições no Brasil. E o capítulo 7 contém os resultados da regressão da atividade do mercado de fusões e aquisições em uma tendência e em variáveis macroeconômicas, e o último capítulo resume os principais resultados da dissertação, discutindo brevemente questões para pesquisa futura. O anexo ao final da dissertação descreve detalhes das transações na amostra.

2. Seleção da Amostra, Fontes de Dados e Estatísticas Descritivas

2.1. Seleção da Amostra e Fontes de Dados

A amostra de fusões e aquisições desta dissertação consiste em 3.193 transações completas entre 1994 e 2016, que satisfazem dois critérios: i) a empresa-alvo é brasileira e ii) pelo menos uma das envolvidas na transação é empresa de capital aberto. O período amostral começa com a estabilização econômica advinda do Plano Real e termina no ano em que os dados para este estudo começaram a ser coletados.

A lista de transações no período amostral foi obtida do M&A Deals da Reuters. Além da lista, a Reuters disponibiliza diversos dados das transações, como, por exemplo, o número delas que envolve trocas de controle, definidas como aquisições onde a empresa adquirente termina com mais de 50% das ações com direito a voto, e em qual país a empresa informa que a sua sede está localizada. Se o país de sede não for o Brasil, definimos a empresa como estrangeira. O Anexo 1 desta dissertação descreve todos os tipos de transação de fusões e aquisições considerados pela Reuters.

A lista das transações obtida do M&A Deals da Reuters inclui 34 recompras de ações (buyback); nove ofertas de troca ou recompra de títulos de dívida; e uma transação de recapitalização. Elas foram excluídas da amostra desta dissertação por não serem fusões ou aquisições de empresas.

A Reuters também é a fonte dos dados econômico-financeiros usados nesta dissertação. A Economática, por sua vez, é a principal fonte de dados sobre a estrutura acionária das empresas na amostra. O número de empresas compradoras com informação disponível sobre a estrutura acionária totaliza 687 (21,5% do Total) e 334 é o número de empresas-alvo (10,5% do Total) com informação sobre a estrutura acionária.

Uma das contribuições desta dissertação é medir os valores médio por transação e total das fusões e aquisições na amostra. No entanto, informações sobre o valor da transação estão disponíveis em apenas 1.837 das 3.193 transações na amostra inicial (57,5%). Análises do valor transacionado são por isso baseadas em amostras mais restritas. Essas restrições abrangem os cálculos do múltiplo de mercado, medido pela razão do Valor da Empresa sobre o EBITDA, calculados pelo Reuters para apenas 400 das 3.193 transações na amostra inicial (12,5%).

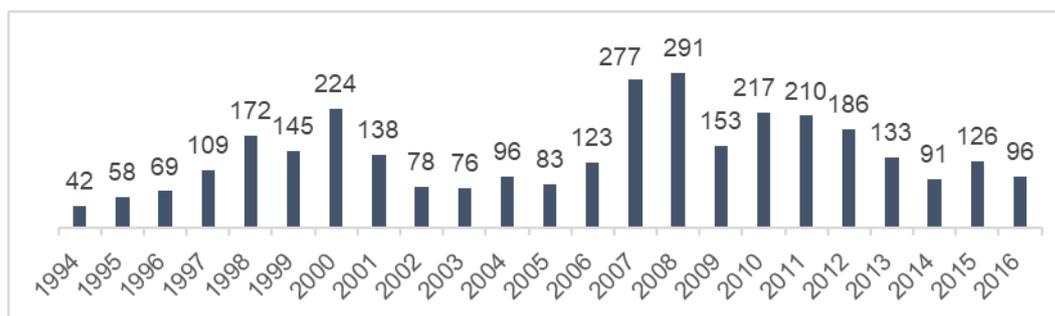
Outra contribuição desta dissertação é documentar o envolvimento do governo brasileiro nas fusões e aquisições analisadas. Mais precisamente, documentamos a presença nas empresas envolvidas nas transações de empréstimos subsidiados do BNDES ou de qualquer outra instituição financeira que opere linhas de crédito subsidiadas pelo governo.

Como o custo de identificar a participação do governo como financiador nas 3.193 fusões e aquisições da amostra total é muito alto, centralizamos a atenção nas 218 que tinham informações disponíveis sobre o valor da transação e que envolveram troca de controle em aquisições de empresas com capital aberto. Essas 218 transações constituem a amostra para a análise dos empréstimos subsidiados. Dadas essas 218 fusões e aquisições, as fontes principais que usei para identificar em quais delas o governo brasileiro age como financiador são as notas explicativas dos demonstrativos financeiros, obtidos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

2.2. Estatísticas Descritivas

A Figura 1 descreve o número de fusões e aquisições durante o período amostral. O mercado de fusões e aquisições oscilou entre períodos de crescimento e queda, alcançando o pico de transações em 2008 (291 transações). Entre 2006 e 2009, o mercado de fusões e aquisições cresceu consideravelmente, tendo 844 transações concluídas. O período com menor quantidade de transações foi entre 1994 e 1997 com 278 transações.

Figura 1: Evolução da quantidade de transações por ano.



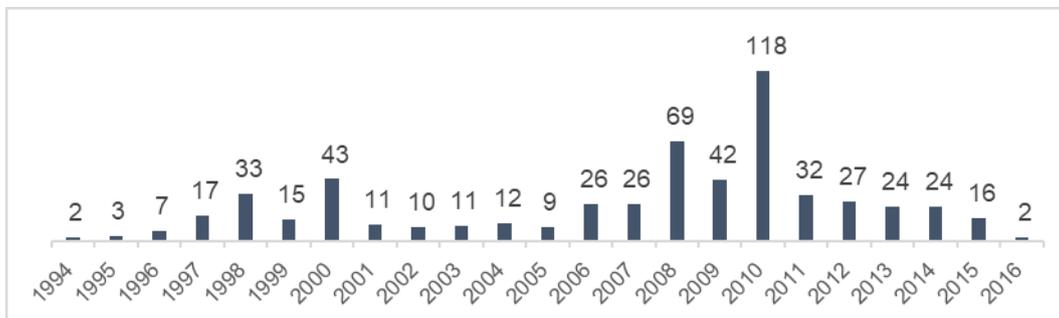
O Painel A da Tabela 1 descreve algumas das principais características do mercado de fusões e aquisições no período amostral. No período total, as empresas de capital aberto correspondem a 83,4% das empresas compradoras e 27,7% das vendedoras. A participação média adquirida pelas empresas compradoras foi de 64,0% com mediana de 70,0%. O Painel A também mostra que 51,5% das transações envolvem investidores estrangeiros.

Ainda no Painel A da Tabela 1, vemos que, como usualmente acontece no Brasil, a estrutura acionária das empresas adquiridas e das adquirentes são fortemente concentradas nos três maiores acionistas. A participação acionária média do maior acionista nas empresas compradoras é de 44,2% com mediana de 47,9%; para as empresas adquiridas a média é de 55,3%, com mediana de 53,9%. Analisando os três maiores acionistas, a participação média nas empresas compradoras é de 62,7% com mediana de 64,0%; nas empresas adquiridas a média é de 75,8% com mediana de 81,0%. Ao longo do tempo, houve uma redução nas concentrações acionárias das empresas compradoras e adquiridas, sendo a redução maior nas compradoras.

No período amostral, o número de transações com valores negociados disponíveis totaliza 1.837 (57,5% do Total). A soma desses valores é de US\$ 578 bilhões, com um preço médio de US\$ 314,8 milhões por transação. A Figura 2 descreve o valor financeiro envolvido nas transações de fusões e aquisições em bilhões de dólares durante o período amostral. O mercado de fusões e aquisições apresenta uma oscilação maior entre períodos de crescimento e queda ao medir a atividade pelo volume financeiro das transações ao invés da quantidade, alcançando o pico do valor das transações

em 2010 (US\$ 117,8 bilhões) e curiosamente o vale ocorreu no ano mais recente da série em 2016 (US\$ 2,1 bilhões).

Figura 2: Evolução do volume financeiro em bilhões de dólares das transações por ano.



O Painel B da Tabela 1 apresenta o número de fusões e aquisições com informações sobre os valores transacionados. Nessa amostra, o período de pico do volume financeiro aconteceu entre 2010 e 2013, com US\$ 200,7 bilhões em transações fechadas: média de US\$ 475,5 milhões por transação, equivalente a R\$ 856,8 milhões. E o vale aconteceu entre 1994 e 1997: total de US\$ 30,1 bilhões negociados ao preço médio de US\$ 196,2 milhões. Analisando o volume financeiro envolvido nas transações em reais, ao invés de dólares, o período de pico é de R\$ 361,6 bilhões também entre 2010 e 2013.

A Tabela 2 descreve médias e medianas de indicadores financeiros das empresas envolvidas nas fusões e aquisições, quando disponíveis. Embora empresas de capital fechado façam parte da amostra total de 3.193 transações, demonstrativos financeiros não estão disponíveis para essas empresas. Logo, as observações incluídas na Tabela 2 são fortemente enviesadas para as empresas de capital aberto que adquirem outras ou que são adquiridas por outras empresas de capital aberto.

O faturamento anual médio das empresas envolvidas nas transações aumentou com o tempo. Entre 2010 e 2013, o faturamento médio foi o maior do período amostral: US\$ 2,8 bilhões para as empresas adquiridas e US\$ 7,0 bilhões para as investidoras. No período todo, o faturamento anual médio foi de US\$ 2,0 bilhões para as empresas adquiridas, com uma mediana de US\$ 425 milhões. Para as empresas compradoras, a média foi de US\$ 4,0 bilhões, com

mediana de US\$ 470 milhões. Como esperado, as empresas compradoras possuem um faturamento anual maior do que as adquiridas. Para fins de comparação, o faturamento médio anual de todas as empresas brasileiras de capital aberto no período amostral foi de US\$ 1,5 bilhão com mediana de US\$ 232 milhões.

Em média, a rentabilidade (medida pelo EBITDA sobre Vendas) das empresas compradoras também é maior do que a das adquiridas. Para as últimas, a mediana do EBITDA sobre Vendas variou entre 10,5% e 19,7% ao longo do período amostral. Para as compradoras, esse índice de rentabilidade variou entre 11,6% e 25,5%. No mesmo período, a mediana do EBITDA sobre Vendas das empresas brasileiras de capital aberto foi de 14,2%. Um padrão semelhante aparece se medirmos a rentabilidade pelo lucro líquido sobre vendas: mediana de 37,1% para as compradoras. Para as empresas adquiridas, a mediana do lucro líquido sobre vendas no período amostral é 7,3%. No mesmo período amostral, a mediana do lucro líquido sobre vendas das empresas de capital aberto foi de 4,5%. Comparando as Tabelas 1 e 2, vemos que o pico do valor médio por transação coincide com o período de maior margem operacional das empresas-alvo, maior faturamento anual e maior margem líquida.

Finalizando a Tabela 2, a alavancagem média das empresas adquiridas, medida pela razão dívida total que paga juros total sobre o ativo total, é 0,39, enquanto a alavancagem média das empresas investidoras é 0,29. No mesmo período, a alavancagem média das empresas brasileiras de capital aberto é 0,24. A mesma ordenação para o endividamento mediano aparece se usarmos a razão dívida que paga juros líquida de aplicações financeiras sobre EBITDA: a mediana de 2,15 para as empresas alvo e 2,04 para as investidoras. A ordenação se inverte, porém, se considerarmos a média da dívida líquida sobre EBITDA: 4,88 para as empresas adquiridas e 7,14 para as empresas compradoras. Para referência, a razão média da dívida líquida sobre EBITDA de todas as empresas brasileiras de capital aberto no período amostral é 10,39, com mediana de 2,43. Ou seja, em média, as empresas envolvidas em fusões e

aquisições no Brasil são menos alavancadas do que uma empresa brasileira típica de capital aberto.

3. Múltiplos de Mercado e o Prêmios das Transações no Mercado Brasileiro de Fusões e Aquisições

A questão de interesse desta seção são as razões média e mediana do Valor da Empresa (dívida bancária líquida mais o valor das ações vezes a quantidade de ações) sobre o EBITDA. Intuitivamente, esse múltiplo reflete a importância da lucratividade futura no valor atribuído na transação para o valor da empresa: quanto maior o múltiplo, maior é a importância dos lucros futuros ou potenciais ganhos de sinergia.

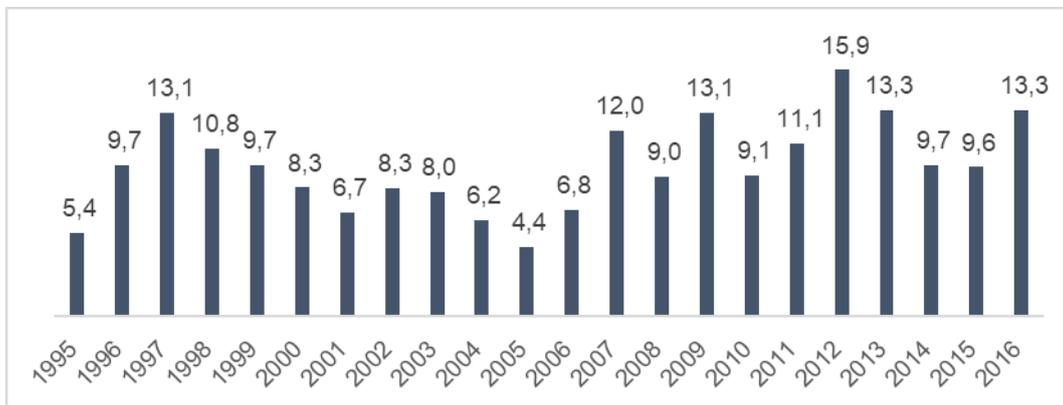
O Painel A da Tabela 3 apresenta médias e medianas do múltiplo da empresa adquirida, considerando o valor da transação e o EBITDA do trimestre em que a transação foi fechada. Mais precisamente, considera-se o valor que a compradora pagou pela ação para fins de cálculo do valor das ações da empresa adquirida. Esse valor é somado à dívida bancária líquida de ativos financeiros da empresa adquirida e dividido pelo EBITDA anualizado do trimestre em que a transação ocorreu. A Reuters disponibiliza esse múltiplo, para 400 transações na amostra (12,5% do Total).

O primeiro resultado que chama a atenção no Painel A da Tabela 3 é a diferença marcante entre médias e medianas: a primeira é frequentemente muito maior do que a segunda. Uma razão para essa diferença está na aquisição de empresas em fase pré-operacional; nessas empresas a lucratividade corrente, medida pelo EBITDA, é tipicamente pequena, gerando múltiplos muito elevados. Sendo assim, a análise dos múltiplos será concentrada nas medianas.

Analisando o Painel A da Tabela 3, observamos que o pico da mediana dos múltiplos das transações acontece entre 2010 e 2013: 11,14. O pico da mediana acontece no mesmo período do maior valor médio das transações: US\$ 475,5 milhões. O período de menor mediana do múltiplo, por sua vez, foi entre 2002 e 2005: 6,54. No período total, a mediana dos múltiplos das transações é de 9,33.

Analisando a evolução anual dos múltiplos das transações, Figura 3, podemos observar altos múltiplos em períodos favoráveis de crescimento da economia brasileira, como 2007, 2012 e 2013.

Figura 3: Evolução do múltiplo das transações (EV/EBITDA)



Para termos uma base para comparação do múltiplo mediano das transações, o Painel B da Tabela 3 calcula, para os mesmos períodos, as médias e medianas dos múltiplos de fim de ano de todas as empresas brasileiras de capital aberto; um total de 2.878 observações. E o Painel C da Tabela 4 mede o ágio (ou deságio) dos múltiplos das transações de fusões e aquisições no Brasil em relação ao múltiplo de mercado de todas as empresas brasileiras de capital aberto no mesmo período.

O Painel B da Tabela 3 mostra que o pico e o vale da mediana dos múltiplos das empresas brasileiras de capital aberto acontecem nos mesmos períodos dos picos e vales dos múltiplos das transações: pico de 7,92 e vale de 4,51. Mais importante do que os picos e vales, o Painel C da Tabela 3, mostra que, em todos os períodos, a mediana dos múltiplos das transações é bem maior do que a mediana dos múltiplos das empresas de capital aberto. No período amostral total, a mediana do múltiplo das transações é, em média, 35% maior do que a mediana dos múltiplos das empresas de capital aberto. Esse resultado sugere que as empresas compradoras pagam um prêmio pelas ações das adquiridas.

Informações dos múltiplos das aquisições de empresas de capital aberto na amostra estão disponíveis para 378 transações (11,08% do Total). Nessa sub

amostra, a mediana do múltiplo é 9,00. Os múltiplos para aquisições de empresas de capital fechado, por sua vez, estão disponíveis para 22 transações: mediana de 14,21. Contra intuitivamente a mediana do múltiplo das aquisições de empresas de capital aberto é menor do que o das empresas de capital fechado, deveria ser o oposto porque no caso das empresas de capital aberto existe um prêmio de liquidez pago para as empresas com ações negociadas em Bolsas de Valores.

Uma maneira alternativa de investigar os prêmios pagos nas transações usa retornos cumulativos de ações das empresas adquiridas, nas datas de anúncio da oferta e nos quatro dias que a precedem. Esse retorno é a medida do prêmio pago, se a oferta for aceita e se ela não tiver sido precedida por ofertas anteriores (tipicamente mais baixas). Bradley Desai e Kim (1988) mostram que, nos EUA, essa medida do prêmio médio é de 32%, para transações entre 1958 e 1984. Obviamente, esse método só se aplica a empresas adquiridas com ações negociadas em bolsa.

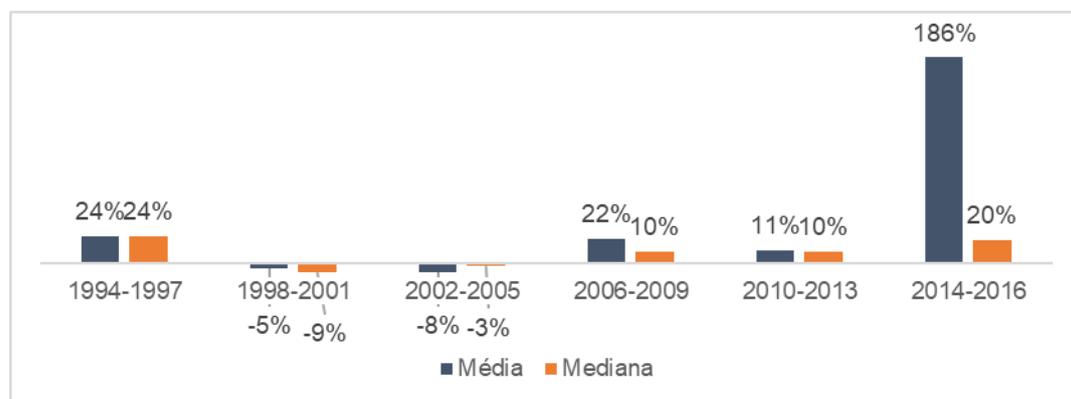
No espírito de Bradley Desai e Kim (1988), o Painel A da Tabela 4 calcula a diferença entre as variações percentuais médias e medianas dos preços das ações ordinárias fechados nas transações e dos preços de mercado das ações da empresa adquirida um dia antes do anúncio, uma semana antes do anúncio e quatro semanas antes do anúncio. A amostra da Tabela 4 se restringe a fusões e aquisições em que a empresa adquirida é de capital aberto.

Para a variação percentual um dia antes do anúncio da transação, a primeira coluna da Tabela 4 mostra 179 aquisições (5,6% do Total), com prêmio médio de 49,92% (segunda coluna) e mediana que é 8,16% (terceira coluna). Para uma semana antes do anúncio, 177 transações apresentam um prêmio médio de 54,02%, com mediana de 12,55%. E, para quatro semanas antes, 177 transações mostram um prêmio médio de 58,50%, com mediana de 14,36%. Em resumo, as fusões e aquisições de empresas de capital aberto parecem entregar prêmios significativos para os acionistas das empresas adquiridas, em linha com os estimados por Bradley Desai e Kim (1988) para a economia americana.

O Painel B da Tabela 4 analisa a evolução do prêmio pago ao acionista da empresa adquirida, medido com base no preço de mercado da ação uma semana antes do anúncio da transação, em janelas de quatro anos (última janela com três anos). Os prêmios no Painel B não apresentam uma tendência clara, com valores negativos no período entre 1998 e 2005. O pico da mediana do prêmio foi entre 1994 e 1997 com 24,0%, e o vale foi entre 1998 e 2001 com -8,78%.

A evolução e discrepância entre os prêmios médio e mediano aparece de maneira mais nítida na Figura 4.

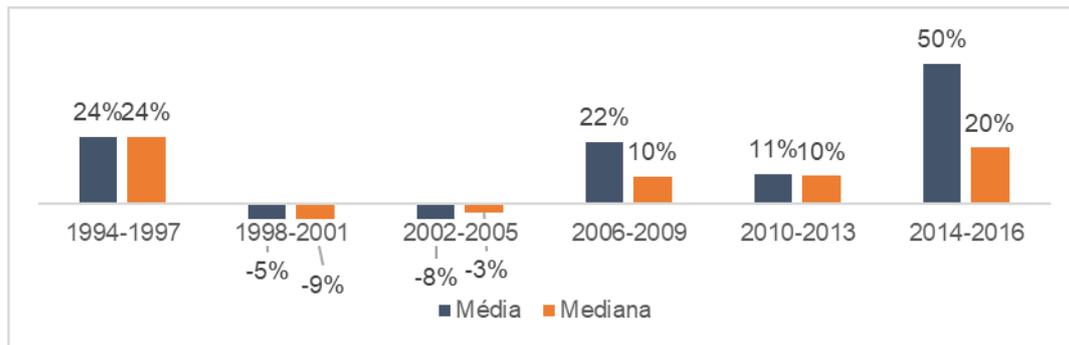
Figura 4: Evolução do prêmio de aquisição (Uma semana antes do anúncio).



Um *outlier* explica boa parte da diferença entre os prêmios mediano e médio pagos aos acionistas das empresas adquiridas: o Banco Santander S.A. da Espanha aumentando em 2014 a sua participação de 75,32% para 88,96% das ações ordinárias do Santander Brasil S.A. O prêmio dessa transação foi de 5.866,92%. Excluindo essa transação a média no período todo vai de 54,02% para 20,99%.

A Figura 5 mostra a evolução do prêmio médio e mediano das transações, excluindo a transação de aquisição de ações do Santander Brasil pelo Santander da Espanha, em 2014.

Figura 5: Evolução do prêmio de aquisição (Uma semana antes do anúncio)



4. **Busca por Aumento de Poder de Mercado é um Provável Motivo para Fusões e Aquisições no Brasil? Transações Horizontais e Verticais**

O foco desta seção é sobre um dos possíveis motivos para fusões e aquisições: busca por aumento do poder de mercado. Para investigar essa questão, documentamos os setores de operação das empresas envolvidas nas fusões e aquisições da amostra, verificando se elas envolvem aquisições no mesmo setor da adquirente -- aquisições horizontais -- ou em setores diferentes -- aquisições verticais. Presumivelmente, uma transação horizontal é mais provável de ser motivada por busca de aumento de poder de mercado.

O critério TRBC *Economic Sector* da Reuters é usado para classificar as empresas na amostra em 15 setores industriais. Entre esses setores, o de *cyclical consumer goods & services* e o de *consumer cyclicals* são muito semelhantes, por isso agrupei os dois em um setor denominado de Bens e Serviços de Consumo Cíclico. Tal semelhança também existe entre o *non-cyclical consumer goods & services* e o *consumer non-cyclicals*, que foram agregados no setor Bens e Serviços de Consumo Não Cíclico. Uma das empresas na amostra, CBTI Cia Brasileira de Tecnologia Industrial, não é classificada pela Reuters, mas aparece como adquirida por uma empresa Sueca do setor industrial. Exame do site da adquirida revelou que ela pertence ao setor industrial, sendo assim classificada.

A Figura 6 ilustra os dez principais setores das empresas adquirentes, os cinco principais setores o de Finanças, Materiais Básicos, Industrial, Bens e serviços de consumo cíclico e não cíclico correspondem por 72,3% do total.

Figura 6: Participação dos dez principais setores das empresas adquirentes



A participação elevada do setor de Finanças pode ser uma consequência de fácil acesso a financiamento, intrínseco às empresas financeiras. Adicionalmente, há um longo histórico no Brasil de incentivos governamentais para empresas financeiras saudáveis adquirir as problemáticas.

A Figura 7 ilustra os setores de operação das empresas alvo. Ela mostra que a distribuição da quantidade de transações entre os setores é maior no caso das empresas alvo do que das empresas compradoras. Os três principais setores são os mesmos, mas no caso das adquirentes eles representam 50,0% do total e nas empresas adquiridas 46,5%. E em relação aos cinco principais setores das empresas alvo, eles representam 70,4% do total.

Figura 7: Participação dos dez principais setores das empresas adquiridas



Passando para o foco da seção, a Tabela 5 mostra que 63,7% das fusões e aquisições foram na mesma indústria da compradora. Em particular, o setor com mais transações horizontais entre as empresas compradoras é o de Bens e Serviços de Consumo Não Cíclico, com 81,8%. Embora as proporções de transações horizontais sejam menores nos demais setores, elas são todas altas

quando estão presentes. Por exemplo, a menor participação horizontal diferente de zero está no setor de Finanças: 49,5%.

A elevada percentagem de transações horizontais é consistente com aumento de poder de mercado ser uma motivação importante para as transações de fusões e aquisições no Brasil.

As duas últimas colunas do Painel A da Tabela 5 mostram a participação por setor das empresas estrangeiras e a participação por setor das empresas de capital aberto. O setor com menor proporção de empresas de capital aberto dentre as adquirentes é o de Finanças com 58,7%, os demais todos estão acima de 85%.

O setor com maior participação de aquisições por empresas estrangeiras é de Tecnologia (71,4%). A concentração de estrangeiros nesse setor sugere que as fusões e aquisições são instrumentos de inovações tecnológicas para o mercado brasileiro. No outro extremo, o setor com menor participação de aquisições por empresas estrangeiras é o de Grupo de investidores com 26,9%, seguido do de Serviços de utilidade pública, 33,7%; possivelmente por se tratar de um setor mais próximo ao Estado, ele requer um conhecimento sobre a burocracia estatal que nem sempre está disponível para as empresas estrangeiras.

O Painel B da Tabela 5 é análogo ao A: a única mudança é que as empresas adquiridas são classificadas por setores, em vez das compradoras. Aqui, a concentração principal de transações está no de Materiais Básicos com 534 transações (16,7% do Total), e a menor proporção está no setor de Energia com 45,1%. Nesse caso não existe participação de empresas estrangeiras, porque nesta amostra todas as empresas adquiridas são brasileiras. A proporção de empresas adquiridas de capital aberto em toda a amostra é de 27,7%, e varia entre os diferentes setores, 7,8% no setor de Tecnologia e 66,2% do Serviços de Telecomunicações. Como esperado, a proporção de empresas de capital aberto é menor entre as adquiridas, 27,7%, do que entre as adquirentes, 83,4%.

A Tabela 6 analisa a diferença entre as transações horizontais e verticais com relação aos múltiplos e aos prêmios pagos aos acionistas das empresas adquiridas. O Painel A da Tabela 6 apresenta a quantidade de observações disponíveis, média e mediana para os múltiplos das transações, Valor da Empresa sobre EBITDA, e os prêmios pagos aos acionistas das empresas-alvo, medido pela diferença percentual do valor por ação negociado na transação e o valor de mercado das ações da empresa-alvo (negociado em Bolsas de Valores) um dia antes do anúncio, uma semana e quatro semanas antes do anúncio da transação. O Painel B apresenta testes-t de diferença das médias dos múltiplos e dos prêmios, entre as transações horizontais e verticais. Esses testes são bicaudais, assumindo variância igual para as duas amostras (homoscedasticidade).

Pela Tabela 6, os múltiplos são maiores para as transações verticais e os prêmios pagos aos acionistas são maiores para as transações horizontais. A mediana do múltiplo das transações verticais é 9,84 e das horizontais é 8,49. O prêmio pago aos acionistas, com base no preço de mercado da ação da empresa alvo de uma semana antes do anúncio, para as transações verticais a média é 8,05%, com mediana de 7,56%. E para as horizontais a média é 87,05%, com mediana de 15,25%. As diferenças de média não são estatisticamente significantes, mas os sinais positivos são consistentes com a antecipação tanto de ganhos de sinergia como de ganhos de poder de mercado, causados pela transação.

5. Participação Histórica de Estrangeiros nas transações de M&A: Compradores ou Vendedores?

O objetivo desta seção é analisar a participação de empresas estrangeiras no mercado brasileiro de fusões e aquisições, e assim responder a terceira pergunta de interesse deste estudo. Para investigar essa questão, documentamos a nacionalidade das empresas com base no país em que a sua sede está localizada, verificando também o país da empresa controladora (*holding*) das empresas envolvidas nas fusões e aquisições da amostra. Definindo as transações onde a empresa adquirente é estrangeira como aquisições diretas, as aquisições onde a empresa *holding* da empresa compradora é estrangeira como aquisições indiretas e as transações onde a empresa *holding* da empresa adquirida é estrangeira como vendas indiretas.

Na amostra a participação de estrangeiros no mercado de fusões e aquisições é significativa, do total de 3.193 transações, 1.643 envolvem aquisições por empresas estrangeiras, ou seja, 51,5% da amostra total. Considerando, a nacionalidade das empresas controladoras das subsidiárias envolvidas nas transações, 1.837 aquisições foram realizadas por empresas com a *holding* sendo uma empresa estrangeira, 57,5% do total. E ao considerar as transações onde a *holding* da empresa vendida é estrangeira, são 694 transações, 21,7% do total.

A Tabela 7 exibe na primeira coluna, as aquisições diretas por empresas estrangeira, na segunda coluna as aquisições indiretas e na terceira coluna as vendas indiretas de empresas locais com *holdings* estrangeiras. Além de apresentar as aquisições e desinvestimentos, a Tabela 7 também apresenta o saldo entre as compras e vendas dos investimentos estrangeiros no mercado brasileiro de fusões e aquisições. O Painel A mede a participação de estrangeiros no mercado brasileiro de fusões e aquisições pela quantidade de transação, assim utiliza de todas as 3.193 transações do período amostral. O Painel B por sua vez mede essa participação pelo volume financeiro envolvido nas transações, assim considera a amostra do número de transações com valores negociados disponíveis que totaliza 1.837 (57,5% do Total).

Observamos no Painel A da Tabela 7, uma predominância do número de compras, o saldo direto para todo o período amostral é positivo em 949 aquisições e o indireto é positivo em 1.143 aquisições. O período com maior fluxo de aquisições em relação as vendas é entre 2010 e 2013, com um saldo direto de 281 aquisições e indireto de 300. E o vale é no período entre 2002 e 2005, com um saldo direto positivo em 33 transações e indireto de 67. Observando a quantidade de transações o saldo é positivo mesmo no período recessivo entre 2014 e 2016, curiosamente nos anos de 2015 e 2016, o saldo direto foi positivo respectivamente em 44 e 39 aquisições.

O Painel B da Tabela 7 também apresenta um saldo positivo, medindo a participação estrangeira no mercado de fusões e aquisições pelo valor financeiro das transações ao invés da quantidade, o saldo direto de investimento estrangeiro é de US\$ 65.026 milhões e indireto de US\$ 109.196 milhões. O pico foi no período entre 1998 e 2001, de US\$ 26.300 milhões para o saldo direto, e US\$ 38.934 milhões para o indireto. E o vale foi no período de 2014 até 2016, o único período com saldos negativos, direto de US\$ -10.135 milhões e indireto de US\$ -5.427 milhões. Analisando a evolução anual do saldo direto na Figura 8, observamos o fluxo de investimento oscilar entre positivo em períodos de crescimento favorável para economia brasileira, como 2000, 2004, 2007 e 2010, e negativo em períodos recessivos para economia brasileira, como os anos de 2015 e 2016, e pela incerteza para economia global, como o ano de 2008.

Figura 8: Evolução do saldo dos investimentos estrangeiros no mercado brasileiro de fusões e aquisições e milhões de dólares



São diferentes os múltiplos e prêmios das fusões e aquisições quando a empresa adquirente é estrangeira? A Tabela 8 analisa as aquisições diretas e as indiretas tanto por empresas estrangeiras como pelas brasileiras. O Painel A da Tabela 8 apresenta a quantidade de observações disponíveis, média e mediana para os múltiplos das transações e os prêmios pagos aos acionistas das empresas-alvo. O Painel B apresenta testes-t de diferença das médias dos múltiplos e dos prêmios, entre transações onde a adquirente é uma empresa local ou estrangeira, e o mesmo para a nacionalidade da *holding* da empresa compradora. Esses testes são bicaudais, assumindo variância igual para as duas amostras (homoscedasticidade).

Analisando os resultados do Painel A da Tabela 8, a mediana do múltiplo da transação (primeira coluna), quando a adquirente é uma empresa estrangeira é de 9,38 e para aquisições por empresas brasileiras é 8,87. Fazendo a mesma análise para a nacionalidade da empresa *holding* da adquirente a mediana do múltiplo é 8,74 para as aquisições por uma empresa com controladora estrangeira e 9,87 quando a empresa controladora é nacional.

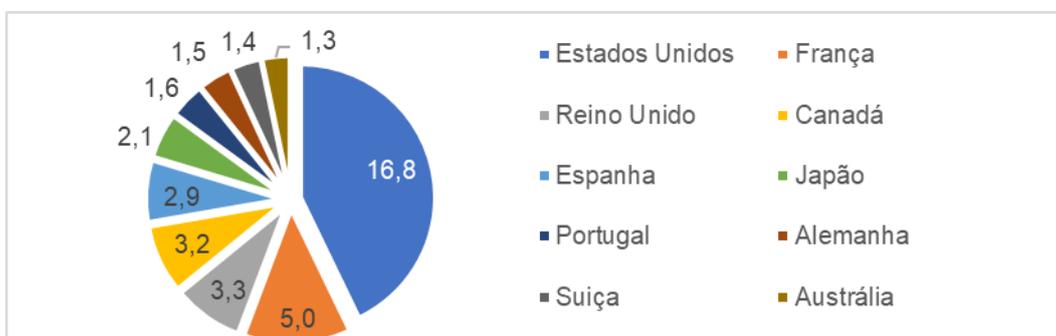
Em relação aos prêmios das transações, ainda no Painel A da Tabela 8, o prêmio médio pago pelas ações da empresa adquirida em relação ao preço de mercado de uma semana antes (terceira coluna), quando a empresa compradora é estrangeira, é 155,27%, com mediana de 11,42%. Para aquisições por empresas brasileiras esse prêmio médio é 13,04%, com mediana de 12,66%. No caso da nacionalidade da empresa controladora, o prêmio em aquisições por empresas com *holdings* estrangeiras é em média de 111,82%, com mediana de 20,25%, e por empresas adquirentes com *holdings* brasileiras esse prêmio médio é 8,49% e com mediana de 6,32%. Os prêmios médios um dia antes do anúncio e quatro semanas antes também são maiores para as aquisições por empresas estrangeiras do que para as aquisições por empresas brasileiras, a mesma ordenação é observada para nacionalidade da empresa controladora da adquirente.

Finalizando a análise da Tabela 8, os resultados dos testes de diferença de média no Painel B, mostram que o prêmio médio maior das aquisições por empresas estrangeiras do que o das aquisições por empresas brasileiras é

estaticamente significativa à 10%, para todos os prêmios medidos em diferentes horizontes de tempo. O prêmio medido uma semana antes do anúncio, possui o resultado com menor p-valor, de 0,055 (estatisticamente significativa à 10%). Esse resultado é consistente com lances mais agressivos por parte de empresas estrangeiras, interessadas em expandir suas operações para o mercado brasileiro através de fusões e aquisições. As diferenças de média para o múltiplo e para o prêmio, em relação a nacionalidade da empresa controladora, não são estatisticamente significantes.

Observamos na Tabela 9 os países de origem das empresas envolvidas nas transações da amostra ao todo são 53 países diferentes, depois do Brasil os Estados Unidos é o país mais ativo no mercado brasileiro de fusões e aquisições, com 538 aquisições por empresas americanas, 16,8% do total, 578 aquisições por empresas com *holding* americana, 18,1% do total, e 179 vendas por empresas com *holding* americana, 5,6% do total. Depois em terceiro lugar está a França, com 161 aquisições diretas, 5,0% do total, 179 aquisições diretas e indiretas, 5,6% do total, e 70 vendas indiretas, 2,2% do total. Na Figura 9 observamos os dez principais países das empresas estrangeiras, e as suas respectivas participações em relação ao total das 3.193 transações. A participação dos Estados Unidos é consideravelmente maior que a dos outros países no mercado brasileiro de fusões e aquisições.

Figura 9: Os dez principais países das empresas adquirentes estrangeiras e sua participação no total de transações



6. Participação do Governo no Mercado de Fusões e Aquisições como Financiador

Esta seção busca mensurar o quão frequente é a presença de empréstimos subsidiados pelo governo brasileiro nas empresas envolvidas nas transações de fusões e aquisições, e assim responder a quarta pergunta de interesse deste estudo. Como o custo de identificar a participação do governo como financiador nas 3.193 fusões e aquisições da amostra total é muito alto, para investigar essa questão, restringimos a amostra de 3.193 transações para as 218 aquisições de empresas de capital aberto, que implicavam troca de controle e com a informação disponível sobre o valor da transação. Verificando nas Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros a quantidade de empresas com empréstimo subsidiado e a proporção do crédito subsidiado em relação a dívida bancária total.

No Brasil além do BNDES diversas instituições financeiras operam linhas de crédito subsidiado pelo governo como o Banco do Brasil (crédito agrícola), Caixa Econômica Federal (crédito imobiliário), Finep (inovação). A presença de subsídios para as empresas brasileiras gera incentivos para fusões e aquisições, caso uma companhia seja inelegível ao subsídio e só consiga acesso a esse benefício adquirindo uma empresa que seja elegível. Por exemplo, uma empresa de varejo, setor de menor interesse do BNDES, pode adquirir uma empresa do segmento de energia renovável, setor de maior interesse do banco de desenvolvimento, e após a transação usar da linha de crédito subsidiado na empresa adquirida para financiar o seu plano de investimento de geração de energia renovável para suas lojas.

Os empréstimos subsidiados considerados nesse estudo em sua maioria são do BNDES, mas também foram considerados os empréstimos feitos pela Finep, Badern (Banco do Estado do Rio Grande do Norte) e o Banco do Nordeste. Como, por exemplo, no período das privatizações na década de 1990.

A Tabela 10 descreve as principais características dos créditos subsidiados nas empresas envolvidas nas transações da amostra, como, por

exemplo, a quantidade de empresas com informações detalhadas sobre o seu endividamento e a proporção do crédito subsidiado. O Painel A apresenta as informações para as empresas investidoras e o Painel B para as empresas-alvo. O número de empresas-alvo com informação sobre as dívidas no ano do anúncio da transação disponível totaliza 129 (59,17% do Total), e das empresas adquirentes totaliza 59 (27,06% do Total).

Passando para o foco da seção, ainda na Tabela 10, os subsídios estão presentes no ano da transação em 73 empresas adquiridas (33,49% do Total) e 41 empresas adquirentes (18,81% do Total). Em média os subsídios representam 17,9% da dívida total das empresas adquiridas, com mediana de 5,1%, e essa proporção média para as empresas adquirentes é de 25,3%, com mediana de 14,9%. Confirmando uma alta relevância dos créditos subsidiados na estrutura de dívida das empresas no ano da transação. No ano seguinte a transação a proporção média dos subsídios no endividamento das empresas adquiridas é 23,1%, com mediana de 9,2%; e para as empresas adquirentes a média é 22,4%, com mediana de 13,9%. A relevância dos subsídios é maior nas empresas compradoras, mas nesse caso diminui no ano seguinte ao da transação e para as empresas adquiridas é o oposto, um possível indicativo de uso dessas dívidas subsidias para financiar pelo menos em parte a aquisição.

Os subsídios podem afetar o apreçamento das empresas adquiridas? O benefício financeiro de uma dívida com um custo mais baixo é claro, mas também existe uma vantagem estratégica, um alinhamento de interesse maior com o governo. Por exemplo, pode mitigar parte do risco de mudanças regulatórias, por se tratar de um setor com incentivos do governo para o seu desenvolvimento. O Painel A da Tabela 11 apresenta a quantidade de observações disponíveis, média e mediana para os múltiplos das transações e os prêmios pagos aos acionistas da empresas-alvo, medido pela diferença percentual do valor por ação negociado na transação e o valor de mercado das ações da empresa adquirida. O Painel B apresenta testes-t de diferença das médias dos múltiplos e dos prêmios, entre as aquisições de empresas com subsídio e sem. Esses testes são bicaudais, assumindo variância igual para as duas amostras (homoscedasticidade).

Pela Tabela 11, os múltiplos são maiores para as empresas sem subsídio e os prêmios pagos aos acionistas são maiores para as companhias com subsídio no ano do anúncio da transação. A mediana dos múltiplos das empresas com subsídio é 8,3 e das sem crédito subsidiado é 9,9. O prêmio médio das aquisições de empresas com subsídio, com base no preço de mercado de uma semana antes do anúncio da transação, é de 6,5%, com mediana de 12,8%; e para as empresas sem subsídio o prêmio médio é 5,5%, com mediana de 8,5%. As diferenças de média não são estatisticamente significantes, mas os sinais positivos para os prêmios são consistentes com o efeito favorável dos créditos subsidiados no apreçamento das empresas adquiridas.

A participação do governo nas fusões e aquisições não é restrita a créditos subsidiados ele pode ser acionista das empresas envolvidas nas transações, como, por exemplo, nas privatizações e nas transações envolvendo empresas estatais. Além do seu papel como investidor via BNDESPAR, fundos de pensão de estatais, Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os fundos dos Regime Próprio de Previdência Social (RPPS).² O anexo ao final da dissertação lista e detalha as empresas estatais analisadas e as empresas envolvidas nas 218 transações dessa seção com demonstrativos financeiros disponíveis.

² Dadas essas 218 fusões e aquisições, as fontes principais que usei para identificar em quais transações o governo brasileiro age como acionista: i) a lista das empresas envolvidas nas 218 transações, potencialmente 436 empresas; ii) verifiquei as notas explicativas de 333 demonstrativos financeiros que estavam disponíveis para verificar os empréstimos subsidiados e se existia menção para empresa ser estatal; iii) se a transação envolvia privatização, marcava o governo como acionista; iv) verifiquei nos nomes das empresas envolvidas nas transações e os nomes dos investidores buscando alguma menção para empresa ser estatal, pesquisando por participações, como do BNDESPAR e fundos de pensão de estatais. Para o nome das Estatais usei a lista de empresas no Boletim das Empresas Estatais Federais da Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Desse filtro saíram um total de 40 transações das 218, com algum grau de envolvimento com o governo como acionista, o que representa 18,35% do total. Quando considerámos o envolvimento do Estado tanto como acionistas e/ou financiador, em pelo menos uma das empresas envolvidas nas transações, a sua participação no mercado brasileiro de fusões e aquisições é em 121 transação, representando 55,50% do total.

7. Correlação com Fatores Macroeconômicos

As fusões e aquisições no Brasil parecem estar associadas a busca por poder de mercado, interesses de investidores estrangeiros e acesso a empréstimos subsidiados do governo. Presumivelmente, esses três motivos se tornam mais fortes com um aumento da atividade econômica no país. Por fim, esta seção utiliza regressões multivariadas para estudar se o mercado brasileiro de fusões e aquisições é pró-cíclico ou anticíclico, última pergunta de interesse dessa dissertação.

7.1. A Regressão Base

As regressões estimadas nesta dissertação são variações do seguinte modelo:

$$\Delta \frac{\text{Vol.Fin.}t}{\text{Vol.Fin.}t-1} = a_1 + a_2 \Delta \frac{\text{PIB } t}{\text{PIB } t-1} + a_3 \text{ Selic Média } t + a_4 \Delta \frac{\text{FX } t}{\text{FX } t-1} + a_5 \Delta \frac{\text{IPCA } t}{\text{IPCA } t-1} + a_6 \frac{\text{Crédito BNDES } t}{\text{Crédito Livre } t} + a_7 \text{ tempo} + \varepsilon_t \quad (1)$$

A variável dependente da regressão (1) é a taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para o volume financeiro anual das transações deflacionado pelo IPCA ($\Delta \frac{\text{Vol.Fin.}t}{\text{Vol.Fin.}t-1}$).

Cinco são variáveis independentes de maior interesse. A taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t: para o PIB brasileiro nominal em moeda local (real) deflacionado pelo deflator implícito ($\Delta \frac{\text{PIB } t}{\text{PIB } t-1}$); para a taxa de câmbio à vista entre o dólar e o real ($\Delta \frac{\text{FX } t}{\text{FX } t-1}$); e para o IPCA ($\Delta \frac{\text{IPCA } t}{\text{IPCA } t-1}$). A média da taxa Selic durante o ano (Selic Média t). E a proporção do saldo de crédito do BNDES para empresas no ano sobre o saldo total do crédito livre bancário no mesmo ano para as empresas ($\frac{\text{Crédito BNDES } t}{\text{Crédito Livre } t}$).

Em tese, nos períodos de expansão econômica, baixa taxa de juros, de redução da inflação e alta proporção de créditos subsidiados as empresas crescem e investem mais, dessa forma os investimentos em aquisições de outras companhias presumivelmente também devem aumentar nesses períodos. Assim espera-se que o coeficiente de crescimento do PIB real seja positivo, o da taxa de juros negativo, dado que as empresas podem usar capital próprio ou se financiarem via dívida para realizarem as aquisições, o da inflação negativo, por aumento da inflação está relacionado com o aumento de incerteza econômica e aumento futuro de juros, e o da proporção do crédito subsidiado positivo, porque o financiamento com custo mais baixo torna os investimentos mais atrativos.

Em relação a taxa de câmbio, como a maioria das aquisições no mercado brasileiro de fusões e aquisições no período amostral foi realizada por empresas estrangeiras, uma desvalorização cambial torna as empresas brasileiros, em real, mais atrativas relativamente aos ativos da terra natal dos investidores estrangeiros, dessa forma esperamos um coeficiente positivo para variação na taxa de câmbio.

Além das variáveis relacionadas a economia brasileira, a regressão (1) inclui uma variável de controle para uma tendência no tempo, uma constante e ε_t é o resíduo da regressão.

O período amostral é de 1994 até 2016, dado que o real foi adotado em julho de 1994, as transações do primeiro semestre desse ano não possuem o valor em real, dessa forma as observações da taxa de variação do volume financeiro anual das transações não estão disponíveis para 1994 e 1995, e a taxa de variação da taxa de câmbio não está disponível para 1994. As informações disponíveis pelo Banco Central do Brasil sobre o mercado de crédito brasileiro, usada para calcular a proporção do crédito subsidiado do BNDES em relação ao crédito bancário total está disponível a partir de 2007.

7.2. Resultados da Regressão Linear

A Tabela 12 descreve os resultados principais da regressão (1) e de variações em torno dela, por exemplo, regredimos também a variável dependente apenas na constante e nas variáveis independentes individualmente. Os coeficientes apresentados na tabela mostram que o crescimento do PIB real é o principal fator de crescimento do volume de transações. Os resultados indicam que o mercado brasileiro de fusões e aquisições é pró-cíclico.

As regressões realizadas com o método de Mínimos Quadrados Ordinários estimam que um incremento de 1% no PIB real implica em um aumento de 13,52% no volume financeiro real das fusões e aquisições, coeficiente estaticamente significativo a 5% (p-valor de 0,030), quando regredimos a variável dependente apenas na constante e na variável independente do crescimento do PIB. A inclusão das outras variáveis da regressão base (1), sem usar a variável de proporção do crédito do BNDES pela menor quantidade de observações, não altera a mensagem principal dos resultados, o coeficiente do crescimento do PIB real continua positivo e estaticamente significativo a 10% (p-valor de 0,098), indicando um aumento de 14,73% no volume financeiro das transações, em resposta a um incremento de um ponto percentual no PIB. Esse coeficiente cai para 12,49% quando estimamos a regressão base (1), incluindo todos os controles, e deixa de ser estaticamente significativo.

Contudo, isoladamente, os coeficientes das demais variáveis independentes da regressão não são estaticamente significativos, curiosamente o único coeficiente com o sinal diferente do esperado foi o da média da taxa de juros, que é positivo, 2,84%. Em menor grau do que o crescimento do PIB a inflação apresentou coeficiente economicamente significativo -9,24% estimado individualmente e -12,95% com inclusão das outras variáveis da regressão base sem usar a variável de proporção do crédito subsidiado, contudo, e mesmo com esses controles o coeficiente da taxa de juros média continuou positivo 4,81%. Analisando o resultado da regressão base (1) os coeficientes não são

estatisticamente significativos e o coeficiente da proporção de créditos do BNDES é 0,05%, positivo conforme o esperado.

7.3. Robustez dos Resultados

O volume financeiro é um produto de preço por quantidade. Embora o volume esteja deflacionado, a regressão (1) não consegue separar variações no preço real de variações na quantidade, a regressão dá uma ideia dessa separação ao substituir a variável dependente pelo log do número de transações. Nesta regressão, η_t é o resíduo:

$$\ln(\text{Num. Trans.}) = b_1 + b_2 \Delta \frac{\text{PIB } t}{\text{PIB } t-1} + b_3 \text{ Selic Média } t + b_4 \Delta \frac{\text{FX } t}{\text{FX } t-1} + b_5 \Delta \frac{\text{IPCA } t}{\text{IPCA } t-1} + b_6 \frac{\text{Crédito BNDES } t}{\text{Crédito Livre } t} + b_7 \text{ tempo} + \eta_t \quad (2)$$

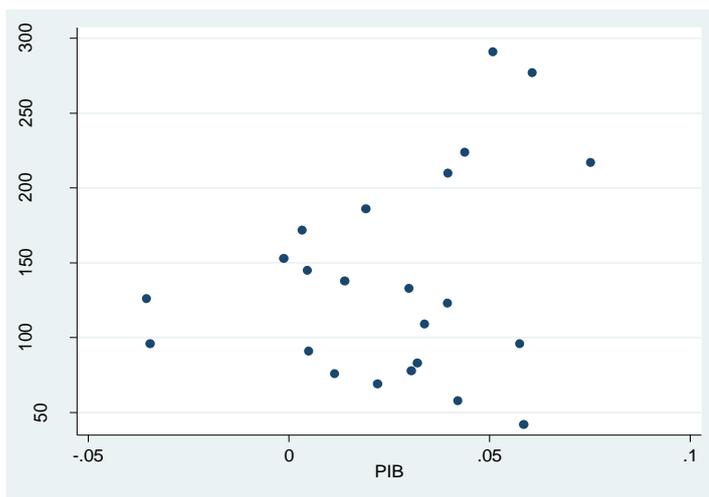
A Tabela 13 apresenta os resultados principais da regressão (2) e de variações em torno dela, o método de estimação é Mínimos Quadrados Ordinários e o sinal esperado dos coeficientes das variáveis independentes são os mesmos que na regressão (1). A magnitude do coeficiente do crescimento real do PIB continua a maior dentre as variáveis independentes, um incremento de um ponto percentual no PIB aumenta em 2,50 o número de transações, coeficiente positivo conforme o esperado, mas não é estaticamente significante. Mesmo com a inclusão das outras variáveis e controles da regressão (2), sem usar a variável de proporção do crédito subsidiado, o coeficiente do crescimento do PIB real continua positivo e estaticamente significativo a 5%, (p-valor de 0,037), indicando um aumento de 7,34 na quantidade de transações, em resposta a um incremento de um ponto percentual no PIB. Esse coeficiente cai para 5,22 quando estimamos a regressão (2), contudo, deixa de ser estaticamente significativo.

A regressão (2) sem a variável de proporção de crédito subsidiado estima que um aumento de um ponto percentual na inflação implica numa redução de aproximadamente -7,81 transações no ano, coeficiente negativo e estaticamente significativo a 5% (p-valor de 0,034). Estimado isoladamente, o

coeficiente da inflação é $-0,13$, negativo e estaticamente significativo a 5% (p-valor de $0,022$). Em relação a taxa de juros, o coeficiente estimado isoladamente é $-0,02$, negativo, como esperado, e estaticamente significativo a 5% (p-valor de $0,024$), contudo quando é estimado com as outras variáveis independentes e controles esse coeficiente se torna positivo e não é estaticamente significativo. Para variação da taxa de câmbio o coeficiente estimado isolado é baixo, positivo e não é estaticamente relevante, contudo, a regressão (2), sem a variável de proporção de crédito subsidiado, estima que o coeficiente é de $0,78$, sinal conforme o esperado, e agora estaticamente significativo a 10% (p-valor de $0,077$). O resultado da regressão (2) não apresenta coeficientes estaticamente significativos e o sinal do coeficiente da proporção de crédito do BNDES sobre o saldo total de crédito é $-2,87$, sinal negativo diferente do esperado.

A Figura 10 ilustra uma relação aparentemente pró-cíclica da quantidade de transações, estimativa da atividade do mercado de fusões e aquisições, e o crescimento do PIB real brasileiro. Ajudando a aumentar nosso entendimento em relação à pergunta de interesse dessa seção.

Figura 10: Gráfico do crescimento do PIB com a quantidade de transações



8. Conclusões

Esta dissertação coleta dados de 3.193 fusões e aquisições entre 1994 e 2016. Essa amostra engloba todas as transações completas no período em que pelo menos uma delas é de capital aberto e a empresa alvo é brasileira. A contribuição principal dela consiste de respostas a cinco perguntas sobre o mercado brasileiro de fusões e aquisições

A primeira pergunta de interesse diz respeito ao múltiplo de mercado das aquisições, a mediana do múltiplo, medido pela razão do Valor da Empresa sobre seu EBITDA, na mostra é 9,33, que é 34,8% acima do observado nas empresas brasileiras de capital aberto nesse mesmo período. O prêmio médio de aquisição pagos aos acionistas das empresas-alvo, por sua vez, é de 54,0%, com mediana de 12,6%, medido pela diferença do preço por ação negociado na transação com o preço de mercado da ação da empresa-alvo uma semana do anúncio da transação. Com esse alto múltiplo e prêmios elevados na amostra, pode-se dizer que o mercado procura empresas alvos com alto potencial de crescimento.

A segunda pergunta analisa se a busca por aumento de poder de mercado é um provável motivo para fusões e aquisições no Brasil. Esta dissertação mostra que 64% das transações no mercado brasileiro de fusões e aquisições envolvem empresas na mesma indústria (transações horizontais). Aquisições horizontais aumentam a participação de mercado da empresa adquirente, consistentemente com busca por maior poder de mercado.

A terceira pergunta é sobre a participação de estrangeiros no mercado de fusões e aquisições. As empresas adquiridas por empresas estrangeiras representam 51,5% do total de 3.193 transações da amostra. As aquisições por empresas com *holding* estrangeira representam 57,5% e as vendas onde a *holding* da empresa adquirida é estrangeira, são 21,7% da amostra total. O prêmio médio de aquisição pagos aos acionistas das empresas-alvo, medido pela diferença do valor por ação negociado na transação e o valor de mercado uma semana antes ao anúncio, quando o comprador direto é estrangeiro, é na

média de 155,27%, e quando a empresa adquirente é brasileira a média desse prêmio é 13,04%. Essa diferença de médias entre os prêmios de aquisição por empresa estrangeira ou local é estaticamente significativa à 10% (p-valor de 0,055).

A quarta pergunta é sobre a presença do governo como credor nas empresas envolvidas nas transações. Para responder essa pergunta, restringimos a amostra total de 3.193 transações às 218 com informação de valor disponível, que envolvem troca de controle e a empresa adquirida sendo de capital aberto. A concessão de empréstimos subsidiados é uma maneira de o governo participar das transações de fusões e aquisições no Brasil. Na amostra de 218 transações, empréstimos subsidiados estavam presentes nos balanços de 33,5% das empresas-alvo e 18,8% das empresas investidoras.

A quinta e última pergunta de interesse é relacionada sobre se a atividade do mercado de fusões e aquisições no Brasil ser pró-cíclico. Regressões múltiplas realizadas nessa dissertação indicam que a atividade do mercado brasileiro de fusões e aquisições parece ser pró-cíclico: Um incremento de um ponto percentual no PIB real implica em aumento em 14,73% no volume financeiro real das fusões e aquisições, e, ao medir a atividade desse mercado pela quantidade de transações implica em um aumento de sete transações no ano.

Em resumo, as respostas para as cinco perguntas sugerem que o mercado brasileiro de fusões e aquisições é pró-cíclico, parece ser guiado por busca de aumento de poder de monopólio, estão concentradas em empresas alvo com boas perspectivas de lucratividade futura e tem um alto grau de envolvimento do governo e de empresas estrangeiras. Em particular, empréstimos subsidiados são frequentes em tais transações.

Algumas perguntas relevantes ainda estão em aberto. Qual o efeito causal da participação acionária do governo nos prêmios pagos aos acionistas das empresas alvo? Quem se apropria dos ganhos dos empréstimos subsidiados, os acionistas das empresas adquirentes ou das empresas alvo? Por

fim, um trabalho importante para pesquisa futura é quantificar os benefícios tributários das transações de fusões e aquisições.

9. Referências Bibliográficas

BERLE, A.; MEANS, G., **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BRADLEY, Michael. Interfirm tender offers and the market for corporate control. **Journal of business**, p. 345-376, 1980.

BRADLEY, Michael; DESAI, Anand; KIM, E. Han. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. **Journal of financial Economics**, v. 21, n. 1, p. 3-40, 1988.

_____. Han. The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy? **Journal of financial economics**, v. 11, n. 1-4, p. 183-206, 1983.

CLOVIS GRIMALDO COUTO JÚNIOR; FERNANDO CAIO GALDI. Avaliação de empresas por múltiplos aplicados em empresas agrupadas com análise de cluster. **Revista de Administração Mackenzie (RAM)**, V. 13, N. 5, p. 135-170, 2012.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Tradução Carlos Henrique Trieschmann e Ronaldo de Almeida Rego. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997

DEMIRAKOS, E. G.; STRONG, N. C.; WALKER, M. What valuation models do analysts use? **Accounting Horizons**, v. 18, n. 4, p. 221-240, 2004.

DODD, Peter; RUBACK, Richard. Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 5, n. 3, p. 351-373, 1977.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L. ; VALADARES, Sílvia M. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

NENOVA, T. Control values and changes in corporate law in Brazil. **World Bank working paper**, 2001.

PORTA, Rafael La et al. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

PROCIANOY, J. L., O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 34, n. 4, p. 74-84, 1994.

PROCIANOY, J.; COMERLATO, G. Proposta de um método para verificação de evidências de transferência de lucro entre empresas similares abertas de um mesmo grupo econômico. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, XVIII, 1994, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 1994. p. 249-264,

PROCIANOY, LASER Jairo; VERDI, Rodrigo S.; Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 - Determinantes e Consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 1, pp. 107-136, 2009.

RICHARDSON, S.; TUNA, I.; WYSOCKI, P. Accounting anomalies and fundamental analysis: a review of recent research advance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 410-454, 2010.

SAITO, R. Determinants of differential pricing of equity classes in the Brazilian equity market. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, XXIV, 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000. 1 CD-ROM.

SIFFERT FILHO, Nelson Governança corporativa: padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, 1998.

SILVEIRA, A. Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. **Tese de Doutorado, FEA/USP São Paulo**, 2004.

VALADARES, S., **Três ensaios sobre mercado por controle no Brasil**. Rio de Janeiro, 1998. Tese (Doutorado em Economia) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

VALADARES, S.; LEAL, R., Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

10. Tabelas

Tabela 1. Estatísticas Descritivas

O Painel A descreve características de todas as 3.193 fusões e aquisições na base de dados de M&A da Reuters, que satisfazem a três condições: i) elas ocorreram entre 1994 e 2016, ii) a empresa-alvo brasileira e iii) pelo menos uma das envolvidas na transação é de capital aberto. Com exceção do número de observações, os demais são percentagens. O “N” indica a quantidade de observações para cada informação, seguido embaixo da média e mediana no período. Investidor Estrangeiro é a percentagem das fusões e aquisições em que a empresa compradora, é domiciliada em país estrangeiro, definido pelo país onde fica a sua sede. Transações horizontais são a percentagem das fusões e aquisições em que a empresa compradora está no mesmo setor da vendedora. Empresas com capital aberto são a percentagem de empresas com capital aberto. Maior Acionista é a percentagem média de ações do maior acionista; Três Maiores Acionistas é a percentagem total das ações dos três maiores acionistas. O Painel B contém informações sobre os valores das aquisições. O número de transações com valores negociados disponíveis totaliza 1.873. Valor financeiro total é a soma total dos valores das transações e estão expressos tanto em milhões de dólares como em milhões de reais. O valor em real no período entre 1994 e 1997, não inclui o ano de 1994.

Amostra	Unidade	1994-97	1998-01	2002-05	2006-09	2010-13	2014-16	Total
Painel A: Amostra completa								
Observações	N	278	679	333	844	746	313	3.193
Investidor Estrangeiro	%	64,7	59,5	49,2	37,0	53,6	58,5	51,5
Transações horizontais	%	59,7	66,1	67,6	64,1	62,5	60,1	63,7
Empresas alvo com capital aberto	%	37,8	39,6	34,2	23,5	17,4	22,0	27,7
Empresas adquirentes de capital aberto	%	76,3	79,7	82,3	86,8	87,1	81,2	83,4
Proporção das ações adquiridas	N	262	663	321	815	718	295	3.074
	Média	65,9	58,3	60,9	68,0	66,3	62,3	64,0
	Mediana	70,1	51,0	55,0	100,0	80,0	60,0	70,0
Maior acionista na empresa compradora	N	3	47	30	279	255	73	687
	Média	63,2	59,9	51,9	43,3	40,8	45,8	44,2
	Mediana	50,6	60,4	50,1	44,2	39,9	46,8	47,9
Três maiores acionistas na empresa compradora	N	3	47	30	279	255	73	687
	Média	68,9	86,4	75,2	61,0	56,6	69,6	62,7
	Mediana	59,1	92,5	70,5	66,4	54,3	70,2	64,0
Maior acionista na empresa-alvo	N	-	50	30	91	100	63	334
	Média	-	59,9	70,8	52,0	53,0	52,9	55,3
	Mediana	-	58,6	70,2	53,9	47,0	51,4	53,9
Três maiores acionistas na empresa-alvo	N	-	50	30	91	100	63	334
	Média	-	85,2	87,3	69,5	74,5	74,0	75,8
	Mediana	-	88,2	90,8	71,3	77,8	79,1	81,0
Painel B: Amostra com informação do valor da transação								
Valor financeiro total das transações: US\$ milhões	N	152	423	212	481	422	147	1.837
	Total	30.127	101.813	41.597	162.410	200.667	41.590	578.204
	Média	198,2	240,7	196,2	337,7	475,5	282,9	314,8
Valor financeiro total das transações: R\$ milhões	N	129	423	212	481	422	147	1.814
	Total	28.872	169.755	117.079	313.645	361.571	114.400	1.105.322
	Média	223,8	401,3	552,3	652,1	856,8	778,2	609,3

Tabela 2. Estatísticas Descritivas das Empresas

O Painel A descreve as médias e medianas dos indicadores financeiros de todas as empresas-alvo das 3.193 fusões e aquisições na base de dados de M&A da Reuters, que satisfazem a três condições: i) elas ocorreram entre 1994 e 2016, ii) a empresa-alvo brasileira e iii) pelo menos uma das envolvidas na transação é de capital aberto. Faturamento é o total da receita anual e está em milhões de dólares. O Painel B descreve os indicadores financeiros para as empresas investidoras. Para cada indicador o N representa o número de observações disponíveis para esse indicador no período, embaixo a média e em seguida embaixo a mediana. As razões EBITDA sobre vendas e lucro líquido sobre vendas são medidas de rentabilidade e estão expressas em decimais. As razões Dívida Bancária Total (dívida total que paga juros) sob Ativo e Dívida Bancária Líquida (dívida que paga juros líquida de ativos financeiros) sobre EBITDA são medidas de alavancagem que estão expressas em centésimos, estão expressas as médias e medianas entre as empresas.

Painel das Informações Financeiras		Unidade	1994-97	1998-01	2002-05	2006-09	2010-13	2014-16	Total
Painel A: Empresas-alvo									
Faturamento	N		2	11	8	38	44	28	131
	Média		90	838	684	2.467	2.831	1.026	1.999
	Mediana		90	363	380	491	904	255	425
EBITDA sobre Vendas	N		2	11	8	38	48	29	136
	Média		(15,6)	11,7	26,7	16,3	25,1	12,2	18,6
	Mediana		(15,6)	10,5	16,0	19,7	18,2	14,0	16,3
Lucro Líquido sobre Vendas	N		1	6	6	27	34	24	98
	Média		2,2	10,3	66,6	292,7	982,5	(4.974,3)	(791,9)
	Mediana		2,2	10,6	30,8	19,7	9,9	0,1	7,3
Dívida Bancária Total sobre Ativo	N		2	11	8	37	47	30	135
	Média		0,34	0,22	0,45	0,26	0,34	0,59	0,39
	Mediana		0,34	0,24	0,47	0,23	0,33	0,36	0,31
Dívida Bancária Líquida sobre EBITDA	N		-	1,00	5,00	18,00	36,00	18,00	78,00
	Média		-	1,14	2,01	2,09	8,90	7,10	4,88
	Mediana		-	1,14	2,67	1,29	2,16	4,78	2,15
Painel B: Empresas Investidoras									
Faturamento	N		2	5	14	204	190	56	471
	Média		307	488	1.280	1.769	6.985	2.710	3.951
	Mediana		307	182	1.249	305	623	606	470
EBITDA sobre Vendas	N		2	6	14	208	195	61	486
	Média		(12,0)	16,9	24,8	16,3	34,4	21,6	24,4
	Mediana		(12,0)	11,6	25,5	22,1	25,2	23,5	23,0
Lucro Líquido sobre Vendas	N		-	2	14	161	159	41	377
	Média		-	(3,5)	72,5	143,1	1.777,7	(1.312,5)	670,8
	Mediana		-	(3,5)	30,7	13,3	75,9	40,5	37,1
Dívida Bancária Total sobre Ativo	N		2	6	16	202	168	42	436
	Média		0,34	0,35	0,26	0,26	0,32	0,34	0,29
	Mediana		0,34	0,38	0,27	0,24	0,33	0,35	0,29
Dívida Bancária Líquida sobre EBITDA	N		-	2	12	123	146	46	329
	Média		-	5,72	1,46	12,76	3,43	8,16	7,14
	Mediana		-	5,72	1,04	2,91	1,81	2,86	2,04

Tabela 3. Múltiplos das Transações e de Mercado das Empresas Brasileiras

O Painel A descreve os múltiplos (EV/EBITDA) das transações disponíveis na amostra de 3.193 fusões e aquisições na base de dados de M&A da Reuters, que satisfazem a três condições: i) elas ocorreram entre 1994 e 2016, ii) a empresa-alvo brasileira e iii) pelo menos uma das envolvidas na transação é de capital aberto. A coluna de observações é a quantidade de informações para aquele múltiplo no período. O múltiplo EV/EBITDA do Painel A é a razão da soma da dívida bancária líquida de ativos financeiros, do trimestre da transação, com o valor da empresa avaliado na transação (valor por ação negociado na aquisição vezes a quantidade de ações total da empresa) sobre o EBITDA anualizado da empresa adquirida no trimestre em que a transação ocorreu. Enquanto o múltiplo de mercado EV/EBITDA discutido no Painel B é calculado anualmente, no fim de cada ano do período amostral, para todas as empresas brasileiras de capital aberto, e são 2.878 observações do múltiplo. Nesse múltiplo o Valor da Empresa é calculado pela soma da sua dívida bancária líquida de ativos financeiros, no fim de cada ano, com o valor de mercado da empresa (preço por ação, negociadas em Bolsas de Valores, de fechamento do último dia de cada ano vezes a quantidade de ações total da empresa naquele ano) e o EBITDA anual. O Painel C mede o ágio (ou deságio), em percentual, dos múltiplos das transações de fusões e aquisições no Brasil, no Painel A, em relação ao múltiplo de mercado de todas as empresas brasileiras de capital aberto no mesmo período, no Painel B.

Painel dos múltiplos (EV/EBITDA)	Observações	Média	Mediana
Painel A: Múltiplo das transações			
1994-1997	35	4.413,72	10,06
1998-2001	118	12,60	8,40
2002-2005	51	8,82	6,54
2006-2009	90	17,47	9,42
2010-2013	67	35,42	11,14
2014-2016	39	13,29	9,86
Total	400	402,20	9,33
Painel B: Múltiplo de mercado das empresas brasileiras de capital aberto			
1994-1997	118	63,05	4,68
1998-2001	267	70,96	4,60
2002-2005	347	38,30	4,51
2006-2009	681	65,88	6,79
2010-2013	844	63,22	7,92
2014-2016	621	1.595,35	7,82
Total	2.878	392,15	6,92
Painel C: Ágio do múltiplo das transações sobre os de mercado			
1994-1997	153	6.900,10	114,65
1998-2001	385	(82,24)	82,52
2002-2005	398	(76,97)	44,98
2006-2009	771	(73,47)	38,87
2010-2013	911	(43,98)	40,72
2014-2016	660	(99,17)	26,05
Total	3.278	2,56	34,85

Tabela 4. Prêmio das transações

Para todas as 3.193 fusões e aquisições na base de dados de M&A da Reuters, que satisfazem a três condições: i) elas ocorreram entre 1994 e 2016, ii) a empresa-alvo brasileira e iii) pelo menos uma das envolvidas na transação é de capital aberto. Observações é o número de transações com o prêmio de aquisição pago aos acionistas das empresas-alvo disponíveis. O Painel A apresenta os prêmios pagos aos acionistas das empresas adquiridas, o prêmio é a variação percentual do valor por ação da empresa alvo na negociação da fusão e aquisição, em relação ao valor de mercado das ações negociadas em Bolsa de Valores da empresa-alvo, medido para um dia antes do anúncio da transação, uma semana antes e quatro semanas antes. Observações é quantidade de informações disponível para cada prêmio. O Painel B apresenta a evolução do prêmio medido em relação ao valor de mercado da empresa uma semana antes ao anúncio da transação, em janelas de quatro anos, com exceção da última que são três anos.

Prêmios	Observações	Média	Mediana
Painel A: Todos os Prêmios			
Um dia antes do anúncio	179	49,92	8,16
Uma semana antes do anúncio	177	54,02	12,55
Quatro semanas antes do anúncio	177	58,50	14,36
Painel B: Evolução do Prêmio de uma semana			
1994-1997	1	24,00	24,00
1998-2001	5	(5,16)	(8,78)
2002-2005	25	(8,43)	(3,22)
2006-2009	59	22,14	9,93
2010-2013	44	10,96	10,11
2014-2016	43	185,73	20,25
Total	177	54,02	12,55

Tabela 5. Setores das empresas envolvidas nas transações e suas características do mercado brasileiro de fusões e aquisições

O Painel A descreve as características por setor das empresas adquirentes de todas as 3.193 empresas investidoras nas transações de fusões e aquisições na base de dados de M&A da Reuters, que satisfazem a três condições: i) elas ocorreram entre 1994 e 2016, ii) a empresa-alvo brasileira e iii) pelo menos uma das envolvidas na transação é de capital aberto. O Painel B contém as características por setor das empresas-alvo. Observações é o número de empresas envolvidas nas transações em cada setor, a participação é a proporção de transações de cada setor em relação ao total da amostra de 3.193. Transações horizontais são a percentagem das fusões e aquisições em que a empresa compradora está no mesmo setor da vendedora. Empresas estrangeiras é a percentagem das fusões e aquisições em que a empresa é domiciliada em país estrangeiro, definido pelo país onde fica a sua sede. Dos 14 setores da base de dados de M&A da Reuters (TRBC Economic Sector), quatro desses setores são muito semelhantes, esses são os casos do cyclical consumer goods & services e do consumer cyclicals que nesse estudo nós agrupamos como Bens e Serviços de Consumo Cíclico. No caso do setor Bens e Serviços de Consumo Não Cíclico agrupamos o non-cyclical consumer goods & services e o consumer non-cyclicals.

Distribuição entre setores	Observações	Participação	Transações horizontais	Empresas Estrangeiras	Empresas com capital aberto
Painel A: Empresas Adquirentes					
Finanças	637	19,9	49,5	34,9	58,7
Materiais Básicos	516	16,2	78,5	64,1	92,6
Industrial	442	13,8	59,7	68,8	94,8
Bens e serviços de consumo cíclico	368	11,5	54,9	60,1	89,9
Bens e serviços de consumo não cíclico	346	10,8	81,8	44,5	96,5
Serviços de telecomunicações	209	6,5	79,9	36,8	95,2
Tecnologia	175	5,5	69,7	71,4	99,4
Serviços de utilidade pública	163	5,1	78,5	33,7	85,9
Energia	116	3,6	51,7	56,0	90,5
Cuidados de saúde	112	3,5	79,5	56,3	98,2
Grupo de Investidores	93	2,9	-	26,9	-
Acionistas	9	0,3	-	-	-
Cretores	4	0,1	-	-	-
Serviços Governamentais	2	0,1	-	-	-
Organizações sem fins lucrativos	1	0,0	-	100,0	-
Total	3.193	100	63,7	51,5	83,4
Painel B: Empresas-alvo					
Materiais Básicos	534	16,7	75,8	-	27,7
Industrial	519	16,3	50,9	-	18,7
Finanças	433	13,6	72,7	-	29,3
Bens e serviços de consumo não cíclico	388	12,2	72,9	-	21,1
Bens e serviços de consumo cíclico	373	11,7	54,2	-	27,3
Tecnologia	230	7,2	53,0	-	7,8
Serviços de telecomunicações	222	7,0	75,2	-	66,2
Serviços de utilidade pública	221	6,9	57,9	-	54,8
Cuidados de saúde	139	4,4	64,0	-	12,2
Energia	133	4,2	45,1	-	19,5
Organizações sem fins lucrativos	1	0,0	-	-	-
Total	3.193	100	63,7	-	27,7

Tabela 6. Prêmio das transações horizontais e verticais

A amostra cobre as 3.193 transações de fusões e aquisições completas entre 1994 e 2016 da base de dados de M&A da Reuters, sendo a empresa-alvo brasileira e pelo menos uma das envolvidas na transação sendo uma empresa de capital aberto. O Painel A apresenta a quantidade de observações disponíveis, média e mediana para os múltiplos das transações, Valor da Empresa sobre EBITDA, e os prêmios pagos aos acionistas das empresas-alvo, medido pela diferença do valor por ação da oferta e o valor de mercado das ações da empresa-alvo (negociado em Bolsas de Valores) um dia antes do anúncio, uma semana e quatro semanas. Para as transações que foram horizontais (empresas do mesmo setor) e para as verticais (empresas de setores diferentes). O "N" são as observações disponíveis, depois embaixo está a média e embaixo a mediana para cada tipo de comprador, o múltiplo está expresso em centésimos e os prêmios em porcentagem. O Painel B apresenta o resultado do teste-t de diferença de médias, bilateral e assumindo variância igual para as duas amostras (homoscedasticidade), realizados para diferença de média dos múltiplos e para os prêmios, entre as transações verticais e horizontais. O "N" são as observações combinadas usadas no teste, apresenta a estatística-t do teste e embaixo o p-valor entre parênteses.

Múltiplos e Prêmio das aquisições horizontais e verticais	Unidade	Múltiplo das transações (EV/EBITDA)	1 dia antes do anúncio	1 semana antes do anúncio	4 semanas antes do anúncio
Painel A: Múltiplo e Prêmio					
Transação Vertical	N	167	74	74	75
	Média	921,41	3,59	8,05	7,33
	Mediana	9,84	6,07	7,56	7,15
Transação Horizontal	N	233	105	103	102
	Média	30,07	82,57	87,05	96,12
	Mediana	8,49	9,49	15,25	18,75
Painel B: Teste-t de diferença de média					
Diferença entre as transações horizontais e verticais	N	400	179	177	177
	Estatística-t	-1,606	1,171	1,160	1,207
	(p-valor)	(0,109)	(0,243)	(0,248)	(0,229)

Tabela 7. Fluxo dos investimentos de empresas estrangeiras

A amostra cobre as 3.193 transações de fusões e aquisições completas entre 1994 e 2016 da base de dados de M&A da Reuters, sendo a empresa-alvo brasileira e pelo menos uma das envolvidas na transação sendo uma empresa de capital aberto. Comprador direto são as transações onde a empresa adquirente é estrangeira, comprador estrangeiro indireto são as transações onde a empresa holding da empresa compradora é estrangeira, e vendedor estrangeiro indireto são as transações onde a empresa holding da empresa adquirida é estrangeira. O saldo direto é resultado das aquisições diretas menos as vendas indiretas, e o saldo indireto é o resultado das aquisições indiretas menos as vendas indiretas. O período amostral é dividido em períodos de quatro anos, com exceção do penúltimo, que cobre três anos, e o último cobre o período todo. O Painel A mede a participação de estrangeiros no mercado brasileiro de fusões e aquisições pela quantidade de transação, assim utiliza de todas as 3.193 transações do período amostral. O Painel B por sua vez mede essa participação pelo volume financeiro envolvido nas transações, considera a amostra de transações com valores negociados disponíveis que totaliza 1.837 (57,5% do Total), os valores financeiros estão em milhões de Dólares.

Painel do fluxo dos investimentos de empresas estrangeiras	Comprador		Vendedor	Saldo Direto	Saldo Indireto
	Estrangeiro Direto	Estrangeiro Indireto	Estrangeiro Indireto		
Painel A: Quantidade de transações					
1994-1997	180	196	-64	116	132
1998-2001	404	469	-172	232	297
2002-2005	164	198	-131	33	67
2006-2009	312	352	-138	174	214
2010-2013	400	419	-119	281	300
2014-2016	183	203	-70	113	133
Total	1.643	1.837	-694	949	1.143
Painel B: Volume financeiro das transações (US\$ milhões)					
1994-1997	13.049	15.892	-6.804	6.245	9.088
1998-2001	59.722	72.356	-33.422	26.300	38.934
2002-2005	22.759	28.854	-17.580	5.179	11.273
2006-2009	50.696	54.968	-38.464	12.232	16.504
2010-2013	71.506	85.125	-46.302	25.204	38.824
2014-2016	11.266	15.973	-21.400	-10.135	-5.427
Total	228.998	273.168	-163.972	65.026	109.196

Tabela 8. Prêmio das transações com empresas estrangeiras

A amostra cobre as 3.193 transações de fusões e aquisições completas entre 1994 e 2016 da base de dados de M&A da Reuters, sendo a empresa-alvo brasileira e pelo menos uma das envolvidas na transação sendo uma empresa de capital aberto. O Painel A apresenta a quantidade de observações disponíveis, média e mediana para os múltiplos das transações, Valor da Empresa sobre EBITDA, e os prêmios pagos aos acionistas das empresas-alvo, medido pela diferença do valor por ação da oferta e o valor de mercado das ações da empresa-alvo (negociado em Bolsas de Valores) um dia antes do anúncio, uma semana e quatro semanas. Para as aquisições onde a empresa compradora é brasileira, aquisições por empresas estrangeiras, aquisições por empresas com controladora brasileira e aquisições por empresas com a empresa holding estrangeira. O “N” são as observações disponíveis, depois embaixo está a média e embaixo a mediana para cada tipo de comprador, o múltiplo está expresso em centésimos e os prêmios em porcentagem. O Painel B apresenta o resultado do teste-t de diferença de médias, bilateral e assumindo variância igual para as duas amostras (homoscedasticidade), realizados para diferença de média dos múltiplos e para os prêmios, entre empresas onde a adquirente é uma empresa local ou estrangeira, e o mesmo para o holding da empresa compradora. O “N” são as observações combinadas usadas no teste, apresenta a estatística-t do teste e embaixo o p-valor entre parênteses.

Múltiplos e Prêmio das transações com empresas estrangeiras	Unidade	Múltiplo das transações (EV/EBITDA)	1 dia antes do anúncio	1 semana antes do anúncio	4 semanas antes do anúncio
Painel A: Múltiplo e Prêmio					
Comprador Direto Estrangeiro	N	144	53	51	52
	Média	35,38	144,55	155,27	160,58
	Mediana	9,38	7,84	11,42	10,50
Comprador Direto Brasileiro	N	256	126	126	125
	Média	608,54	10,11	13,04	16,03
	Mediana	8,87	8,36	12,66	15,84
Comprador Holding Estrangeiro	N	204	80	78	81
	Média	27,72	104,26	111,82	116,33
	Mediana	8,74	15,42	20,25	20,84
Comprador Holding Brasileiro	N	196	99	99	96
	Média	791,97	6,01	8,49	9,70
	Mediana	9,87	6,44	6,32	13,08
Painel B: Teste-t de diferença de média					
Diferença entre comprador local e estrangeiro	N	400	179	177	177
	Estatística-t	1,003	1,858	1,931	1,822
	(p-valor)	(0,316)	(0,0648)	(0,055)	(0,070)
Diferença entre holding do comprador local e holding estrangeira	N	400	179	177	177
	Estatística-t	1,394	1,473	1,532	1,465
	(p-valor)	(0,164)	(0,142)	(0,127)	(0,145)

Tabela 9. Países de origem das empresas

Exibe o país das empresas envolvidas em transações de fusão e aquisição, onde a empresa alvo seja brasileira e uma das empresas envolvidas seja de capital aberto entre 1994 e 2016. A tabela mostra o país de origem da empresa compradora, da *holding* da empresa compradora e da *holding* da empresa-alvo. São 53 países diferentes na amostra.

País	País da empresa compradora		País da holding da empresa compradora		'País da holding da empresa-alvo	
		%		%		%
Brazil	1.550	48,5	1.356	42,5	2.499	78,3
United States of America	538	16,8	578	18,1	179	5,6
France	161	5,0	179	5,6	70	2,2
United Kingdom	105	3,3	105	3,3	47	1,5
Canada	103	3,2	114	3,6	40	1,3
Spain	93	2,9	111	3,5	48	1,5
Japan	68	2,1	71	2,2	15	0,5
Portugal	52	1,6	80	2,5	55	1,7
Germany	49	1,5	59	1,8	33	1,0
Switzerland	45	1,4	64	2,0	19	0,6
Australia	41	1,3	41	1,3	8	0,3
Italy	36	1,1	60	1,9	39	1,2
Netherlands	35	1,1	46	1,4	24	0,8
Mexico	32	1,0	37	1,2	12	0,4
Chile	28	0,9	23	0,7	10	0,3
Norway	24	0,8	25	0,8	9	0,3
Sweden	23	0,7	22	0,7	7	0,2
Luxembourg	21	0,7	22	0,7	13	0,4
Argentina	17	0,5	21	0,7	14	0,4
India	15	0,5	15	0,5	5	0,2
Belgium	15	0,5	18	0,6	2	0,1
Republic of Ireland	14	0,4	14	0,4	3	0,1
China	13	0,4	14	0,4	4	0,1
Israel	13	0,4	13	0,4	2	0,1
Bermuda	12	0,4	10	0,3	7	0,2
South Africa	11	0,3	12	0,4	5	0,2
Finland	10	0,3	11	0,3	4	0,1
Denmark	10	0,3	10	0,3	2	0,1
Hong Kong	9	0,3	9	0,3	-	-
South Korea	8	0,3	8	0,3	5	0,2
Colombia	8	0,3	7	0,2	1	0,0
Austria	6	0,2	4	0,1	-	-
Singapore	3	0,1	5	0,2	5	0,2
British Virgin Islands(United Kingdom)	3	0,1	5	0,2	1	0,0
Cayman Islands	3	0,1	4	0,1	-	-
Russian Federation	3	0,1	3	0,1	-	-
Guernsey	3	0,1	-	-	-	-
Hungary	2	0,1	2	0,1	-	-
Malaysia	2	0,1	2	0,1	-	-
Bahrain	1	0,0	1	0,0	1	0,0
Panama	1	0,0	1	0,0	1	0,0
Taiwan	1	0,0	2	0,1	-	-
New Zealand	1	0,0	2	0,1	-	-
Philippines	1	0,0	1	0,0	-	-
Turkey	1	0,0	1	0,0	-	-
Kuwait	1	0,0	1	0,0	-	-
Qatar	1	0,0	1	0,0	-	-
Morocco	1	0,0	1	0,0	-	-
Peru	-	-	-	-	2	0,1
Barbados	-	-	-	-	1	0,0
Uruguay	-	-	-	-	1	0,0
Cyprus	-	-	1	0,0	-	-
Saudi Arabia	-	-	1	0,0	-	-

Tabela 10. Empréstimos subsidiados

Para as 218 aquisições de empresas brasileiras, de capital aberto, com a informação do valor da transação disponível em transações de troca de controle entre 1994 e 2016. Observações é a quantidade de empresas que temos informações detalhadas sobre as suas dívidas, das Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros, empresas com subsídio é a quantidade de empresas com empréstimo subsidiado, o valor embaixo entre parênteses é sua proporção em percentual para o total das empresas envolvidas nas 218 transações nessa sub amostra. A proporção da dívida subsidiada em relação ao total de dívida bancária, é a média entre as empresas com a informação detalhada do sobre endividamento, com a mediana embaixo entre parênteses. Essas informações são apresentadas para o ano do anúncio transação, ano anterior e para o ano seguinte ao anúncio. O Painel A apresenta as informações para as empresas investidoras e o Painel B para as empresas-alvo.

Empréstimos subsidiados	Unidade	Ano anterior do anúncio da transação	Ano do anúncio da transação	Ano seguinte do anúncio da transação
Painel A: Empresas Investidoras				
Empresas com informação detalhada da dívida	N	54	59	57
Empresas com subsídio	N	32	41	40
Proporção de empresas com subsídio	%	14,68	18,81	18,35
Proporção da dívida subsidiada em relação a dívida total	Média	26,46	25,26	22,43
	Mediana	12,46	14,85	13,87
Painel B: Empresas-alvo				
Empresas com informação detalhada da dívida	N	138	129	100
Empresas com subsídio	N	81	73	56
Proporção de empresas com subsídio	%	37,16	33,49	25,69
Proporção da dívida subsidiada em relação a dívida total	Média	21,12	17,87	23,08
	Mediana	6,57	5,06	9,22

Tabela 11. Múltiplo e prêmio das aquisições de empresas com e sem subsídio

Para as 218 transações de fusões e aquisições completas entre 1994 e 2016 da base de dados de M&A da Reuters, sendo a empresa-alvo brasileira, de capital aberto, aquisição de troca de controle e a informação do valor da transação estar disponível. O Painel A apresenta a quantidade de observações disponíveis, média e mediana para os múltiplos das transações, Valor da Empresa sobre EBITDA, e os prêmios pagos aos acionistas das empresas-alvo, medido pela diferença do valor por ação da oferta e o valor de mercado das ações da empresa-alvo (negociado em Bolsas de Valores) um dia antes do anúncio, uma semana e quatro semanas. Para as aquisições de empresas com empréstimo subsidiado e sem subsídio no ano da transação. O "N" são as observações disponíveis, depois embaixo está a média e embaixo a mediana para cada tipo de comprador, o múltiplo está expresso em centésimos e os prêmios em porcentagem. O Painel B apresenta o resultado do teste-t de diferença de médias, bilateral e assumindo variância igual para as duas amostras (homoscedasticidade), realizados para o múltiplo e para os prêmios, entre empresas com a presença de linhas de crédito subsidiado no anúncio da transação e das sem subsídio. O "N" são as observações combinadas usadas no teste, embaixo está a estatística-t do teste e embaixo o p-valor entre parênteses.

Múltiplos e Prêmio das aquisições de empresas com e sem subsídio	Unidade	Múltiplo das transações (EV/EBITDA)	1 dia antes do anúncio	1 semana antes do anúncio	4 semanas antes do anúncio
Painel A: Múltiplo e Prêmio					
Empresas-alvo com subsídio	N	49	20	19	18
	Média	12,18	7,07	6,50	8,40
	Mediana	8,33	13,48	12,77	16,64
Empresas-alvo sem subsídio	N	56	37	36	37
	Média	16,03	1,99	5,49	5,53
	Mediana	9,91	6,11	8,47	11,88
Painel B: Teste-t de diferença de média					
Diferença entre aquisições de empresas com e sem subsídio	N	105	57	55	55
	Estatística-t	-0,929	0,344	0,063	0,173
	(p-valor)	(0,355)	(0,732)	(0,950)	(0,863)

Tabela 12. Regressões da atividade do mercado brasileiro de fusões e aquisições pelo volume financeiro com variáveis econômicas

Exibe o resultado das regressões lineares da atividade do mercado brasileiro de fusões e aquisições, com aquisições completas de empresas brasileiras, onde uma das empresas envolvidas é de capital aberto entre 1994 e 2016, com variáveis econômicas. Dado que o Real foi adotado em julho de 1994, as transações do primeiro semestre desse ano não possuem o valor em Real, dessa forma os dados da taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para o volume financeiro anual das transações deflacionado pelo IPCA, não está disponível para 1994 e 1995, e a taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para a taxa de câmbio à vista entre o Dólar e o Real não está disponível para 1994. As informações disponíveis pelo Banco Central do Brasil sobre o mercado de crédito brasileiro, usada para calcular a proporção do crédito subsidiado do BNDES em relação ao crédito bancário total está disponível a partir de 2007. A regressão base tem como variável dependente a taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para o volume financeiro anual das transações deflacionado pelo IPCA. As variáveis independentes são uma constante, a taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para o PIB brasileiro nominal em moeda local (Real) deflacionado pelo deflator implícito, a média da taxa Selic durante o ano t, a taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para a taxa de câmbio à vista entre o Dólar e o Real, taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para o IPCA, e uma variável de tendência no tempo. O método de estimação é Mínimos Quadrados Ordinários. No Modelo I regredimos a variável dependente apenas na constante e na variável independente do crescimento do PIB. No Modelo II regredimos a variável dependente na constante e na variável independente média da taxa Selic durante o ano t. No Modelo III regredimos a variável dependente na constante e na variável independente da variação da taxa de câmbio. No Modelo IV regredimos a variável dependente na constante e na variável independente de inflação e o Modelo V estima a regressão base. E o Modelo VI é a regressão base adicionando a proporção do crédito do BNDES no ano sobre o total do crédito livre no mesmo ano. A Tabela apresenta os coeficientes das respectivas variáveis para cada um dos modelos, os asteriscos dos coeficientes indicam a significância estatística dos coeficientes, um asterisco o coeficiente é significativo a 10%, dois a 5% e três a 1% e entre parênteses embaixo está o erro padrão.

Variável Dependente: VoIFin						
Variáveis Independentes	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV	Modelo V	Modelo VI
Constante	-0,0728 (0,2109)	-0,2171 (0,4935)	0,2424 (0,1926)	0,8644* (0,4993)	-18,9344 (144,5288)	77,1836 (754,8777)
PIB	13,5173** (5,7732)				14,7295* (8,3491)	12,4894 (15,6964)
Selic		2,8398 (2,7989)			4,8084 (6,7231)	2,0433 (69,7133)
Taxa de Câmbio			0,1002 (0,8180)		1,0713 (0,8555)	1,719 (28,7662)
IPCA				-9,2415 (7,0492)	-12,9522 (7,7231)	1,2995 (4,0053)
Crédito BNDES						0,045 (10,4288)
Tempo					0,0094 (0,0715)	-0,0387 (0,3778)
Observações	21	21	21	21	21	10
R-quadrado	0,2239	0,0514	0,0008	0,083	0,4279	0,5113

Erros padrão entre parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabela 13. Regressões da atividade do mercado brasileiro de fusões e aquisições pela quantidade de transações com variáveis econômicas

Exibe o resultado das regressões lineares da atividade do mercado brasileiro de fusões e aquisições, com aquisições completas de empresas brasileiras, onde uma das empresas envolvidas é de capital aberto entre 1994 e 2016, com variáveis econômicas. Lembrando que ainda nesse caso o dado da variação da taxa de câmbio não vai estar disponível para 1994, dado que o Real foi adotado em julho de 1994. As informações disponíveis pelo Banco Central do Brasil sobre o mercado de crédito brasileiro, usada para calcular a proporção do crédito subsidiado do BNDES em relação ao crédito bancário total está disponível a partir de 2007. A regressão base tem como variável dependente é log do número de transações. As variáveis independentes são uma constante, a taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para o PIB brasileiro nominal em moeda local (Real) deflacionado pelo deflator implícito, a média da taxa Selic durante o ano t, a taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para a taxa de câmbio à vista entre o Dólar e o Real, taxa de variação percentual entre os anos t-1 e t, para o IPCA, e uma variável de tendência no tempo. O método de estimação é Mínimos Quadrados Ordinários. No Modelo VII regredimos a variável dependente apenas na constante e na variável independente do crescimento do PIB. No Modelo VIII regredimos a variável dependente na constante e na variável independente média da taxa Selic durante o ano t. No Modelo IX regredimos a variável dependente na constante e na variável independente da variação da taxa de câmbio. No Modelo X regredimos a variável dependente na constante e na variável independente de inflação e o Modelo XI estima a regressão base. E o Modelo XII é a regressão base adicionando a proporção do crédito do BNDES no ano sobre o total do crédito livre no mesmo ano. A Tabelas apresenta os coeficientes das respectivas variáveis para cada um dos modelos, os asteriscos dos coeficientes indicam a significância estatística dos coeficientes, um asterisco o coeficiente é significativo a 10%, dois a 5% e três a 1% e entre parênteses embaixo está o erro padrão.

Variável Dependente: Ln (Número de Transações)						
Variáveis Independentes	Modelo VII	Modelo VIII	Modelo IX	Modelo X	Modelo XI	Modelo XII
Constante	4,7497*** (0,1476)	4,8691*** (0,0978)	4,8633*** (0,1074)	4,8747*** (0,0979)	-44,478 (50,9733)	40,493 (141,9190)
PIB	2,5001 (3,8817)				7,3359** (3,2332)	5,2193 (2,9510)
Selic		-0,0237** (0,0097)			0,7023 (2,0595)	-3,0353 (5,4081)
Taxa de Câmbio			0,0111 (0,4621)		0,7760* (0,4102)	-0,6327 (0,7530)
IPCA				-0,1268** (0,0512)	-7,8134** (3,3628)	18,5973 (13,1063)
Crédito BNDES						-2,868 (1,9606)
Tempo					0,0247 (0,0253)	-0,0171 (0,0710)
Observações	23	23	22	23	22	10
R-quadrado	0,0194	0,2203	0	0,2261	0,5637	0,9328

Erros padrão entre parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

11. Anexos

11.1. Anexo 1

A base de dados de Fusão e Aquisição (M&A) da Reuters não considera qualquer aquisição de ativo entre diferentes empresas na sua base de dados, as transações devem atender algum dos critérios abaixo para serem consideradas nessa base de dados, esses tipos de transação e seus critérios considerados nessa base de dados, são:

- Aquisição de participação majoritária: quando o adquirente deve ter detido menos de 50%, e estar procurando adquirir 50% ou mais, mas menos de 100% das ações da empresa alvo.
- Aquisição: Um negócio em que 100% de uma empresa é cindida ou desmembrada.
- Fusão: É quando ocorre a combinação de 100% dos negócios de duas ou mais empresas.
- Aquisição de certos ativos: quando determinados ativos de uma empresa, subsidiária, divisão ou sucursal são adquiridos;
- Aquisição de Ativos: quando todos os ativos de uma empresa, subsidiária, divisão ou sucursal são adquiridos. Quando a consideração solicitada para a aquisição de uma empresa não é dada, também é classificada nesta categoria.
- Aquisição de participação parcial: quando o adquirente deve ter possuído menos de 50%, estar buscando adquirir menos de 50%, ou ter mais de 50% e estar procurando adquirir menos de 100% das ações da empresa alvo.
- Aquisição da participação remanescente: quando o adquirente deve ter detido mais de 50% e estar buscando adquirir 100%.
- Recompra de ações (*Buyback*): Uma empresa adquire de volta os seus valores mobiliários ou valores mobiliários convertíveis em ações, no mercado aberto ou através de transações negociadas de forma privada, ou através de uma oferta pública de aquisição. Incluem-se as recompras autorizadas pela Diretoria.

- Oferta de troca (*Exchange offer*): é quando uma empresa oferece a troca de novos títulos para os seus títulos de capital em circulação ou os seus títulos convertíveis em capital próprio.
- Reacapitalização: Uma empresa passa por uma recapitalização alavancada dos acionistas, na qual a empresa emite um dividendo extraordinário único (na forma de caixa, títulos de dívida, ações preferenciais ou ativos) que permite aos acionistas manter uma participação acionária na empresa.

11.2. Anexo 2

Esse anexo contém a lista de todas as empresas estatais federais e estaduais presentes nesse estudo.

- Petroleo Brasileiro SA;
- Banco do Brasil SA;
- Telebras;
- Vale (Antes da privatização);
- Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“PREVI”);
- Cia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro (CEG) - Controlada pelo BNDESPAR (Fonte: Notas explicativas da DFP de 2003);
- Fundação dos Economiários Federais (“FUNCEF”);
- BNDESPAR;
- BNDES;
- Banco Bandeirantes SA (BB);
- Bahia Sul Celulose SA;
- Light SA;
- Eletrobras;
- Caixa;
- Correios;
- Postalís
- Embraer;
- Telebras;
- CEMIG;

11.3. Anexo 3

Considerando a amostra total das 3.237 transações, esse anexo resume seis transações onde a empresa investidora tem o status no Reuters de Empresa Governamental e as 11 transações onde a empresas-alvo tem o status de Empresa Governamental.

Na amostra apenas seis empresas compradoras possuem o status governamental. Em uma das transações a República do Brasil aparece adquirindo participação no Banco do Estado de São Paulo em 1999, o BNDES adquirindo participação na Cia Energetica do Maranhao (CEMAR) em 1998 e na JBS em 2011, o Estado de Goiás adquirindo participação na Cia Celg de Participações em 2015, o fundo de pensão canadense Canada Pension Plan Investment adquirindo uma participação de 28% na Aliance Shopping Center por US\$ 481 milhões em 2013 e a Estatal Fertifos Admin. e Particip. Investindo na Fertilisantes Fosfatados em 2001, comprando a participação do Banco Sul América.

A aquisição do Banco do Estado de São Paulo foi de 33% do capital total e 66% das ações ordinárias, aquisição por perdão de dívida. A aquisição da CEMAR foi de 37% do capital total. A transação da JBS pelo BNDES foi de US\$ 1.281 milhão parte de uma reestruturação da dívida da empresa, e teve um aumento da participação do Banco de 17% para 30% das ações ordinárias.

Da amostra, 11 empresas-alvo possuem o status governamental, a transação da venda do Banco do Estado do Amazonas em 2002 e do Banco do Estado do Rio de Janeiro (BERJ) em 2008, ambas para o Banco Bradesco; a venda do Banco do Estado da Paraíba (Paraiban) para a empresa holandesa ABN-AMRO Holding NV em 2001; em 2000 a venda da Gás Sul (São Paulo) para a espanhola Gás Natural SDG; a transação da venda da Celb, Cia de Eletricidade da Borborema (Brasil) em 1999 e a venda da Empresa Energética de Sergipe (Sergipe) em 1997 ambas para Cia Forca e Luz Cataguazes; Brazil-Tecon One Terminal, terminal no porto de Santo, para a Santos Brasil Participações em 1997; Credireal (Minas Gerais) para Banco de Credito Nacional em 1997; concessão de 40 anos, de blocos para exploração de petróleo e gás, para Petrobras em 2010, por 74 bilhões de reais; e a Suape Container Terminal (Republica do Brasil) para a empresa filipina ICTSI em 2001.

11.4. Anexo 4

Nesse anexo consta a lista de todos os demonstrativos financeiros que estavam disponíveis das empresas envolvidas nas 218 transações da sub amostra.

- 1996_Banco Nacional S.A.
- 1997_Arno S.A.
- 1997_Banco Itaú S.A
- 1997_BFB Leasing S.A. Arrendamento Mercantil
- 1997_Brasmotor S.A.
- 1997_Companhia Energética do Rio Grande do Norte – COSERN
- 1997_Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga
- 1997Companhia Cimento Portland Itaú S.A.
- 1997_COMPANHIA DE TECIDOS NORTE DE MINAS – COTEMINAS
- 1997_ELUMA S.A. INDUSTRIA E COMÉRCIO
- 1997_Freios Varga SA
- 1997_Habitasul
- 1997_IND BEBS ANT PARAIBA SA
- 1997_IND BEBS ANTARCTICA MG SA
- 1997_IND BEBS ANTARCTICA PIAUI SA
- 1997_IND BEBS ANTARCTICA RN SA
- 1997_Industrias de Bebidas Antartica de Amazônia
- 1997_Kepler Weber SA
- 1997_Light SA
- 1997_Lojas Renner SA
- 1997_LOJAS RENNER SA
- 1997_Microtec
- 1997_Randon SA Implementos
- 1997_Sementes Agrocerees SA
- 1997_Uniao de Bancos Brasileiros SA
- 1998_Arno
- 1998_Banco America do Sul SA
- 1998_Banco Bandeirantes SA
- 1998_Banco do Estado de Minas Gerais SA_BEMGE
- 1998_Banco do Nordeste SA
- 1998_Banco do Nordeste SA

- 1998_BANCO ITAU S.A.
- 1998_BANCO SUDAMERIS BRASIL S.A.
- 1998_Brasmotor SA_
- 1998_CBV INDUSTRIA MECANICA SA
- 1998_CESP Cia Energetica de Sao Paulo
- 1998_Cia Antarctica Paulista
- 1998_Cia Electricidade da Bahia_COELBA
- 1998_Cia Energetica do Ceara_Coelce
- 1998_Cia Energetica do Rio Grande do Norte{Cosern}(Iberdrola SA)
- 1998_Cia Fabricadora de Pecas (Magneti Marelli)
- 1998_Coteminas
- 1998_Freios Varga SA
- 1998_Lojas Renner SA
- 1998_Metal Leve SA
- 1998_Sifco SA
- 1998_Telebahia Celular SA
- 1998_Telebrasil Celular SA
- 1998_Telemig Celular SA
- 1998_Teleron Celular SA
- 1998_Telest Celular SA
- 1998_Telpa Celular SA
- 1998_Tractebel
- 1998_Usinas Siderurgicas de Minas G
- 1999_Vallourec and Mannesmann Tubes
- 1999_ALIUM PARTICIPA€OES
- 1999_Ambev COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS
- 1999_Arno
- 1999_Banco America do Sul SA
- 1999_Banco Bandeirantes SA
- 1999_Banco Bandeirantes SA
- 1999_Banco do Estado de Minas Gerais SA BEMGE
- 1999_BANCO SUDAMERIS BRASIL S.A.
- 1999_Baneb_Banco do Estado da Bahia SA
- 1999_Brasmotor SA
- 1999_CESP Cia Energetica de Sao Paulo

- 1999_Cia Cervejaria Brahma
- 1999_Cia de Cimento Portland Itau
- 1999_Cia Electricidade da Bahia_COELBA
- 1999_Cia Energetica de Pernambuco
- 1999_Cia Energetica do Ceara_Coelce
- 1999_Cia Fabricadora de Pecas (Magneti Marelli)
- 1999_Cia Paulista de Energia Eletrica
- 1999_Cia Paulista de Forca E Luz_CPFL
- 1999_Durex Industrial
- 1999_Elevadores Atlas SA
- 1999_Lojas Renner SA
- 1999_SANTISTA ALIMENTOS SA
- 1999_Sifco SA
- 1999_Sociedade Anomina Mineracao da Trindade_Samitri
- 1999_Telebahia Celular SA
- 1999_Telebrasil Celular SA
- 1999_Telemig Celular SA
- 1999_Teleron Celular SA
- 1999_Telest Celular SA
- 1999_Telpe Celular SA
- 1999_Tractebel
- 1T96_Banco Nacional
- 2000_ VARIG PARTICIPA€OES EM TRANSP A• REOS SA
- 2000_Acos Villares SA_
- 2000_Ambev_COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AM• RICAS
- 2000_Banco Bandeirantes SA
- 2000_Banco Bradesco SA
- 2000_BANCO DO EST. DE SAO PAULO SA - BANESPA
- 2000_BANCO ITAU S.A.
- 2000_Brasmotor SA
- 2000_Caixa Seguradora
- 2000_CEMAR
- 2000_Cia de Cimento Portland Itau
- 2000_Cia de Transmissao de Energia
- 2000_Cia Electricidade da Bahia_COELBA

- 2000_Cia Energetica de Pernambuco
- 2000_Cia Paulista de Energia Eletrica
- 2000_Cia Paulista de Forca E Luz_CPFL
- 2000_Eletropaulo
- 2000_Elevadores Atlas SA
- 2000_Plascar.crdownload
- 2000_Sifco SA_
- 2000_Vale
- 2001_Acos Villares SA_
- 2001_ALIUM PARTICIPAÇÕES
- 2001_BANCO BANESTADO S.A.
- 2001_BANCO DO EST. DE SAO PAULO SA - BANESPA
- 2001_BANCO ITAU S.A.
- 2001_Biobras
- 2001_Caemi Mineracao e Metalurgia
- 2001_CEMAR
- 2001_Cia Paraibuna de Metais
- 2001_CPFL Energia
- 2001_Eletropaulo
- 2001_Industrias Romi SA
- 2001_Plascar
- 2001_RIO GRANDE ENERGIA
- 2001_Vale
- 2001_VARIG PARTIC. EM SERVIÇOS COMPLEMENTARES
- 2001_VARIG PARTICIPAÇÕES EM TRANSP A• REOS SA
- 2001_VARIG PARTICIPAÇÕES EM TRANSP A• REOS SA
- 2002_AMELCO SA IND ELETRONICA_
- 2002_BANCO BANESTADO S.A.
- 2002_Banco Bradesco SA
- 2002_BANCO ITAU S.A.
- 2002_BANCO MERCANTIL DE SAO PAULO SA
- 2002_Braskem
- 2002_Caemi Mineracao e Metalurgia
- 2002_Caixa Seguradora
- 2002_Cia de Transmissao de Energia

- 2002_Cims SA
- 2002_CPFL Energia
- 2002_Eletropaulo
- 2002_Industrias Romi
- 2002_RIO GRANDE ENERGIA.crdownload
- 2002_Santista Textil
- 2002_Sifco
- 2002_Trikem
- 2002_VARIG PARTIC. EM SERVIÇOS COMPLEMENTARES
- 2002_Zivi SA Cutelaria
- 2003_Banco Bradesco SA
- 2003_BANCO SUDAMERIS BRASIL S.A.
- 2003_BCP SA
- 2003_CEG
- 2003_Ferrovia Centro Atlantica
- 2003_Industrias Micheletto
- 2003_Industrias Romi
- 2003_Tele Nordeste Celular Participacoes
- 2003_Vale
- 2003_WTC Amazonas Suite Hotel
- 2004_ARCELOR BRASIL S.A.
- 2004_Banco Bradesco SA
- 2004_BANCO SUDAMERIS BRASIL S.A.
- 2004_Braskem
- 2004_Caemi Mineracao e Metalurgia
- 2004_CEG
- 2004_Cia Brasileira de Distribuicao
- 2004_COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AM• RICAS_AMBEV
- 2004_Ferrovia Centro Atlantica
- 2004_Industrias Micheletto
- 2004_Iven SA
- 2004_SANTISTA TEXTIL
- 2004_SEARA ALIMENTOS
- 2004_TCO Celular participacoes
- 2004_Tele leste celular participacoes

- 2004_TIM
- 2004_Vale
- 2005_ARCELOR BRASIL S.A.
- 2005_Banco Bradesco SA
- 2005_Brasil Ferrovias
- 2005_Celular CRT Participacoes SA
- 2005_COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AM• RICAS_AMBEV
- 2005_EDP Energias do Brasil
- 2005_Embraco
- 2005_Embratel
- 2005_FERTIBRAS SA
- 2005_Industrias Micheletto
- 2005_Light SA
- 2005_Parmalat Brasil SA Industria de Alimentos SA
- 2005_TCO Celular participacoes
- 2005_Tele leste celular participacoes
- 2005_Telefonica Data Brasil Holding
- 2005_TIM
- 2006_All America Latina Logistica
- 2006_Amazonia Celular SA_
- 2006_Banco Bradesco SA
- 2006_Braskem
- 2006_Camargo Correa Desenvolvimento Imob
- 2006_Centennial Asset Amapa Participacoes SA
- 2006_Cia Brasileira de Distribuicao
- 2006_CPFL Energia
- 2006_EDP Energias do Brasil
- 2006_Embratel
- 2006_Light
- 2006_Magnesita Refratatios SA
- 2006_Net Serviços de Comunicaçao SA
- 2006_Politeno Industria e Comercio SA
- 2006_Rio Grande Energia
- 2006_Santos Brasil Participaçoos
- 2006_Vivax

- 2007_All America Latina Logistica_
- 2007_Amil Participacoes SA_
- 2007_Brasil Brokers Participacoes
- 2007_Brasil Ferrovias
- 2007_Braskem
- 2007_Centennial Asset Amapa Participacoes SA
- 2007_Cia Melhoramentos de Sao Paulo
- 2007_CPFL Energia
- 2007_Datasul
- 2007_Eleva Alimentos
- 2007_LAHOTELS
- 2007_Light SA
- 2007_Magnesita Refratarios SA
- 2007_Net Servicos de Comunicaçao SA
- 2007_OPPOSTRANS CONCESSAO METROVIARIA SA
- 2007_Parmalat Brasil SA Industria de Alimentos SA
- 2007_Petrobras
- 2007_Petroflex Industria e Comercio SA
- 2007_Rio Grande Energia
- 2007_SA Fabrica de Produtos Alimenticios Vigor
- 2007_Santos Brasil Participaçoes
- 2007_Tele Norte Celular Participacoes
- 2007_Telemar norte leste
- 2007_TOTVS
- 2008_Abyara Planejamento Imobiliario SA_
- 2008_Amazonia Celular SA_
- 2008_ARACRUZ CELULOSE SA_
- 2008_Banco do Brasil SA
- 2008_BANCO NOSSA CAIXA S.A.
- 2008_Brasil Telecom
- 2008_Camargo Correa Desenvolvimento Imob
- 2008_Cia de Seguros Minas Brasil
- 2008_Cia Melhoramentos de Sao Paulo
- 2008_Company SA
- 2008_Enersul

- 2008_Magnesita Refratarios SA
- 2008_Medial Saude SA
- 2008_OPPORTANS CONCESSAO METROVIARIA SA
- 2008_Petrobras
- 2008_Rede Energia SA
- 2008_Tele Norte Celular Participacoes
- 2008_Telemar Norte Leste
- 2008_Totvs
- 2008_Sadia S.A.
- 2008_Unibanco
- 2009_Marisa SA
- 2009_Abyara Planejamento Imobiliario SA_
- 2009_Acucar Guarani SA_
- 2009_AGRA Empreendimentos SA_
- 2009_AGRE Empreendimentos Imobiliaros SA_
- 2009_Amil Participacoes SA_
- 2009_Banco do Brasil SA
- 2009_Brasil Brokers Participacoes
- 2009_CCR
- 2009_Company SA_Brookfield
- 2009_Enersul
- 2009_KLABIN SEGALL
- 2009_Medial Saude SA
- 2009_Rede Energia SA
- 2009_REDECARD S.A
- 2009_Totvs
- 2010_Drogasil S.A
- 2010_Marisol SA
- 2010_Vivo Participacoes
- 2010_Acucar Guarani SA_
- 2010_Brazilian Finance & Real Estate SA
- 2010_Duratex
- 2010_Hopi Hari
- 2010_Marisa Lojas
- 2010_Net Serviços de Comunicaçao SA

- 2010_PDG Realty SA Empreendimentos
- 2010_REDECARD S.A
- 2010_TAM
- 2010_Tele Norte Leste Participações
- 2011_Drogasil S.A
- 2011_Marisol SA
- 2011_Raia Drogasil S.A.
- 2011_CCR
- 2011_Companhia de G s de Sao Paulo -COMGAS
- 2011_Confab
- 2011_Maori SA
- 2011_Net Serviços de Comunicação SA
- 2011_Redentor Energia
- 2011_Suzano
- 2011_TAM
- 2012_Raia Drogasil S.A.
- 2012_Brazilian Finance & Real Estate SA
- 2012_Centraís Elétricas do Para SA_CELPA
- 2012_China Construction Bank Corp
- 2012_Drogasil SA
- 2012_EcoRodovias
- 2012_Equatorial
- 2012_PDG Realty SA Empreendimentos
- 2012_Redentor Energia
- 2012_Suzano
- 2013_All America Latina Logística_
- 2013_Ananguera Educacional_
- 2013_Brookfield Incorporações
- 2013_Centraís Elétricas do Para SA_CELPA
- 2013_Companhia de G s de Sao Paulo -COMGAS
- 2013_Diagnosticos da America
- 2013_EcoRodovias
- 2013_Equatorial
- 2013_Kroton
- 2013_LLX

- 2013_Maori SA
- 2013_Net Serviços de Comunicação SA
- 2013_Rumo Logística Operadora Multimodal
- 2013_Vigor Alimentos
- 2014_All America Latina Logística_
- 2014_Bematech
- 2014_BHG SA-Brazil Hospitality Group
- 2014_BR Properties
- 2014_China Construction Bank Corp
- 2014_Cia Providencia Industria e Comercio
- 2014_Claro SA
- 2014_Diagnosticos da America
- 2014_Kroton
- 2014_LLX
- 2015_All America Latina Logística_
- 2015_AlpargatsSA_
- 2015_Brookfield Incorporações
- 2015_Claro SA
- 2015_Rumo Logística Operadora Multimodal
- 2015_Tempo Participações
- 2016_AlpargatsSA_
- 2016_BR Properties