

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

CARLOS EDUARDO STEFANIAK AVELINE

**CROSS-BORDER REVERSE TAKEOVER: O CASO DAS  
MULTINACIONAIS BRASILEIRAS**

SÃO PAULO  
2016

CARLOS EDUARDO STEFANIAK AVELINE

***CROSS-BORDER REVERSE TAKEOVER: O CASO DAS  
MULTINACIONAIS BRASILEIRAS***

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Doutor em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:  
Estratégia Empresarial

Orientadora:  
Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Maria Tereza Leme Fleury

SÃO PAULO  
2016

Aveline, Carlos Eduardo Stefaniak.

Cross-border reverse takeover: o caso das multinacionais brasileiras /  
Carlos Eduardo Stefaniak Aveline – 2016.

185 f.

Orientadora: Maria Tereza Leme Fleury.

Tese (Doutorado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas – Fusão e Incorporação. 2. Empresas Multinacionais –  
Brasil. 3. Empresas Multinacionais – Desempenho. I. Fleury, Maria Tereza  
Leme. II. Tese (Doutorado) – Escola de Administração de Empresas de São  
Paulo. III. Título

CDU 334.726

CARLOS EDUARDO STEFANIAK AVELINE

**CROSS-BORDER REVERSE TAKEOVER: O CASO DAS MULTINACIONAIS  
BRASILEIRAS**

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Doutor em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:  
Estratégia Empresarial

Data da Aprovação:

\_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

Banca examinadora:

---

Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Maria Tereza Leme Fleury  
(Orientadora) EAESP–FGV

---

Prof. Dr. Rodrigo Bandeira de Mello  
(EAESP)

---

Prof. Dr. Germano Glufke Reis  
(EAESP)

---

Prof. Dr. Felipe Mendes Borini  
(USP/ESPM)

---

Prof. Dr. Jorge Manoel Teixeira Carneiro  
(PUC/RJ)

À minha família

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à minha orientadora Maria Tereza Leme Fleury pelas ideias, pelas orientações e pela compreensão diante das dificuldades, das idas e vindas, do fazer e refazer inerentes ao processo da tese.

Agradeço aos professores e colegas da EAESP/FGV sempre dispostos a trocar ideias, dar sugestões e compartilhar o conhecimento.

Agradeço aos professores da Northeastern University por me receberem e me orientarem no Estágio Doutoral, principalmente, aos Professores Álvaro Cuervo-Cazurra e Ravi Ramamurti.

Por fim, agradeço à Silvia e ao Eduardo por permanecerem ao meu lado nestes quatro duros anos em que não pude dar-lhes toda a atenção que merecem.

We can do anything we want to if we stick to it long enough

Helen Keller

## RESUMO

O *Cross-border reverse takeover*, conduzido pelas multinacionais brasileiras, gerou desempenho superior? *Cross-border reverse takeover* tem sido a expressão usada para designar a aquisição de empresas em países desenvolvidos por empresas de países em desenvolvimento. Essas aquisições, reversas porque invertem o fluxo tradicional dos investimentos internacionais, respondem atualmente por parcela significativa desses investimentos e colocam em cheque a forma tradicional de pensar os negócios internacionais. Meu argumento é que as empresas que fizeram aquisições em países desenvolvidos passam a ter acesso aos recursos não disponíveis no país de origem, tais como novas tecnologias, técnicas de gestão mais avançadas, mercado de capitais mais desenvolvidos, recursos financeiros de baixo custo, entre outros. Por outro lado, elas já desenvolveram competências para gerir esses recursos e passam a ter vantagem competitiva sobre os competidores locais, levando ao desempenho superior. No entanto, partindo dos dados da base de dados Thomson ONE, que registra todas as fusões e aquisições anunciadas, concluídas ou não, e empregando as metodologias de estudos de evento e de regressões multivariadas, com base em dados contábeis sobre uma amostra de empresas brasileiras listadas em bolsa de valores, esta tese demonstra que estatisticamente não é possível afirmar que essas empresas obtiveram desempenho superior.

**Palavras-chave:** *Cross-border reverse takeover*, geração de valor.

## **ABSTRACT**

Cross-border reverse takeover, led by Brazilian multinationals, generated superior performance? Cross-border reverse takeover has been the term used to describe the acquisition of companies in developed countries by companies from developing countries. These acquisitions, reverse because reversing the traditional flow of international investments, now account for a significant portion of these investments and calls into question the traditional way of thinking about international business. My argument is that the companies that made acquisitions in developed countries will have access to resources not available in the country of origin, such as new technologies, more advanced management techniques, more developed capital markets, low-cost financial resources, among others. On the other hand, they have developed skills to manage these resources and now have a competitive advantage over local competitors, leading to higher performance. However, based on data from Thomson ONE database, which records all mergers and announced acquisitions, completed or not, and employing the methodologies of event studies and multivariate regressions, based on accounting data on a sample of Brazilian companies listed on the stock exchange, this thesis shows that statistically can not be said that these companies achieved superior performance.

**Keywords:** Cross-border reverse takeover, value creation.

## LISTA DE TABELAS

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1 – Distribuição da amostra por ano de aquisição para testar H1  | 47 |
| Tabela 2 – Distribuição da amostra por setor para testar H1             | 47 |
| Tabela 3 – Distribuição da amostra por ano de aquisição para testar H2  | 48 |
| Tabela 4 – Distribuição da amostra por setor para testar H2             | 48 |
| Tabela 5 – Análise descritiva das variáveis do teste das Hipóteses 1    | 52 |
| Tabela 6 – Teste de Hausman   | 53 |
| Tabela 7 – Teste Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (MLBP)      | 54 |
| Tabela 8 – Matriz de correlação entre as variáveis                      | 54 |
| Tabela 9 – Regressões sobre o desempenho das empresas adquirentes – H1  | 86 |
| Tabela 10 – Desempenho das empresas com aquisições em mais de um ano    | 89 |
| Tabela 11 – Empresas que apresentaram resultado positivo                | 89 |
| Tabela 12 – Empresas que apresentaram resultado negativo                | 90 |
| Tabela 13 – Análise descritiva das variáveis do teste das Hipóteses 2   | 90 |
| Tabela 14 – Regressões sobre o desempenho das empresas adquirentes – H2 | 91 |
| Tabela 15 – Retorno anormal cumulativo                                  | 93 |

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul.

CAPM: Capital Asset Price Model

CBRT: *cross-border reverse takeover*.

CBM&A: *cross-border merger and acquisition*.

IED: Investimento Estrangeiro Direto.

JV: *Joint Venture*.

CEO: Chief Executive Officer.

OFDI: *outward foreign direct investment*, em português investimento direto estrangeiro no exterior.

PSM: *propensity score matching*.

P & D: Pesquisa e Desenvolvimento.

ROA: *return on asset*.

ROE: *return on equity*

ROIC: retorno sobre o capital investido

WIR: *World Investment Report*.

VROA: variação do ROA

VROIC: variação do ROIC

WIR: World Investment Report

## SUMÁRIO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 INTRODUÇÃO</b>  | <b>13</b> |
| <b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b>   | <b>18</b> |
| 2.1 Considerações iniciais   | 18        |
| 2.2 <i>Cross-border merger and acquisition</i>   | 19        |
| 2.2.1 O papel do modo de entrada no desempenho das C–B M&A                             | 20        |
| 2.2.2 A compra de empresas de alto desempenho produz resultados superiores em C–B M&A? | 22        |
| 2.2.3 As diferenças culturais e a probabilidade de sucesso em C–B M&A                  | 23        |
| 2.2.4 A integração pós-aquisição é crucial para o bom desempenho                       | 24        |
| 2.2.5 Desempenho e estratégias de criação de valor                                     | 26        |
| 2.2.5.1 O desempenho dos emergentes como adquirentes                                   | 28        |
| 2.2.6 A questão do controle nas C-B M&A  | 34        |
| <b>3 HIPÓTESES</b>   | <b>36</b> |
| <b>4 METODOLOGIA</b>   | <b>40</b> |
| 4.1 Delimitação da pesquisa e unidades de análise                                      | 40        |
| 4.2 Variáveis  | 41        |
| 4.2.1 Variável dependente  | 41        |
| 4.2.2 Variável independente  | 43        |
| 4.2.3 Variáveis de controle  | 44        |
| 4.3 Amostra  | 44        |
| 4.4 Método   | 49        |
| 4.4.1 Regressão  | 50        |
| 4.4.2 Estudo de evento   | 55        |
| 4.4.2.1 Etapas seguidas para execução do estudo de eventos                             | 57        |
| <b>5 DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS</b>  | <b>60</b> |
| 5.1 Petrobras  | 60        |
| 5.2 Vale   | 61        |
| 5.3 Gerdau   | 62        |

|  |           |
|--|-----------|
| 5.4 CSN  | 63        |
| 5.5 Braskem  | 64        |
| 5.6 Suzano   | 65        |
| 5.7 Grupo Évora  | 66        |
| 5.8 Magnesita  | 67        |
| 5.9 Iochpe-Maxion  | 68        |
| 5.10 WEG   | 69        |
| 5.11 Valid   | 70        |
| 5.12 Cosan   | 71        |
| 5.13 JBS   | 72        |
| 5.14 Marfrig   | 73        |
| 5.15 Ambev   | 74        |
| 5.16 Coteminas   | 75        |
| 5.17 Bematech  | 76        |
| 5.18 CPFL  | 77        |
| 5.19 Neoenergia  | 78        |
| 5.20 Banco do Brasil   | 79        |
| 5.21 BTG Pactual   | 80        |
| 5.22 Itausa  | 82        |
| 5.23 Cielo   | 83        |
| <b>6 RESULTADOS E CONCLUSÕES</b>   | <b>85</b> |
| 6.1 Resultados e Conclusões  | 85        |
| 6.2 Limitações   | 96        |
| 6.3 Contribuições  | 97        |
| 6.4 Trabalhos Futuros  | 97        |
| <b>REFERÊNCIAS</b>   | <b>99</b> |
| APÊNDICE A – Revisão Bibliográfica – Classificação dos artigos segundo perspectiva teórica, metodologia, direção e tipo. | 130       |
| ANEXO A – Classificação Setorial Das Empresas E Fundos Negociados Na Bm&Fbovespa   | 159       |

## 1 INTRODUÇÃO

---

---

As empresas de países em desenvolvimento são bem-sucedidas quando adquirem empresas em países desenvolvidos? Essas empresas de países emergentes têm desempenho superior às suas congêneres que não fizeram aquisições em países desenvolvidos? Como os investidores avaliam a decisão de empresas de países em desenvolvimento de comprar empresas em países desenvolvidos? Estas são novas questões surgem em função do recente movimento de empresas de países emergentes comprando empresas em países desenvolvidos. Fenômeno que vem sendo chamado, por alguns autores, de *cross-border reverse takeover* – CBRT, porque trata-se da tomada de controle, feito além das fronteiras nacionais, no sentido reverso ao tradicional investimento dos países desenvolvidos nos países em desenvolvimento. Daqui em diante menciono o fenômeno como *cross-border merger and acquisition* (C-B M&A), que é a expressão mais ampla para as aquisições internacionais. C-B M&A, juntamente com Greenfield e *Joint Venture* (JV), é um modo de entrada baseado em capital, pelo qual uma empresa se instala fisicamente em um país estrangeiro. Os modos de entrada baseados em capital também são denominados de investimento estrangeiro direto (IED) (CHANG; ROSENZWEIG, 2001, HARZING, 2002; SHIMIZU et al., 2004; XIA, 2010; TANG; LIU, 2011).

As aquisições reversas vêm crescendo nos últimos anos. De acordo com o *World Investment Report* (WIR) 2013, durante o ano de 2012 as economias em desenvolvimento geraram cerca de um terço do investimento direto estrangeiro no exterior (OFDI – *outward foreign direct investment*, em inglês). Ainda segundo o WRI 2013, os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) foram responsáveis em 2012 por 10% do fluxo mundial de investimento no exterior (OFDI) e, em 2011, aproximadamente 42% do estoque de investimento estrangeiro desses países estavam aplicados em países desenvolvidos. Esta nova direção do investimento internacional – do sul para o norte – está desafiando os pressupostos teóricos tradicionais e a forma de pensar os negócios internacionais (SUN et al., 2012).

Meu argumento para justificar a existências de CBRT é que as empresas de países em desenvolvimento que fazem aquisições em países desenvolvidos passam a ter acesso a recursos não disponíveis no país de origem, tais como novas tecnologias,

técnicas de gestão mais avançadas, mercado de capitais mais desenvolvidos, recursos financeiros de baixo custo, entre outros (NICHOLSON; SALABER, 2013). Por outro lado, elas já desenvolveram competências de produção e gestão (FLEURY, A.C.C.; FLEURY, M.T.L., 2014), que lhes conferem as vantagens de propriedade necessárias para superar a desvantagem de ser estrangeiro e competir em mercados desenvolvidos, ao mesmo tempo que transferem os benefícios do acesso aos recursos não disponíveis no seu país de origem para as operações locais, sobretudo quando adquirem o controle majoritário desses empreendimentos em países desenvolvidos. Desta forma, as empresas adquirentes obtêm desempenho superior nos mercados de origem frente aos competidores locais.

O chamado paradigma eclético, uma das abordagens tradicionais em negócios internacionais, estabelece que o tripé vantagens de propriedade, localização e internalização define as motivações para o investimento direto estrangeiro (DUNNING, 1988) em contrapartida aos modos de entrada não baseados em capital. Atualmente, outros fatores tais como as diferenças institucionais, culturais, setoriais (CONTRACTOR et al., 2014) e geográficas (MALHOTRA; GUAR, 2014) são propostos como determinantes na tomada de decisão em relação ao modo de entrada e ao nível de controle sobre o capital do investimento no exterior, dentre os modos de entrada baseados em capital (CONTRACTOR et al., 2014).

O controle do investimento no exterior, definido pela participação no capital desse empreendimento, é uma decisão crucial nas aquisições internacionais, pois envolve um *trade-off* entre risco e retorno (YANG, 2014). Uma escolha equivocada pode levar a desencontros entre os recursos aportados e os riscos incorridos, pode também resultar em problemas na integração pós-aquisição e a uma renda menor do que a esperada (CONTRACTOR et al., 2014).

Estudos sobre os investimentos estrangeiros do hemisfério norte desenvolvido em direção ao hemisfério sul em desenvolvimento indicam que as empresas de países desenvolvidos, quando investem em países em desenvolvimento, tendem a optar pelo controle parcial do investimento para lidar com uma distância institucional e cultural maior, ao passo que optam pelo controle integral quando as indústrias da adquirente e da adquirida são distintas (CONTRACTOR et al., 2014). Contudo,

quando a direção do investimento é inversa, se aplica essa mesma lógica? Quando as empresas dos países em desenvolvimento adquirem empresas em países desenvolvidos, embora as distâncias institucionais e culturais sejam grandes, os países desenvolvidos representam ambientes mais estáveis institucionalmente e, portanto, encorajam as empresas de países em desenvolvimento a adquirirem uma parcela maior do controle, ou até o controle total, das empresas em países desenvolvidos (YANG, 2014).

Os estudos sobre desempenho das empresas que fizeram aquisições *cross-border* são inconclusivos, alguns estudos indicam que empresas de países desenvolvidos que fazem aquisições em países em desenvolvimento tendem a melhorar seu desempenho pós-aquisição, enquanto que as empresas de países em desenvolvimento que fazem aquisições em países desenvolvidos tendem a piorar seu desempenho pós-aquisição (AYBAR; FICICI, 2009; BERTRAND; BETSCHINGER, 2012; NARAYAN; THENMOZHI, 2014). Narayan e Thenmozhi (2014) atribuem o resultado negativo das empresas de países em desenvolvimento à falta de experiência em aquisições internacionais e a necessidade de pagar prêmios mais altos pela aquisição devido ao menor poder de barganha dessas empresas. Outros estudos, contudo, indicam criação de valor quando empresas emergentes adquirem empresas em países desenvolvidos (BHAGAT; MALHOTRA; ZHU, 2011; NICHOLSON; SALABER, 2013; EDAMURA et al., 2014; BORTOLUZZO et al., 2014; LAN; YANG; ZHU, 2015; DU; BOATENG, 2015). Nicholson e Salaber (2013), por exemplo, encontraram significativa criação de valor para o acionista de empresas da Índia e da China, que fizeram aquisições em países desenvolvidos. De acordo com esses autores, os países desenvolvidos contam com recursos tangíveis e intangíveis mais avançados e regulações institucionais mais confiáveis, que as empresas adquirentes podem aproveitar, gerando mais valor para seus acionistas.

A literatura tem se preocupado em identificar se as distâncias institucionais, culturais, setoriais e geográficas determinam um maior ou menor controle nas aquisições internacionais e se as empresas que fizeram essas aquisições obtiveram maior desempenho. Mas há uma carência na literatura de estudos que identifiquem se empresas de países em desenvolvimento, como no caso do Brasil, que fizeram

aquisições de 100% do controle de empresas em países desenvolvidos apresentaram desempenho superior.

As multinacionais brasileiras representam uma amostra adequada para verificar se as empresas de países em desenvolvimento, que adquiriram o controle total de empresas em países desenvolvidos, obtiveram desempenho superior, pois entre as multinacionais brasileiras, listadas em bolsa de valores, que concluíram aquisições de empresas em países desenvolvidos, 23 (85%) entre 27 empresas adquiriram 100% do capital da empresa localizada no país desenvolvido em um único processo, ou em sucessivos processos, de aquisição num curto período de tempo.

No caso brasileiro, a produção está entre as atividades de maior valor agregado. A cadeia de valor de algumas empresas brasileiras internacionalizadas é representada pela produção localizada em países estrangeiros, em plantas integrais e, dependendo das características do país e da subsidiária, algumas atividades relacionadas com P & D (pesquisa e desenvolvimento, marketing e branding são mantidas no exterior (FLEURY, A. C. C.; FLEURY, M. T. L.; BORINI, 2013).

O objetivo geral deste trabalho é, focalizando o caso das multinacionais brasileiras, verificar se as empresas de países em desenvolvimento empenhadas em aquisições em países desenvolvidos melhoraram seu desempenho.

O primeiro objetivo específico é verificar se as multinacionais brasileiras, que fizeram aquisições nas quais obtiveram o controle de 100% do capital da empresa adquirida em país desenvolvido, tiveram desempenho superior às empresas que não fizeram aquisição em país desenvolvido.

O segundo objetivo específico é verificar se as multinacionais brasileiras, que fizeram aquisições nas quais obtiveram o controle de 100% do capital da empresa adquirida em país desenvolvido, tiveram desempenho superior às empresas que fizeram aquisições parciais de empresas em países desenvolvidos.

O terceiro objetivo específico é verificar se as aquisições de 100% do capital de empresas em países desenvolvidos, conduzidas por multinacionais brasileiras, foram avaliadas, no curto prazo, positivamente pelos investidores.

Esta tese contribui para os estudos de negócios internacionais ao testar empiricamente se empresas de um país em desenvolvimento – o Brasil – que adquiriram 100% do capital de empresas em países desenvolvidos aumentaram o seu desempenho e foram avaliadas positivamente pelos investidores. Foram usadas duas medidas para essas avaliações. A primeira medida, como proxy de desempenho, um indicador contábil formado pelo retorno sobre o capital investido ajustado à média da indústria. A segunda medida, para mensurar a avaliação do investidor, o retorno excedente alcançado pela ação da empresa em bolsa de valores após a aquisição. Esta segunda medida, que foi obtida por meio de um estudo de eventos, avalia se as ações da empresa se valorizaram além do esperado após a divulgação da aquisição.

Após esta introdução, a tese está organizada da seguinte forma: capítulo “2 – Referencial Teórico” traz uma revisão da bibliografia recente de fusões e aquisições internacionais; o capítulo “3 – Hipóteses” contempla a formulação das hipóteses relacionadas à pergunta de pesquisa “As empresas de países em desenvolvimento, que adquiriram empresas em países desenvolvidos foram bem-sucedidas econômica e financeiramente?”; o capítulo “4 – Metodologia” descreve a metodologia empregada para testar as hipóteses; o capítulo “5 – Descrição das Empresas” descreve as multinacionais brasileiras que fizeram aquisições integrais em países desenvolvidos; e por fim, o capítulo “6 – Resultados e Conclusões” descreve os resultados encontrados e discute as conclusões.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

---

---

### 2.1 Considerações Iniciais

*Cross-border merger and acquisition* (C–B M&A), juntamente com *Greenfield* e *Joint Venture* (JV), é um modo de entrada em um país estrangeiro baseado em capital. Os modos de entrada baseados em capital também são denominados, no seu conjunto, de investimento estrangeiro direto (CHANG; ROSENZWEIG, 2001, HARZING, 2002; SHIMIZU et al., 2004; XIA, 2010; TANG; LIU, 2011). Cada um desses modos de entrada tem níveis de risco e controle distintos. No *Greenfield*, a matriz estrangeira aporta capital em um empreendimento totalmente novo no país hospedeiro (HARZING, 2002), obtendo o máximo de controle sobre recursos e capacidades, porém incorrendo em custos e riscos elevados (AGARWAL; RAMASWAM, 1992; SHIMIZU et al., 2004). No caso das JVs, o capital é aportado juntamente com parceiro local em empreendimento distinto, dividindo custos, riscos e controle (AGARWAL; RAMASWAM, 1992; TANG; LIU, 2011). Por fim, C–B M&A é caracterizado pela aquisição do capital de uma empresa já existente em país estrangeiro, resultando em custos, riscos e controles intermediários entre o *Greenfield* e *Joint Venture* (SHIMIZU et al., 2004; TANG; LIU, 2011).

Uma *Joint Venture* é um empreendimento conjunto no qual duas empresas formam uma terceira com a coexistência das duas primeiras, que passam a deter cada uma 50% do capital da terceira, compartilhando gestão, riscos e controle (LUIKI, 2010). Já numa fusão ou aquisição, geralmente, duas empresas se juntam para formar uma terceira, que substitui as duas empresas originais; ou uma empresa – a adquirida – passa a ser subsidiária de outra empresa – a adquirente; ou ainda, no caso de uma aquisição parcial, uma empresa – a adquirente – passa a deter parte do controle de outra empresa – a adquirida (EVANS, 2000).

Esta tese concentra-se em C–B M&A, modo de entrada que tem se destacado entre os modos de Investimento Estrangeiro Direto (IED). De acordo com dados do World Investment Report (WIR) 2015, o valor bruto das operações de C–B M&A (incluindo os desinvestimentos) atingiu USD 900 bilhões, contra USD 700 bilhões dos investimentos *Greenfield* anunciados.

## 2.2 Cross-border merger and acquisition (C–B M&A)

C–B M&A vem ganhando relevância na literatura acadêmica nos anos recentes (SHIMIZU et al., 2004; COLLINGS et al., 2009). Contudo, essa literatura está fragmentada ao longo de disciplinas, que incluem estratégia empresarial, negócios internacionais, estudos organizacionais, recursos humanos, economia, contabilidade, legislação e finanças (SHIMIZU et al., 2004; REDDY, 2014). Estudos bibliométricos (HOPKINS, 1999; SCHOENBERG, 2000; CHAPMAN, 2003; GHOURI; BUCKLEY, 2003; SHIMIZU et al., 2004; DU; BOATENG, 2015; OBERG; TARBA, 2013; REDDY, 2014; LIU; DENG, 2014; CAIAZZA; VOLPE, 2015) e meta análises (DATTA; PINCHES; NARAYANAN, 1992; KING et al., 2004; STAHL; VOIGHT, 2004) têm fornecido um panorama geral da literatura sobre C–B M&A.

Shimizu et al (2004) identificaram três vertentes principais nos estudos de *Cross-Border Merger and Acquisition*: como modo de entrada, como um processo dinâmico de aprendizagem e como estratégias de criação de valor. No entanto, aspectos como os determinantes de uma aquisição *cross-border*, a probabilidade de uma empresa ser alvo de uma aquisição *cross-border*, determinantes do sucesso de um processo de integração pós-aquisição envolvendo países com diversas distâncias institucionais, culturais, setoriais e geográficas e, por fim, a questão do controle e da gestão de uma aquisição *cross-border* estavam sub representados nesses estudos.

Por isso, para complementar os estudos bibliométricos já publicados, realizei uma pesquisa bibliométrica, seguindo os procedimentos descritos na sequência: 1) na base de dados do “*Web of Science*” da Thomson Reuters foi procurada a palavra-chave: “*cross-border merger and acquisitions*” para o período de 2003 a 2015; 2) Foi feita a leitura do *abstract* dos 322 artigos encontrados; 3) Foram descartados os artigos que cuidavam de aspectos tributários, legais, de ciência política, economia, *due diligence*, saída de venture capital, M&A doméstico, abertura de capital, produtividade da indústria ou país, modelo de decisão, remuneração de executivos, operações restritas à união europeia, investidores institucionais e que não estavam relacionados a *cross-border merger and acquisition* e sim outros tipos de investimento direto *cross-border*; 4) Entre os 218 artigos restantes foi verificada qual a perspectiva teórica utilizada; qual a metodologia empregada; qual a direção do C–

B M&A, de países desenvolvidos (ou em desenvolvimento) para países desenvolvidos (ou em desenvolvimento); e que tipologia pertencem (modo de entrada, probabilidade de se realizar a aquisição, integração pós-aquisição, estratégias de criação de valor, processo dinâmico de aprendizagem e controle).

Dentre os 218 artigos analisados, 12 trataram C–B M&A como modo de entrada; 46 foram dedicados ao estudo dos determinantes e da probabilidade de uma aquisição *cross-border* se concretizar; 48 abordaram a integração pós-aquisição; 97 abordaram o desempenho e as estratégias de criação de valor nas aquisições *cross-border*; 12 trataram C–B M&A como um processo dinâmico de aprendizagem; e 3 analisaram aspectos relacionados ao controle das C–B M&A. No apêndice A, estão relacionados os artigos analisados e a suas respectivas classificações.

A seguir apresento um detalhamento de cada um desses tópicos e como eles se relacionam com o desempenho.

### **2.2.1 O papel do modo de entrada no desempenho das C–B M&A**

Um conjunto de estudos sobre modo de entrada em país estrangeiro faz comparações entre os modos que não envolvem capital, tais como exportação, licenciamento e alianças estratégicas, e os modos que envolvem capital, tais como *greenfield*, *joint venture* e M&A (HOPKINS, 1999; SHIMIZU et al., 2004). Outro conjunto estuda a tomada de decisão entre os modos de entrada baseados em capital (SHIMIZU et al., 2004).

Em ambos os casos, os fatores que influenciam a escolha por um modo ou outro de acessar os mercados estrangeiros estão associados a duas estratégias de criação de valor. A primeira consiste em explorar da maneira mais eficiente possível as vantagens que a empresa já possui e a outra está associada ao desenvolvimento de novas capacidades (MADHOK, 1997).

Para os autores que analisam o papel do modo de entrada no desempenho das empresas, a escolha certa é fundamental para se obter um bom resultado, ao passo

que uma escolha equivocada pode gerar fraco desempenho, mesmo para as melhores multinacionais (DIEZ; SPEAROT, 2014). Esses autores, em geral, são prescritivos e apontam, por exemplo, uma compatibilização eficiente entre as competências principais da empresa estrangeira e da empresa local como fórmula para se obter um bom resultado (DIEZ; SPEAROT, 2014; NOCKE; YEAPLE, 2008; NOCKE; YEAPLE, 2007); a existência de um relacionamento comercial prévio, que se traduz na dependência de recursos entre a adquirente e adquirida, pode ser preponderante para um bom desempenho (XIA, 2010). Por outro lado, modos de entrada que resultaram em investimentos internacionais bem-sucedidos levam ao mimetismo, que cumpre um papel importante em estabelecer um modo de entrada dominante (XIA; TAN, J.; TAN, D., 2008).

Porém aspectos como ambiente institucional (JANDIK; KALI, 2009) e o sistema nacional de inovação do país de destino (ALVAREZ; MARIN, 2010; LIU; ZOU, 2008) têm impacto nos custos fixos de implantação de uma determinada estratégia de entrada, resultando numa certa interdependência entre os modos de entrada e fazendo com que se estabeleça uma espécie de escala entre greenfield, M&A e JV (RAFF; RYAN; STAHLER, 2009).

Com foco no produto, Muendler (2014) afirma que a menor diferenciação nos produtos globalizados favorece o melhor desempenho das C-B M&A, em detrimento das exportações. Enquanto que no sistema financeiro, Lehner (2009) identificou que as aquisições geram melhores resultados nos países menores e menos desenvolvidos, enquanto que nos países maiores e mais desenvolvidos o greenfield é a estratégia que gera mais valor.

Por fim, Klimek (2011) defende que os modos de entrada das empresas oriundas de países emergentes devem ser vistos a partir de fatores distintos daqueles de empresas oriundas de países desenvolvidos. Para o autor, as empresas de países emergentes têm duas alternativas de expansão: investir em outros países emergentes ou investir em países mais desenvolvidos. No primeiro caso, o nível de competição de mercado e de desenvolvimento tecnológico tende a ser similar, fazendo com que o greenfield seja a alternativa que provavelmente gere maior resultado. Já no segundo caso, o nível de competição tende a ser mais alto e o

provável atraso tecnológico das empresas de país emergente frente as empresas de países desenvolvidos faz com que a aquisição seja a melhor alternativa para superar as desvantagens de ser estrangeiro e gerar maior resultado.

### **2.2.2 A compra de empresas de alto desempenho produz resultados superiores em C–B M&A?**

As correntes tradicionais da literatura acadêmica sobre M&A apontam para as empresas de baixo desempenho como alvo principal de fusões e aquisições. No entanto, a literatura recente sobre C–B M&A considera que as empresas de alto desempenho podem ser os alvos preferidos das multinacionais, pois há uma maior probabilidade de gerarem desempenho superior (BLONIGEN et al., 2014).

Em busca de alvos que possam gerar bons resultados, segundo os estudos que avaliam a probabilidade de ocorrer uma aquisição, alguns fatores são determinantes, tais como: a produtividade prévia da empresa alvo (BLONIGEN et al., 2014); os processos de integração regional, liberalização do comércio e privatizações (MOSCHIERI; CAMPA, 2014; BELADI; CHAKRABARTI; MARJIT, 2013; FREY; HUSSINGER, 2011; COEURDACIER, 2009; BREINLICH, 2008; HIJZEN; GOERG; MANCHIN, 2008); a volatilidade idiossincrática dos mercados acionários e o acesso à informação privada sobre a empresa alvo (ZHU; JOG; OTCHERE, 2014); existência de folga organizacional e experiência prévia em aquisições (ALESSANDRI; CERRATO; DEPPERU, 2014; COLLINS et al., 2009); aspectos institucionais que favoreçam padrões melhores de contabilidade e proteção mais efetiva aos acionistas (BOUDIER; LOCHARD, 2013; CONYBEARE; KIM, 2010; DIKOVA; SAHIB; van WITTELOOSTUIJN, 2010; NEARY, 2009; ROSSI; VOLPIN, 2004); indústrias nas quais a adquirente possui vantagem comparativa (BRAKMAN et al., 2013); menor distância geográfica (YEO, 2013; RAGOZZINO, 2009; LEHTO, 2006); melhores indicadores macroeconômicos do país da empresa alvo (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012; BOATENG, 2011; BOATENG; NARAIDOO; UDDIN, 2011; HYUN; KIM, 2010; OWEN; YAMSON, 2010; POGHOSYAN; HAAN, 2010; HERGER; KOTSOGIANNIS; MCCORRISTON, 2008; GEORGOPOULOS, 2008; DI GIOVANNI,

2005); a popularidade do país da empresa alvo (HWANG, 2011); P & D (BUGEJA, 2011; TAKECHI, 2011); governança corporativa (CHEN; HUANG; CHEN, 2009).

As empresas do setor financeiro buscam resultado nas fusões e aquisições internacionais a partir de um conjunto de fatores distintos, tais como: ligações econômicas, culturais e institucionais prévias entre o país da instituição adquirente e da instituição alvo; país da instituição alvo com grande expectativa de crescimento; e nível da regulamentação prudencial no país das instituições alvo. (CAIAZZA; CLARE; POZZOLO, 2012; HERNANDO; NIETO; WALL, 2009; FOCARELLI; POZZOLO, 2008; LANINE; VENNET, 2007; BUCH; DELONG, 2004).

As empresas de países em desenvolvimento baseiam-se ainda em outros fatores, na busca de empresas-alvo, que possam gerar bons resultados. Por exemplo, empresas localizadas em países com mercados financeiros ou de capitais mais desenvolvidos, que possam ser fonte de recursos financeiros ou estratégicos, são mais atrativas (DENG; YANG, 2015; JONGWANICH; BROOKS; KOHPAIBOON, 2013; ZHANG; ZHOU; EBBERS, 2011; KNOERICH, 2010; PABLO, 2009; SCHULER-ZHOU; SCHULER, 2009; DENG, 2009).

### **2.2.3 As diferenças culturais e a probabilidade de sucesso em C–B M&A**

Grandes diferenças culturais podem reduzir a probabilidade de sucesso em C-B M&A, devido às dificuldades na coordenação pós-aquisição resultantes de estilos gerenciais diferentes (AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015) e de reações adversas dos empregados diante dos processos de aquisição (GUNKEL; SCHLAEGEL; ROSSTEUTSCHER, 2015; HAJRO, 2015).

No entanto, a capacidade de aprendizagem com aquisições próprias anteriores, ou até mesmo de outras empresas da mesma indústria, pode gerar resultados positivos e superar as barreiras impostas pelas diferenças culturais (FRANCIS et al., 2014; MALHOTRA; ZHU, 2013). Além disso, adequados processos de avaliação e valoração do conhecimento e da possibilidade de transferência desse conhecimento são cruciais para o sucesso de uma C–B M&A (MUKHERJI et al., 2013; YILDIZ;

FEY, 2010), não só no aspecto formal da organização, mas também na interação entre a organização formal e os aspectos informais ligados à retenção de poder e influência por parte dos funcionários da empresa adquirida (AMBOS et al., 2009).

As empresas de países em desenvolvimento, quando são adquirentes em processo de C-B M&A, usam a aquisição de empresas em países desenvolvidos como um trampolim para adquirir e desenvolver novos conhecimentos que não estão disponíveis em seus países de origem (POPLI; SINHA, 2014), superando as diferenças culturais e alavancando seus resultados no país de origem elas também repetem estratégias vitoriosas de suas congêneres, adotando um isomorfismo mimético que reduz o risco de resultados adversos, mesmo em países com grandes diferenças culturais (YANG; HYLAND, 2012).

Por outro lado, há também evidências de que empresas de países emergentes já desenvolveram vantagens comparativas de propriedade sobre recursos e capacidades (SUN et al., 2012), às quais são, por vezes, incorporadas no âmbito do país por meio de um discurso midiático que valoriza a internacionalização (RIAD; VAARA; SHANG, 2012). No caso brasileiro, Fleury, A.C.C. e Fleury, M.T.L. (2014) apontam que as multinacionais brasileiras criaram vantagens competitivas desenvolvendo competências ligadas, principalmente, à inovação em processos de gestão de operações e racionalização de custos, que contribuíram para suas aquisições em países desenvolvidos.

#### **2.2.4 A integração pós-aquisição é crucial para o bom desempenho**

O processo de integração pós-aquisição pode capturar valor se for bem realizado, mas pode permitir que o valor “vaze” por entre as brechas deixadas por uma integração malconduzida (TEERIKANGAS; VERY; PISANO, 2011). A Integração pós-aquisição *cross-border* é ainda mais complexa que as integrações locais e há muitos fatores que podem colocar em risco o desempenho, tais como diferenças culturais mais amplas na relação com funcionários (LEE; KIM; PARK, 2015; CHUNG; DU; CHOI, 2014; REUS, 2012; STAHL; CHUA; PABLO, 2012; ZUEVA-OWENS; FOTAKI; GHOURI, 2012; TEERIKANGAS, 2012, SINKOVICS R.R.; JEDIN;

SINKOVICS N., 2014; BANDICK; GOERG, 2010; RAUKKO, 2009; KIESSLING; HARVEY, 2006; AGUILERA; DENCKER, 2004); clientes (OBERG, 2014); *stakeholders* (REZENDE et al., 2013); redes de negócios (DEGBEY; PELTO, 2013); com as estratégias comerciais e operacionais da adquirente e da adquirida (MEYER; ALTENBORG, 2008; OLCOTT, 2008); com a questão do gênero (TIENARI et al., 2005); e até com o idioma corporativo (PIEKKARI et al., 2005). As diferenças institucionais também são um fator de risco (MTAR, 2010).

Outra fonte de risco para a concretização de bons desempenhos nas C-B M&A são os conflitos pós-aquisição, caracterizados pelo “nós” contra “eles” (DAUBER, 2012; SARALA, 2010), conflitos entre identidades nacionais no interior das organizações (MOORE, 2011; VAARA; TIENARI, 2011; MITTRA, 2006) e na mídia local ou internacional (TIENARI; VAARA; BJORKMAN, 2003).

Para promover resultados positivos e uma verdadeira integração é necessário mediar esses conflitos, seja pela atuação de um agente formal, ou informal, de integração (TEERIKANGAS; VERY; PISANO, 2011; VASILAKI, 2011); seja por um efetivo processo de socialização entre adquirente e adquirido (ZANDER, U.; ZANDER, L., 2010); e uma efetiva gestão das percepções e da comunicação no processo de integração (PIOCH, 2007; IRRMANN, 2005); além de uma adequada adaptação às mudanças ambientais (CONKLIN, 2005). Ações estas que muitas vezes dependem da capacidade de os expatriados navegarem nas turbulentas águas da integração (HEBERT; VERY; BEAMISH, 2005). Segundo Colombo et al. (2007) é necessário integrar a combinação de recursos pós-aquisição com o fator humano. Ou, na visão de Froese e Goeritz (2007), primeiro fazer a integração do fator humano e depois a integração organizacional.

Além de vencer as barreiras impostas pelas diferenças culturais e institucionais, uma integração bem-sucedida pode promover resultados positivos por meio de benefícios às atividades inovadoras; no gasto médio em P&D (STIEBALE; REIZE, 2011); na transferência de conhecimento (WEBER; TARBA; BACHAR, 2011; SARALA; VAARA, 2010; BRANNEN; PETERSON, 2009); na melhoria da governança corporativa (KANG; KIM, 2010; ROCHA, 2009); no aumento do nível de emprego e

da produtividade da mão-de-obra (LEHTO; BOCKERMAN, 2008); e na cultura organizacional (TEERIKANGAS; VERY, 2006).

### **2.2.5 Desempenho e estratégias de criação de valor**

Os tópicos anteriores exploram amplos temas de C–B M&A, incluindo a integração entre o adquirente e as empresas adquiridas, transferência de conhecimentos, superação de barreiras como as distâncias institucionais, culturais e geográficas como forma de integrar os benefícios da internalização, promover a sinergia e a diversificação do risco e, assim, criar riqueza para os acionistas das empresas adquirentes e também das empresas adquiridas (SHIMIZU et al., 2004).

Neste tópico, é abordada a típica e controversa questão das C–B M&A como estratégia de criação, ou destruição, de valor para seus acionistas. Uma das correntes dessa controvertida questão corrobora meu argumento de que C–B M&A podem proporcionar desempenho superior. Outros estudos, no entanto, contrapõem esse argumento, indicando que as barreiras presentes nas C–B M&A tendem a causar destruição de valor para o acionista (SHIMIZU et al., 2004).

Os estudos que corroboram o argumento de que C–B M&A gera valor para o acionista das empresas adquirentes, quando estas estão localizadas em países desenvolvidos, indicam como fatores que proporcionam essa criação de valor, por exemplo, o porte do adquirente frente ao adquirido, que quanto maior for, mais lhe dará poder de barganha, experiência e recursos para negociar um prêmio de aquisição menor (ALEXANDROU; GOUNOPOULOS; THOMAS, 2014); um mercado de capitais menos desenvolvido no país de destino e empresas-alvo não listadas em bolsa de valores, devido à menor competitividade no mercado de controle corporativo e, conseqüentemente, menor prêmio pago pela aquisição (BARBOPOULOS; PAUDYAL; PESCIETTO, 2012; FACCIO; MCCONNELL; STOLIN, 2006); a presença de investidores institucionais no capital da adquirente, quando estes estão mais ativamente envolvidos na tomada de decisão e querem evitar uma redução no valor dos seus investimentos (ANDRIOSOPOULOS; YANG, 2015); maior experiência prévia em aquisições *cross-border*, que permite conhecer e administrar melhor as

diferenças culturais, obtendo melhor resultado na integração pós-aquisição (DIKOVA; SAHIB, 2013); redução dos riscos dos investimentos, acesso a ativos tangíveis e intangíveis em diferentes países e reestruturação em nível global das atividades produtivas (PINTO; IOOTTY, 2005).

Por outro lado, os estudos que se contrapõem ao argumento de que C-B M&A gera valor para o acionista das empresas adquirentes, quando estas estão localizadas em países desenvolvidos, indicam como fatores que provocam a destruição de valor, para o acionista, por exemplo, a diversificação internacional para reduzir o risco do conglomerado, que reduz valor para o acionista, embora gere valor para o detentor de bônus da empresa (SANTOS; ERRUNZA; MILLER, 2008; DOUKAS; KAN, 2006); a distância cultural, que impede o entendimento das capacidades-chave que precisam ser transferidas e restringe a comunicação entre os adquirentes e suas unidades adquiridas (AHAMMAD; GLAISTER, 2011; REUS; LAMONT, 2009); transferência de ganho de eficiência para o cliente no caso dos bancos europeus (BECCALLI; FRANTZ, 2009) ou para o acionista das empresas adquiridas, quando os prêmios pagos pela aquisição são sobrevalorizados (KUIPERS; MILLER; PATEL, 2009; CAMPA; HERNANDO, 2006); aquisições em países com informações contábeis de baixa qualidade, que levam à assimetria de informação e precificação inadequada da transação (BLACK, et al., 2007; SCHOENBERG, 2006).

Outros estudos avaliaram o efeito da distância cultural no desempenho (AHAMMAD; GLAISTER, 2011; REUS; LAMOUNT, 2009), concluindo que quanto maior a distância cultural, menor desempenho. Contudo, quanto mais experiência em aquisições *cross-border* prévias, menor o efeito da distância cultural (DIKOVA; SAHIB, 2013; AHAMMAD; GLAISTER, 2013) e maior desempenho (BRUELLER et al., 2015), mesmo no caso de empresas Russas que, em geral, tem desempenho negativo em aquisições *cross-border* (BERTRAND; BETSCHINER, 2012).

Chen e Lai (2015) examinaram a influência de conselhos de administração inter-relacionados no valor de mercado das fusões e aquisições *cross-border* e concluíram que o impacto inicial é positivo, mas torna-se negativo quando esses conselhos ficam grandes demais. Já Starks e Wei (2013) verificaram que quanto pior a governança no país de origem do adquirente, maior o valor da oferta de uma

aquisição internacional. Por outro lado, Amar, Boujenoui e Francoeur (2011) avaliaram o desempenho financeiro das aquisições *cross-border* frente as atribuições do CEO, a composição do Conselho de Administração, concluindo que quanto mais independentes, CEO e Conselho, melhores os desempenhos financeiros, mas quanto maior o número de conselheiros menor o desempenho. Chen e Young (2010) avaliaram o impacto no valor de empresas chinesas adquirentes em aquisições *cross-border* quando o governo chinês é acionista e encontraram uma relação negativa.

Huizinga, Voget e Wagner (2012) avaliaram o impacto da dupla tributação no prêmio pago nas aquisições *cross-border*, concluindo que a dupla tributação impacta negativamente a remuneração do vendedor da empresa alvo. Já Barbopoulos, Paudyal e Pescetto (2012) avaliaram o impacto da tradição legal no prêmio pago nas aquisições *cross-border*, concluindo que os adquirentes britânicos de empresas em países baseados no direito romano (*civil law*) tem melhor resultado do que os adquirentes em países de direito anglo saxão (*comon-law*).

Por fim, em relação ao país da empresa adquirente e ao país da empresa alvo da aquisição, Liu e Qiu (2013) constataram que o desempenho de empresas americanas que fizeram aquisições em países emergentes foi superior ao desempenho daquelas que fizeram aquisições em países desenvolvidos. Por outro lado, Hope, Thomas e Vyas (2011) constataram que as empresas de países emergentes pagam prêmios maiores do que as empresas de países desenvolvidos quando fazem aquisições em países desenvolvidos e que esse prêmio adicional, normalmente, está associado ao que os autores chamaram de “orgulho nacional”.

#### **2.2.5.1 O desempenho dos emergentes como adquirentes.**

A maioria dos estudos sobre C–B M&A tem a perspectiva das empresas dos países desenvolvidos como adquirentes. No entanto, atualmente, já há um razoável número de estudos sob a perspectiva das empresas dos países emergentes como adquirentes. Entre os 218 artigos selecionados no levantamento realizado com base

no “Web of Science”, 30 artigos abordavam as empresas de países emergentes como adquirentes.

Dentre os 30 artigos, 16 versavam sobre estratégias de criação de valor; seis estudos tratavam da probabilidade de uma aquisição ocorrer; quatro estudos dedicavam-se ao processo dinâmico de aprendizagem; três estudos eram sobre integração pós-aquisição; e um estudo era sobre modo de entrada.

As principais correntes da teoria em negócios internacionais indicam que as empresas de países emergentes não possuem as vantagens específicas necessárias para competir em mercados desenvolvidos, nem uma governança corporativa suficientemente desenvolvida e, por isso, elas tendem a apresentar dificuldades na criação de valor por meio de fusões e aquisições *cross-border*, especialmente, em mercados desenvolvidos (BERTRAND; BETSCHINGER, 2012).

Como explicar, então, empresas de países em desenvolvimento adquirindo empresas em países desenvolvidos? Entre as explicações apresentadas nos estudos que têm os emergentes como adquirentes, destacam-se a participação acionária dos governos do país de origem (DU; BOATENG, 2015; LAN; YANG; ZHU, 2015), para que elas possam ter acesso aos recursos financeiros, tecnológicos e de gestão disponíveis nos países desenvolvidos (DENG; YANG, 2015; SINKOVICS et al., 2015; KLIMEK, 2011; SCHULER-ZHOU; SCHULER, 2009; DENG, 2009) e o desenvolvimento do sistema financeiro, possibilitando o financiamento dos processos de investimento no exterior, como no caso da Índia (POPLI; SINHA, 2014) e demais países asiáticos, que contam também com o recente desenvolvimento do mercado de capitais (JONGWANICH; BROOKS; KOHPAIBOON, 2013).

Outro aspecto que chama atenção na aquisição de uma empresa de país desenvolvido por uma empresa de país em desenvolvimento, mas que pode levar a resultados negativos, é manifestação de poder político e econômico (RIAD; VAARA; SHANG, 2012; RIAD; VAARA, 2011) ou a manifestação do orgulho nacional em adquirir uma empresa em um país desenvolvido, inclusive pagando um prêmio adicional para concretizar essa aquisição (HOPE; THOMAS; VYAS, 2011).

As empresas de países em desenvolvimento também estão adquirindo empresas em países desenvolvidos para alavancar o processo de redução das desvantagens tecnológica e de gestão em relação às empresas dos países desenvolvidos (LUO; TUNG, 2007; ATAULLAH; LE; SAHOTA, 2014). Alguns autores, contudo, afirmam que já é possível identificar a formação de vantagem comparativa da firma, baseada em aspectos como: dotações de fatores da indústria e do país; capacidades dinâmicas de aprendizagem; criação de valor por meio de aquisições não hostis, que facilitam a integração pós-aquisição; reconfiguração da cadeia de valor; e respostas ao ambiente institucional (SUN et al., 2012; NEARY, 2007).

Invertendo a lógica, Knoerich (2010) questiona: porque uma empresa germânica se deixaria vender para uma empresa chinesa? A conclusão é que ambos os lados têm necessidades estratégicas complementares. Mesmo empresas germânicas bem-sucedidas enfrentam pressões competitivas e têm necessidade de expandir o negócio e garantir a competitividade futura, enquanto as empresas chinesas têm necessidade de alocar eficientemente seu capital, ampliar o acesso a mercados internacionais e a tecnologias mais avançadas. A complementaridade estratégica torna viável uma associação cooperativa entre comprador e vendedor, que garante a consecução de ambos os objetivos.

Mas as empresas de países emergentes estão sendo bem-sucedidas nas suas aquisições em países desenvolvidos e em desenvolvimento? Os estudos indicam resultados divergentes. Bortoluzzo et al. (2014) afirmam que no caso brasileiro, sim. Os autores atribuem os resultados positivos à capacidade de usar localmente as capacidades e recursos adquiridos no exterior, além do aprendizado proporcionado pela experiência em aquisições internacionais anteriores. Edamura et al. (2014) indicam que as empresas chinesas que fizeram aquisições no exterior aumentaram suas vendas, produtividade e os ativos tangíveis e intangíveis. Klimek (2014), no entanto, afirma que as empresas polonesas cresceram em tamanho e poder de mercado, mas apresentaram índices de rentabilidade mais baixos. Para o autor, a assimetria de informação entre as partes e as dificuldades na criação de sinergias pode ser uma possível explicação para os indicadores desfavoráveis. Para Yen, Chou e André (2013), as empresas de países emergentes, que fizeram aquisições *cross-border*, apresentaram um retorno sobre o fluxo de caixa operacional antes dos

impostos maior do que empresas que não fizeram aquisições, contudo, quando esses retornos são ajustados aos retornos pré-aquisição esses aumentos são de menor relevância, indicando que essas empresas já apresentavam bom resultado antes da aquisição. Já no caso Russo, Bertrand e Betschinger (2012) apontam destruição de valor nas aquisições *cross-border*, que diminuem quando a empresa tem mais experiência em aquisições anteriores.

Mas como elas conseguem ser bem-sucedidas? Segundo Sinkovics et al. (2015), por meio de uma eficiente integração de marketing. Yang e Hyland (2013) e Yang (2009) apontam, no caso chinês, a imitação de estratégias bem-sucedidas, principalmente, de produto e localização como responsável pelo sucesso nos processos de internacionalização das empresas.

E como os investidores avaliam? Yang (2015) estudou as aquisições conduzidas por empresas de nove países em desenvolvimento e concluiu que os investidores avaliam bem as aquisições quando se adquire uma parcela maior do controle da empresa alvo. Ning et al. (2014) chegaram ao mesmo resultado para empresas chinesas, contudo, também foram verificadas reações adversas quando o controlador do adquirente era um investidor institucional ou estatal (CHEN; YOUNG, 2010). Dakessiean e Feldman (2014) concluíram que o impacto de curto prazo foi neutro para os investidores de multilatinas adquirentes. Nicholson e Salaber (2013) verificaram que, no caso Chinês e Indiano, a reação de curto prazo dos investidores foi positiva às aquisições *cross-border*. Bhagat, Malhotra e Zhu (2011) documentaram um pequeno, porém estatisticamente significativo retorno positivo para o adquirente. Já Aybar e Ficici (2009) reportaram destruição de valor em mais da metade das fusões e aquisições *cross-border*.

Por fim, Zhang, Zhou e Ebbers (2011) verificaram que a probabilidade de uma aquisição chinesa se concretizar é maior quando o país de destino tem uma boa qualidade institucional; quando a indústria da empresa alvo não é sensível às questões de segurança nacional; e se a adquirente não é uma empresa estatal.

Embora as empresas brasileiras e latino-americanas estejam presentes em algumas amostras, juntamente com empresas de outros países, em estudos que abordam as

empresas de países emergentes, ou em desenvolvimento, como empresas adquirentes em processos de fusão e aquisição, elas ainda são pouco estudadas. Nos levantamentos realizados foram identificados dois estudos que tratavam exclusivamente de empresas brasileiras (BORTOLUZZO et al., 2014; FLEURY A.C.C.; FLEURY, M.T.L., 2014) e outro que abordava apenas empresas latino-americanas, ou multilatinas (DAKESSIEAN; FELDMAN, 2014).

O estudo de Bortoluzzo et al. (2014) empregou métricas contábeis para avaliar o desempenho das empresas brasileiras que fizeram aquisições no exterior em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Para os autores, as aquisições *cross-border* das empresas brasileiras proporcionam sinergias reversas, na medida em que estas empresas adquirem recursos e competências em países estrangeiros para aplicá-los nos mercados locais. Outro ponto levantado pelos autores é o fato de que a experiência em aquisições tende a melhorar o desempenho até um determinado ponto, quando as empresas começam a apresentar problemas relacionados à dificuldade em coordenar várias aquisições. Para os autores, o ambiente institucional também influencia o desempenho. Se o ambiente institucional é mais desenvolvido, o desempenho tende a ser maior, pois as empresas de países em desenvolvimento adquirem maior competitividade e ficam mais preparadas para as mudanças institucionais que estão em curso em seus países.

Dakessian e Feldman (2014), levantaram a hipótese de que os anúncios de aquisições internacionais feitas por multilatinas, em geral, levam à valorização de suas ações no curto prazo. Mas, os autores também defenderam a hipótese de que essa valorização de curto prazo nas ações da empresa multilatina adquirente será impactada negativamente pelas distâncias institucionais e culturais entre os países da empresa adquirente e adquirida. Os autores concluíram, porém, que o efeito de curto prazo na valorização das ações das empresas adquirentes é neutro.

Para Fleury A.C.C. e Fleury M.T.L. (2014) o conjunto de características desenvolvidas no ambiente local de negócios das multinacionais brasileiras, que lhes proporcionaram uma vantagem competitiva distinta para a sua internacionalização, está ligado a um modelo de negócio que conta com: capacidade de obter bom desempenho, mesmo em condições de turbulência; experiência em

operações em indústrias de baixa tecnologia; competências distintivas em produção e finanças; inovação em processos e produtos com forte conteúdo nacional; uso de recursos financeiros próprios, embora algumas empresas contem com forte suporte financeiro da agência estatal de fomento, o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social); baixa tendência para assumir riscos, que levam a comportamento oportunista em decisões de internacionalização; e ação individualizada, levando a uma internacionalização sem muitas parcerias.

Em suma, do ponto de vista teórico, há argumentos que indicam que a estratégia de internacionalização por fusões e aquisições pode criar valor para o adquirente na medida em que aumenta o seu poder de mercado e fortalece a eficiência operacional do adquirente, por meio de ganhos de escala e escopo, redução no custo de transação, obtenção de ganhos de aprendizagem, incorporação de novas capacidades e acesso a recursos escassos. No entanto, também há argumentos que indicam que essas estratégias podem destruir valor quando o ganho de parcela de mercado consome o excesso de caixa disponível e não vem acompanhado de ganho de eficiência; quando o preço de compra pago pelo adquirente é mais alto que negócios similares no mercado; quando há dificuldades no processo de integração e na retenção de talentos, entre outros.

Os resultados empíricos também indicam ora a ocorrência de criação de valor, ora a ocorrência de destruição de valor. Tantos os estudos que empregaram indicadores econômico-financeiros das empresas quanto os estudos que empregaram a valorização de mercado como medidas de geração de valor encontraram resultados contraditórios, reforçando a dualidade dos argumentos teóricos (ALEXANDROU; GOUNOPOULOS; THOMAS, 2014; BARBOPOULOS; PAUDYAL; PESCIETTO, 2012; FACCIO; MCCONNELL; STOLIN, 2006; ANDRIOSOPOULOS; YANG, 2015; DIKOVA; SAHIB, 2013; PINTO; IOOTTY, 2005; SANTOS; ERRUNZA; MILLER, 2008; DOUKAS; KAN, 2006; AHAMMAD; GLAISTER, 2011; REUS; LAMONT, 2009; BECCALLI; FRANTZ, 2009; KUIPERS; MILLER; PATEL, 2009; CAMPA; HERNANDO, 2006; BLACK, et al., 2007; SCHOENBERG, 2006).

Para os emergentes, os desafios são ainda maiores. Uma governança corporativa que ainda não se desenvolveu suficientemente e a ausência de vantagens

específicas necessárias para competir em mercados desenvolvidos (BERTRAND; BETSCHINGER, 2012) põem em dúvida a capacidade dessas empresas de melhorarem seus desempenhos com aquisições em países desenvolvidos.

Por outro lado, já foram identificadas vantagens comparativas de empresas de países em desenvolvimento (SUN et al., 2012) e, no caso de empresas brasileiras, é possível identificar competências em operações e custos, que criam vantagens competitivas que viabilizam a aquisição de empresas em países desenvolvidos (FLEURY, A.C.C.; FLEURY, M.T.L., 2014).

Diante da dualidade dos argumentos teóricos, esta tese contribui para os estudos de negócios internacionais ao testar empiricamente se empresas brasileiras, que fizeram aquisições em países desenvolvidos, estão aumentando o seu desempenho.

Para testar a hipótese de aumento de desempenho pós-aquisição internacional foram empregadas como *proxies* de desempenho uma medida contábil, formada pelo retorno sobre o capital investido ajustado à média da indústria, e uma medida de mercado, representada pelo retorno excedente obtido após a aquisição.

### **2.2.6 A questão do controle nas C–B M&A**

Alguns poucos, porém, não menos importantes, estudos têm-se dedicado à questão do controle em C–B M&A. Primeiramente, como uma variação da questão do modo de entrada, Reuer, Shenkar e Ragozzino (2004) estudaram estruturas de pagamentos contingenciados. Boeh (2011) estudou outros mecanismos contratuais para reduzir a assimetria de informações, concluindo que esses mecanismos explicam o maior custo contratual em C–B M&A. Por fim, Malhotra e Gaur (2014) concluíram que a opção pelo controle total de uma aquisição cross-border está associada à distância geográfica e a assimetria de informação.

A questão do controle do investimento no exterior, definido pela participação no capital desse empreendimento, é uma tomada de decisão importante que define o nível de risco que a empresa está disposta a correr frente às possibilidades de

retorno (YANG, 2014). Se a decisão tomada for equivocada pode desencadear dificuldades no processo de integração pós-aquisição e resultar em uma renda menor a ser apropriada em relação ao que estava previsto inicialmente (CONTRACTOR et al., 2014).

O paradigma eclético estabelece que as vantagens advindas do tripé vantagens de propriedade, localização e internalização definem a preferência pelo investimento direto estrangeiro – IDE frente aos modos de entrada não baseados em capital (DUNNING, 1988). Atualmente as diferenças institucionais, culturais, setoriais (CONTRACTOR et al., 2014) e geográficas (BUCKLEY; GHOURI, 2004; MALHOTRA; GUAR, 2014) entre o país de origem e destino do investimento têm sido cruciais para a decisão do nível de controle entre os tipos de IED.

Os estudos que adotaram a perspectiva de empresas de países desenvolvidos como adquirentes concluíram que essas empresas optam pelo controle parcial do investimento para lidar com as barreiras impostas por uma distância institucional e cultural maior (CONTRACTOR et al., 2014). Já os estudos que adotaram a perspectiva de empresas de países em desenvolvimento como adquirentes concluíram que as empresas de países em desenvolvimento tendem a adquirir uma parcela maior do controle, ou até o controle total, das empresas em países desenvolvidos porque veem nesses países ambientes institucionais mais estáveis e, portanto, de menor risco (YANG, 2014).

### 3 HIPÓTESES

---

Uma das questões recorrentes na literatura acadêmica sobre fusões e aquisições é se a aquisição de empresas em outros países cria valor para os acionistas da empresa adquirente. As fundamentações teóricas para afirmar que C-B M&A gera retorno positivo estão baseadas no pressuposto de que as empresas entram em mercados estrangeiros para explorar recursos que já são de sua propriedade e para aproveitar imperfeições dos mercados de destino (SHIMIZU et al., 2004).

Mas a literatura acadêmica aponta, ainda, diversos outros fatores que podem influenciar o desempenho das empresas que efetuaram aquisições além de suas fronteiras. No caso de empresas de países em desenvolvimento, a aquisição de empresas em países desenvolvidos permite adquirir e desenvolver novos conhecimentos que não estão disponíveis em seus países de origem para melhorar o desempenho local (POPLI; SINHA, 2014; ATAULLAH; LE; SAHOTA, 2014; WEBER et al., 2011; SARALA; VAARA, 2010; BRANNEN; PETERSON, 2009); alavancar as atividades inovadoras e ampliar investimentos em P&D (STIEBALE; REIZE, 2011); aperfeiçoar a governança corporativa (KANG; KIM, 2010; ROCHA, 2009) e a produtividade (LEHTO; BOCKERMAN, 2008); bem como influenciar positivamente a cultura organizacional (TEERIKANGAS; VERY, 2006).

Sun et al. (2012), baseados nas multinacionais chinesas e indianas, propõem um framework para explicar como as empresas de países emergentes podem usar as aquisições internacionais para alavancar suas vantagens proprietárias comparativas. Um dos pilares do framework é a aprendizagem dinâmica, segundo a qual as empresas de países em desenvolvimento adquirirão empresas em países desenvolvidos, nos quais tenham maior facilidade para incorporar os conhecimentos da empresa adquirida; outro pilar está relacionado aos processos de criação de valor, por exemplo, um processo de integração pós-aquisição que evite conflito entre as duas culturas para minimizar a fuga de conhecimento tácito; um terceiro pilar é a reconfiguração da cadeia de valor, nesse caso a aquisição pode ser útil para a empresa subir na curva de geração de valor, adquirindo funções que ainda não domina, mas que geram mais valor como, por exemplo, pesquisa e

desenvolvimento, gestão da marca e desenho de produtos; e, por fim, apropriando-se das vantagens de operar em ambientes institucionais mais estáveis.

Em suma, as empresas de países em desenvolvimento fazem aquisições internacionais para aumentar seu poder de mercado, fortalecer a eficiência operacional com ganhos de escala e escopo, reduzir o custo de transação, obter ganhos de aprendizagem, incorporar novas capacidades, obter acesso a recursos escassos e, com isso, gerar mais valor ao acionista. Portanto, partindo do pressuposto que a empresa é capaz de vencer as barreiras dos processos de integração e internalizar integralmente o ganho gerado por meio da aquisição de 100% do capital da adquirida, a estratégia de internacionalização, por meio da aquisição de empresas em países desenvolvidos, tende a aumentar o seu desempenho em comparação com empresas que não fizeram esse tipo de aquisição, desta forma pode-se formular a primeira hipótese como segue:

H1: O retorno sobre o capital investido tende a ser maior para as multinacionais brasileiras que adquiriram 100% do capital de empresas em países desenvolvidos, do que para as empresas brasileiras que, no mesmo período, não fizeram aquisições em países desenvolvidos.

As empresas de países desenvolvidos optam por aquisições parciais em países em desenvolvimento para lidar com diferenças institucionais, culturais, setoriais e geográficas (CONTRACTOR et al., 2014; MALHOTRA; GUAR, 2014). Já as empresas dos países em desenvolvimento optam por aquisições totais de controle em países desenvolvidos, justamente por considerarem esses ambientes institucionais mais estáveis, de menor risco (YANG, 2014) e, portanto, mais propícios para apropriar a renda gerada.

As empresas brasileiras têm, por um lado, como principal vantagem competitiva a inovação em processos de gestão de operações e custos e, por outro lado, como característica de seus modelos de negócio, a internacionalização individualizada e a centralização das decisões nos níveis mais elevados da hierarquia da firma (FLEURY A.C.C., FLEURY M.T.L.; 2014). O modelo individualizado de internacionalização, a necessidade de manter o controle sobre as decisões e sobre

o capital da empresa adquirida é compatível com a característica de impor um processo de gestão de operações.

O controle é, portanto, um fator que impacta a internalização dos resultados das aquisições internacionais. Quando a participação no controle é maior, a apropriação da renda gerada pela operação da empresa é maior, mas em caso de perda a parcela a ser assumida pelo controlador também é maior. Portanto, em uma fusão e aquisição, quanto maior a participação do controlador maior a motivação para a geração de resultado positivo (LIU; WANG, 2013). Por outro lado, se a decisão em relação ao controle for equivocada pode desencadear dificuldades no processo de integração, resultando em dificuldades para apropriar a renda do processo de fusão e aquisição, prevista anteriormente (CONTRACTOR et al., 2014).

Em suma, uma aquisição integral proporciona ao adquirente direitos de propriedade unificados e controle majoritário sobre a gestão para integrar e explorar a base de recursos combinados e apropriar os resultados gerados. Já as aquisições parciais oferecem direitos de propriedade e controles limitados sobre a empresa adquirida. As aquisições integrais implicam em maiores investimentos em recursos humanos, físicos e até intangíveis, gerando maiores riscos. Contudo, levam a um maior comprometimento do adquirente com os resultados da adquirida e com a apropriação desses resultados. Isto nos leva à formulação da segunda hipótese:

H2: O retorno sobre o capital investido tende a ser maior para as multinacionais brasileiras que adquiriram 100% do capital de empresas em países desenvolvidos, do que para as empresas brasileiras que, no mesmo período, fizeram aquisições parciais em países desenvolvidos.

Outra maneira de avaliar a geração de valor é pela perspectiva do próprio investidor, a qual podemos considerar uma *proxy* para o desempenho. Os estudos de evento permitem mensurar o efeito de um determinado evento de natureza econômica no valor de mercado de uma companhia (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997) e, com isso, mensurar a expectativa do investidor frente aquele evento, avaliando desta forma a geração de valor para o acionista.

A aquisição de 100% do capital de uma empresa permite implementar mudanças organizacionais e estratégias para criar sinergia e atingir metas econômicas de longo prazo, indicando uma forte determinação, envolvimento e comprometimento dos gestores da empresa adquirente em controlar e gerenciar as empresas adquiridas com o objetivo de gerar resultado (YANG, 2015).

Esse comprometimento, faz com que os investidores que detêm participação em empresas de países em desenvolvimento tendam a valorizar as empresas desses países que optam por aquisições internacionais majoritárias ou na qual assumam 100% do capital da empresa adquirida (YANG, 2015). Dessa forma, pode ser formulada a terceira hipótese nos seguintes termos:

H3: O valor de mercado das multinacionais brasileiras tende a aumentar quando estas empresas adquirem 100% do capital de uma empresa em país desenvolvido.

## 4. METODOLOGIA

---

O presente capítulo detalha a construção das variáveis que foram usadas para representar os construtos relacionados aos conceitos e propostas metodológicas apresentadas, as bases de dados utilizadas e as metodologias empregadas para testar as hipóteses.

### 4.1 Delimitação da pesquisa e unidade de análise

A empresa é a unidade de análise desta tese. Como o objetivo é estudar o desempenho das empresas de países emergentes que fizeram aquisições em países desenvolvidos, as empresas foram divididas em empresas adquirentes e empresas alvos. Foram escolhidas como empresas adquirentes as multinacionais brasileiras que fizeram aquisições em países desenvolvidos. A escolha das multinacionais brasileiras justifica-se, pois, o objetivo deste trabalho é testar o efeito da aquisição do controle. As empresas brasileiras são convenientes para testar essa hipótese, uma vez que entre as empresas listadas em bolsa que concluíram aquisições de empresas em países desenvolvidos, 23 (85%) entre 27 empresas adquiriram 100% do capital da empresa localizada no país desenvolvido, permitindo controlar os efeitos do controle sobre a gestão, uma vez que excluímos o efeito de eventuais parcerias, ou controle compartilhado. As empresas alvo foram escolhidas por estarem localizadas em países desenvolvidos, conforme detalhado no item 4.3 deste capítulo, que trata da constituição da amostra.

O intervalo de tempo usado é entre 2003 e 2012, que corresponde ao período em que a aquisição de empresas de países desenvolvidos por empresas de países em desenvolvimento tornou-se relevante. Além disso, limitou-se o intervalo de tempo ao ano de 2012 porque a variável explicativa para as hipóteses 1 e 2 é baseada em indicadores financeiros de desempenho comparados entre um período antes da aquisição ( $t - 1$ ) e três períodos após a aquisição ( $t + 3$ ), portanto, nas aquisições ocorridas em 2012 ( $t$ ), comparou-se os indicadores financeiros dos anos 2011 ( $t - 1$ ) e 2015 ( $t + 3$ ). Usar " $t - 1$ " justifica-se, pois a aquisição ainda não influenciava o resultado da empresa, ao passo que em  $t + 3$  espera-se que os efeitos das sinergias e outros benefícios gerados pela aquisição já tenham se refletido nos resultados, ao

mesmo tempo que os custos e despesas decorrentes da aquisição já tenham sido totalmente absorvidos (ZOLLO; MEIER, 2008; DELONG; DEYOUNG, 2007; BERGER et. al., 1998; FOWLER; SCHMIDT, 1989).

## **4.2 Variáveis**

Para atender ao objetivo geral deste trabalho de verificar se as empresas de países em desenvolvimento empenhadas em aquisições em países desenvolvidos tiveram um desempenho superior, focando no caso das multinacionais brasileiras, foram empregadas como *proxy* de desempenho, para testar as hipóteses 1 e 2, uma variável contábil e, para testar a hipótese 3, uma medida de valorização de mercado. A seguir detalhamos as variáveis dependente, independente e de controle.

### **4.2.1 Variável dependente.**

Para representar o desempenho foram construídas duas variáveis: VROA e VROIC. VROA é a variação no retorno sobre os ativos, calculado para o adquirente entre o ano anterior da aquisição e o terceiro ano subsequente à aquisição. VROIC é a diferença no retorno sobre o capital investido entre o ano anterior da aquisição e o terceiro ano subsequente à aquisição (ZOLLO; MEIER, 2008).

A opção de comparar os indicadores de performance financeira e operacional do ano anterior à aquisição com o do terceiro ano após a aquisição, deve-se ao fato de o período de três anos ser necessário para que os efeitos da aquisição se reflitam nos resultados da adquirente (DELONG; DEYOUNG, 2007; BERGER et. al., 1998). Contudo, as condições econômicas, e de Mercado, tendem a não ser estáveis ao longo do tempo e o uso de indicadores de performance básicos podem resultar em variações de desempenho que sejam resultado das flutuações econômicas, e/ou de Mercado, e não necessariamente das aquisições. Para controlar esses efeitos, as duas medidas de performance foram normalizadas, por meio do desconto dos indicadores médios de performance das empresas da mesma indústria e região (BERGER et. al., 1998; FOWLER; SCHMIDT, 1989).

A variação na performance ao longo do período de aquisição pode ser expressa pelas seguintes fórmulas:

$$VROA = (ROA_{i,t+3} - ROA_{c,t+3}) - (ROA_{i,t-1} - ROA_{c,t-1}), \text{ onde:}$$

$ROA_{i,t+3}$  e  $ROA_{i,t-1}$  = retorno sobre os ativos da empresa adquirente i no ano t+3 e t-1, respectivamente, sendo t o ano da aquisição.

$ROA_{c,t+3}$  e  $ROA_{c,t-1}$  = retorno médio sobre os ativos das empresas da mesma região e indústria da empresa i no ano t+3 e t-1, respectivamente, sendo t o ano da aquisição.

$$VROIC = (ROIC_{i,t+3} - ROIC_{c,t+3}) - (ROIC_{i,t-1} - ROIC_{c,t-1}), \text{ onde:}$$

$ROIC_{i,t+3}$  e  $ROIC_{i,t-1}$  = retorno sobre o capital investido da empresa adquirente i no ano t+3 e t-1, respectivamente, sendo t o ano da aquisição.

$ROIC_{c,t+3}$  e  $ROIC_{c,t-1}$  = retorno médio sobre o capital investido da mesma região e indústria da empresa i no ano t+3 e t-1, respectivamente, sendo t o ano da aquisição.

O ROA (*Return on Asset* = Retorno sobre o Ativo) e ROIC (*Return on Invested Capital* = Retorno sobre o Capital Investido) foram obtidos por meio do banco de dados de informações financeiras da Economática (<https://economica.com>), que usa as seguintes formulas para estes indicadores:

$$ROA = (\text{Lucro Líquido} - \text{Participação Acionária Minoritária}) / \text{Ativo Total} \times 100$$

$$ROIC_{(IC \text{ Médio})} = (1 - a / 100) \times b / c \times 100$$

Onde:

a = Imposto de Renda;

b = Lucro antes dos juros e dos impostos (EBIT);

c = IC (*Invested Capital* médio)

e

$$IC = d - e + f - g - h$$

ou, se h for nulo, então:

$$IC = d - e + f - i - j$$

Onde:

d = Ativo total;

e = Passivo circulante;

f = Total de empréstimos e financiamentos de curto prazo;

g = Aplicações financeiras

h = Caixa e equivalente caixa;

i = Disponível e investimento de curto prazo;

j = Aplicações financeiras de curto prazo (substituído por zero, quando não disponível).

A variável VROA apresentou, conforme reportado no item 4.4.1 a seguir, valor equivalente a zero no cálculo de seus valores médios, indicando que não há diferença entre o resultado da variável VROA das empresas que fizeram aquisições e das que não fizeram. Desta forma, foi usada apenas a variável VROIC nos modelos de regressão, para testar as hipóteses 1 e 2, o que é adequado, uma vez que no cálculo do ROIC é considerado o capital investido, que leva em conta o montante gasto na compra da empresa adquirida (BORTOLUZO et al., 2014).

#### 4.2.2 Variável Independente

Como um dos objetivos da tese é testar se a aquisição de empresas em países desenvolvidos gera desempenho superior à média do mercado, a variável independente ou explicativa é uma *dummy*, nomeada como CBMA (X), cujo valor é (1) se a empresa brasileira fez aquisição em país desenvolvido e (0) se a empresa não fez esse tipo de aquisição.

### 4.2.3 Variável de Controle.

As variáveis de controle utilizadas foram “porte do adquirente”, para controlar pelo tamanho da empresa, *dummy* do ano da aquisição, para controlar o efeito tempo, e *dummy* da indústria para controlar o efeito indústria.

Como *proxy* do “porte da empresa adquirente” foi usado o valor do faturamento total da empresa no ano de 2015. Como o faturamento total pode apresentar grande variação foi usado o logaritmo natural desse valor (COLLINS et al., 2009; LAAMANEN; KEIL, 2008; BECKMAN; HAUNSCHILD, 2002).

### 4.3 Amostra

Os dados foram obtidos inicialmente na base de dados Thomson ONE, pois esta base da Thomson Financial é a principal fonte de informações sobre fusões e aquisições. Primeiramente foi extraído relatório contendo empresas cujo detentor último do capital tenha sede localizada no Brasil, ou seja, mesmo que a aquisição tenha sido feita por uma empresa constituída no exterior ela foi considerada uma aquisição por empresa brasileira se a sede dessa cadeia de empresa é no Brasil. Outro requisito para seleção da operação era que a empresa adquirida estivesse constituída em país desenvolvido (Estados Unidos, Canada, Reino Unido, Espanha, Alemanha, Suíça, Bélgica, Hong Kong, Portugal e França).

Como boa parte dos dados disponíveis na Thomson ONE é obtida manualmente a partir de informações veiculadas em jornais, revistas e agências de notícias especializadas em negócios, há a possibilidade de erros na imputação de dados. Por isso, as operações foram verificadas manualmente por meio de pesquisas na internet, iniciadas a partir da ferramenta de buscas google.

A base de operações, com as primeiras registradas em 1982 até as realizadas em 2013, contava com 281 transações de fusões e aquisições internacionais nas quais empresas de capital brasileiro compraram empresas nos países desenvolvidos mencionados acima. Dessa base original, 83 operações foram retiradas, pois

estavam fora do período objeto da pesquisa, que é de 2003 a 2012. Este período justifica-se por representar 70% da quantidade das transações disponíveis na base e pelos dados apresentarem maior acurácia, uma vez que entre as 83 operações eliminadas havia casos que não se tratavam de fusões e aquisições, casos de empresas cuja sede do capital não era o Brasil como, por exemplo, CMB – Cie Maritime Belge, Enerflex Systems Ltd., Dynacq International, TransWorld Trading e Hurricane Hydrocarbons, além de casos de empresas que foram posteriormente adquiridas por empresas multinacionais estrangeiras, como a Aços Villares.

Das 198 operações que permaneceram na base, referentes ao período 2003 a 2012, 143 constavam como concluídas e 55 com outros status, tais como, pendentes, rumores, intenção, desistência ou situação desconhecida. Entre as 143 transações concluídas, 105 (73%) indicavam que o percentual de controle após aquisição atingiu 100%. Estas 105 aquisições foram efetuadas por 57 empresas.

Após análise individualizada dessas transações, 26 operações envolvendo 17 empresas adquirentes foram excluídas. Dois adquirentes por envolver operações de portfólio de investidores (Endurance Capital Partners, Investidor Carlos Alberto Pereira), outros 13 adquirentes foram excluídos por não terem sido encontradas evidências de que o capital pertence a uma empresa sediada no Brasil (Vert Capital Corp, Trustwave Corp, Vetra Energia SL, Magtech Europe GmbH, Sanitors Inc, Spring Wireless, Magistral Biotech Inc, Banco Nacional de Crédito – Portugal, Inpal – França, Flash Automotive Acceptance, Back Channel Investments Inc, Tap Resources Inc, Log. Sec. Corp.) e outros dois casos computados como Fusão e Aquisição, mas que se tratavam de *joint venture* (Supera Farma Laboratorios SA e BTG/Abertis). Os anos de 2003 e 2005 não tiveram operações registradas que preencheram os requisitos de composição da amostra: aquisição com status de concluída, empresa adquirente listada em bolsa e empresa adquirida situada em país desenvolvido.

Das 40 empresas restantes, que conduziram 80 operações de aquisições internacionais, que culminaram no controle de 100% do capital da adquirida, 24 estavam listadas na bolsa de São Paulo (BMFBOVESPA) em 2015 e conduziram 53 transações de fusões e aquisições internacionais com empresas adquiridas em

países desenvolvidos. A BRQ Soluções em Informática foi excluída da lista por não haver dados financeiros disponíveis no período de apuração do indicador. Optei por trabalhar apenas com as empresas listadas para garantir o acesso a informação. No capítulo cinco, a seguir, são descritas as 23 empresas que permaneceram na base.

Cabe ressaltar que constitui uma limitação do trabalho a exclusão de 16 empresas, não listadas em bolsa, que conduziram 27 operações de aquisições internacionais em países desenvolvidos, pois entre essas empresas há tanto startups da área de tecnologia como a Indigo quanto grandes grupos tradicionais como o Votorantim. As empresas que foram excluídas por não estarem listadas em Bolsa em 2015 foram: AMC Textil Ltda, Grupo EBX, DH&C Outsourcing SA (UOL), Dixtal Biomédica e Tecnologia, Grupo ABC, Grupo Metalcorte, HRT Participações em Petróleo, Indigo Produção e Gerenciamento de Software, Lid Hair Studios, Maciv Comunicações Ltda, MZ Consult Participações SA, Ober SA Indústria e Comércio, Grupo Safra, Grupo Stefanini, Grupo Votorantim e Vulcan Material Plástico Ltda.

Como contrafactual às empresas que fizeram aquisições de 100% da empresa adquirida em países desenvolvidos, foram selecionados dois grupos de empresas: para testar H2, um grupo de empresas listadas na BMFBOVESPA, que fizeram aquisições parciais em países desenvolvidos (BM&F BOVESPA, Lupatech, Fibria e Marcopolo); e, para testar H1, o grupo de empresas listadas, que não fizeram aquisições em países desenvolvidos, e que pertencem ao mesmo setor econômico, subsetor e segmento, conforme classificação setorial das empresas negociadas na Bovespa (ver anexo A). Foram excluídas desse grupo as empresas multinacionais, que estão listadas na Bovespa com BDRs (*Brazilian Depositary Receipt* = Certificado de Depósito de Valor Mobiliário no Brasil).

Não puderam ser incluídas entre as empresas que fizeram aquisições parciais a Inepar, que adquiriu a InnoVida Holdings LLC em 2011 e a Fras-le que adquiriu a Haldex AB-Disc Brake Friction nos Estados Unidos em 2008, pois estas operações constavam como pendentes na base de dados da Thomson One e não foi possível confirmar a conclusão e os percentuais de controle envolvidos na aquisição.

Para testar H1, a amostra ficou distribuída por ano de aquisição conforme tabela 1 a seguir. As aquisições ocorridas no mesmo ano foram agrupados, pois os dados financeiros são os mesmos, portanto a amostra é constituída por 40 observações para as empresas que fizeram aquisições e 215 observações para as empresas que não fizeram aquisições.

**Tabela 1 – Distribuição da amostra por ano de aquisição para testar H1**

| Ano da Aquisição | Fizeram aquisição | Não fizeram aquisição | Total |
|------------------|-------------------|-----------------------|-------|
| 2004             | 2                 | 2                     | 4     |
| 2006             | 2                 | 14                    | 16    |
| 2007             | 3                 | 28                    | 31    |
| 2008             | 6                 | 10                    | 16    |
| 2009             | 5                 | 16                    | 21    |
| 2010             | 7                 | 16                    | 23    |
| 2011             | 7                 | 82                    | 89    |
| 2012             | 8                 | 47                    | 55    |
| Total            | 40                | 215                   | 255   |

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela 2 a seguir demonstra a distribuição da amostra segundo o setor de atuação.

**Tabela 2 – Distribuição da amostra por setor para testar H1**

| Setor                          | Fizeram aquisição | Não fizeram aquisição | Total |
|--------------------------------|-------------------|-----------------------|-------|
| Açúcar e Alcool                | 1                 | 2                     | 3     |
| Bancos                         | 3                 | 71                    | 74    |
| Carnes e Derivados             | 6                 | 16                    | 22    |
| Cervejas e Refrigerantes       | 1                 | 0                     | 1     |
| Computadores e Equipamentos    | 1                 | 2                     | 3     |
| Embalagens                     | 2                 | 2                     | 4     |
| Energia Elétrica               | 2                 | 49                    | 51    |
| Fios e Tecidos                 | 1                 | 11                    | 12    |
| Materiais Diversos             | 1                 | 2                     | 3     |
| Material Rodoviário            | 2                 | 15                    | 17    |
| Minerais Metálicos             | 4                 | 8                     | 12    |
| Motores, Compressores e Outros | 1                 | 2                     | 3     |
| Papel e Celulose               | 1                 | 4                     | 5     |
| Petróleo                       | 2                 | 3                     | 5     |
| Petroquímicos                  | 3                 | 6                     | 9     |
| Serviços Fin Diversos          | 1                 | 1                     | 2     |
| Serviços Diversos              | 1                 | 4                     | 5     |
| Siderurgia                     | 7                 | 17                    | 24    |
| Total                          | 40                | 215                   | 255   |

Fonte: Elaborado pelo autor

Para testar H2, a amostra ficou distribuída por ano de aquisição conforme tabela 3 a seguir.

**Tabela 3 – Distribuição da amostra por ano de aquisição testar H2**

| Ano da Aquisição | Fizeram aquisição 100% | Fizeram aquisição parcial | Total |
|------------------|------------------------|---------------------------|-------|
| 2004             | 2                      | 0                         | 2     |
| 2006             | 2                      | 0                         | 2     |
| 2007             | 3                      | 0                         | 3     |
| 2008             | 6                      | 0                         | 6     |
| 2009             | 5                      | 1                         | 6     |
| 2010             | 7                      | 1                         | 8     |
| 2011             | 7                      | 1                         | 8     |
| 2012             | 8                      | 3                         | 11    |
| Total            | 40                     | 6                         | 46    |

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela 4 a seguir demonstra a distribuição da amostra segundo o setor de atuação para testar H2.

**Tabela 4 – Distribuição da amostra por setor para testar H2**

| Setor                          | Fizeram aquisição 100% | Fizeram aquisição parcial | Total |
|--------------------------------|------------------------|---------------------------|-------|
| Açúcar e Alcool                | 1                      | 0                         | 1     |
| Bancos                         | 3                      | 0                         | 3     |
| Carnes e Derivados             | 6                      | 0                         | 6     |
| Cervejas e Refrigerantes       | 1                      | 0                         | 1     |
| Computadores e Equipamentos    | 1                      | 0                         | 1     |
| Embalagens                     | 2                      | 0                         | 2     |
| Energia Elétrica               | 2                      | 0                         | 2     |
| Fios e Tecidos                 | 1                      | 0                         | 1     |
| Materiais Diversos             | 1                      | 0                         | 1     |
| Material Rodoviário            | 2                      | 2                         | 4     |
| Minerais Metálicos             | 4                      | 0                         | 4     |
| Motores, Compressores e Outros | 1                      | 2                         | 3     |
| Papel e Celulose               | 1                      | 1                         | 2     |
| Petróleo                       | 2                      | 0                         | 2     |
| Petroquímicos                  | 3                      | 0                         | 3     |
| Serviços Fin Diversos          | 1                      | 1                         | 2     |
| Serviços Diversos              | 1                      | 0                         | 1     |
| Siderurgia                     | 7                      | 0                         | 7     |
| Total                          | 40                     | 6                         | 46    |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.4 MÉTODO

Primeiramente, cabe registrar que os estudos que avaliam o C–B M&A como uma estratégia de criação de valor podem ser divididos em três abordagens metodológicas que avaliam se as empresas que fizeram aquisições *cross-border* geraram valor ou não. Estas três abordagens são os estudos de eventos, os modelos de regressão e o método de diferenças-em-diferenças. Entre os 97 artigos analisados na revisão da literatura e que focaram em estratégias de criação de valor, 41 empregaram estudos de evento, 35 regressão, sete empregaram diferenças-em-diferenças e apenas cinco artigos não empregaram nenhuma dessas técnicas. Três eram estudos teóricos e dois artigos usaram apenas estatística descritiva.

As Hipóteses H1 e H2 estão relacionadas ao desempenho operacional das multinacionais brasileiras adquirentes de empresas em países desenvolvidos, para testar essas hipóteses foram utilizados modelos de regressão, tendo o desempenho como variável dependente e uma *dummy* de valor 1 para as empresas que fizeram aquisição de 100% do capital de uma empresa em país desenvolvido e 0 para as empresas que não fizeram aquisição em país desenvolvido, no caso da hipótese 1. Para testar a hipótese 2, a *dummy* teve valor 1 para as empresas que fizeram aquisição de 100% do capital de empresa em país desenvolvido e 0 para as empresas que fizeram aquisições parciais de empresas em país desenvolvido.

Para testar a hipótese H3 foram usados os estudos de evento com uma janela de evento de 21 pregões (10 pregões antes do anúncio da aquisição, mais o pregão do dia da aquisição e mais 10 pregões após a aquisição). Como janela de estimação do retorno normal da ação, caso o evento não tivesse ocorrido, foram usados 22 pregões imediatamente anteriores ao pregão de início da janela do evento.

Outra abordagem que vem ganhando espaço entre os estudos de C–B M&A é o método das diferenças-em-diferenças, que consiste em um quase-experimento. Em ciência, um experimento tem o objetivo de testar o impacto de um tratamento, ou de uma intervenção, sobre um resultado. Quando verificamos o resultado de um grupo que recebeu o tratamento contra o resultado de um grupo que não recebeu o tratamento, podemos aferir se foi o tratamento que influenciou o resultado. Um dos

requisitos do experimento é a aleatoriedade da seleção do grupo de tratamento – que recebeu o tratamento – e do grupo de controle – que não recebeu o tratamento (SHADISH; COOK; CAMPBELL, 2002; CAMPBELL; STANLEY, 1963).

Contudo, não podemos supor a aleatoriedade nos casos de aquisição, pois os grupos são formados naturalmente e diversos fatores não-aleatórios influenciam a tomada de decisão. Portanto, nos quase-experimentos, alguns ajustes são necessários para viabilizar o pareamento entre os grupos de controle e de tratamento. Um dos métodos empregados é o score de propensão ou PSM (*propensity score matching*), que normalmente é a probabilidade de uma empresa ser adquirida por outra, dado suas características observáveis (CHARI; CHEN; DOMINGUEZ, 2012; CHEN, 2010; ROSENBAUM; RUBIN, 1983, 1985).

Como não foi possível avaliar o resultado pós-aquisição das empresas adquiridas, uma vez que quase a totalidade das empresas foi incorporada contabilmente na adquirente, ou outra subsidiária da adquirente, optei por não empregar o método de diferenças-em-diferenças sobre as empresas adquirentes, pois a decisão de comprar é endógena e não exógena como poderíamos supor em relação à adquirida. Desta forma, um pressuposto importante do método que é a exogeneidade do tratamento seria violada (ROSENBAUM; RUBIN, 1983, 1985).

#### **4.4.1 – Regressão**

Alguns autores acreditam que os modelos de regressão, com o uso de medidas contábeis e outros indicadores de desempenho, são mais adequados para avaliar desempenho das empresas do que o estudo de eventos, devido à relativa impossibilidade de o mercado de capitais observar as decisões pós-aquisição, bem como os processos de aprendizagem e incorporar essas informações no preço das ações (ZOLLO; SINGH, 2004).

Os estudos que empregam modelos de regressão para avaliar a criação de valor por meio de aquisições cross-border, em geral, usam modelos multivariados e usam como *proxy* de desempenho indicadores como ROA (*return on asset*), ROE (*return*

*on equity*) ou retorno sobre fluxo de caixa, como nos estudos que avaliaram o desempenho de empresas do setor financeiro pós-aquisição (HAGENDORFF; NIETO, 2015; LOZANO-VIVAS et al., 2011; CORREA, 2009; BECCALLI; FRANTZ, 2009; ISMAIL; DAVIDSON, 2007). Em geral os resultados encontrados são positivos para as aquisições cross-border em relação às aquisições locais (LOZANO-VIVAS et al., 2011; ISMAIL; DAVIDSON, 2007), mas há casos de resultado levemente negativo (BECCALLI; FRANTZ, 2009).

Além dos modelos multivariados baseados nos mínimos quadrados ordinários (DOUKAS; KAN, 2006) alguns estudos empregaram variações como modelos auto regressivos (KING et al., 2014) e “*excess value*”, uma comparação entre o preço de mercado e o valor imputado com base num múltiplo do faturamento (DOS SANTOS; ERRUNZA; MILLER, 2009), para avaliar o efeito da diversificação internacional no perfil de risco versus retorno da empresa. Outros estudos empregaram regressão de mínimos quadrados parciais (SYNCOVICS et al., 2015); testes de diferença de médias (ANDRIOSOPOULOS; YANG, 2015); teste de wilcoxon (NARAYAN; TENMOZHI, 2014; PINTO JR.; IOOTY, 2006) e análise ANOVA (AMBROSINI; BOWMAN; SHOENBERG, 2011) para avaliar a criação de valor por meio de aquisições internacionais.

As regressões multivariadas também foram empregadas para avaliar o impacto no valor das aquisições *cross-border* do setor de energia no Leste Europeu (BEDNARCZYK; SCHIERECK; WALTER, 2010); na produtividade das empresas (DAMIJAN; KOSTEVC; ROJEC, 2015); desempenho (ROA e ROIC) de empresas brasileiras (BORTOLUZZO et al., 2014); desempenho de empresas emergentes que fizeram aquisições em países desenvolvidos (YEN; CHOU; ANDRÉ, 2013); associação com os prêmios pagos pelos adquirentes americanos (MADURA; NGO; VIALE, 2011); retorno dos adquirentes de empresas alvos listadas e não listadas (FACCIO; MCCONNELL; STOLIN, 2006); características chaves da firma, da operação, da indústria, e do país no prêmio pago pela aquisição *cross-border* (SONENSCHINE; REYNOLDS, 2014).

Modelos de regressão são funções matemáticas que condicionam o resultado de uma variável Y (dependente) ao comportamento de uma ou mais variáveis  $X_{(1)(2)...(n)}$

(independentes). O modelo linear simples univariado tem a seguinte configuração:  $Y = \beta_0 + \beta_x + \varepsilon$ , no qual  $Y$  representa a variável resposta, enquanto  $X$  representa a variável causal,  $\beta_0$  representa uma constante e  $\beta_x$  representa a grandeza da variável causal ou intercepto da reta (GUJARATI, 2011).

Preliminarmente, foi feita uma análise comparativa entre o média do desempenho das empresas que adquiriram 100% do controle de empresa estrangeira em países desenvolvidos com empresas que não fizeram esse tipo de aquisição, cujo resultado é apresentado na tabela 5 a seguir:

**Tabela 5 - Análise descritiva das variáveis do teste da Hipóteses 1.**

| Variável | Realizaram CB M&A |               | Não realizaram CB M&A |               |
|----------|-------------------|---------------|-----------------------|---------------|
|          | Média             | Desvio-Padrão | Média                 | Desvio-Padrão |
| VROIC %  | 4,53              | 38,40         | -2,13                 | 69,74         |
| VROA %   | -0,35             | 18,13         | -0,264                | 29.225        |

Fonte: elaborado pelo autor.

O VROA médio resultou em aproximadamente zero tanto para as empresas que realizaram aquisições no exterior quanto para as que não realizaram. Desta forma, empreguei apenas o VROIC, como variável independente, nas regressões.

Como segundo passo, foi rodada uma regressão simples tendo a variável de desempenho VROIC como dependente ( $Y$ ) e uma *dummy* CBMA, que assumiu o valor (1) quando as empresas fizeram aquisições e o valor (0) para as empresas não fizeram aquisições, como variável independente ( $X$ ). O  $\beta_x$  dessa regressão indica a diferença percentual entre a média do desempenho do grupo que fez aquisição e a média do desempenho do grupo que não fez aquisição, que no caso do VROIC foi de 6,66%, conforme tabela 5 acima ( $4,53 - (-2,13)$ ), ou seja, o grupo que fez aquisições no exterior teve um desempenho médio 6,66% superior às empresas que não fizeram aquisições. Contudo, ainda é necessário ver o resultado das regressões para verificar se esse número é estatisticamente significativo, ou seja, se ele é devido à variável dependente ou é meramente aleatório.

Antes disso, porém, é necessário verificar que tipo de modelo devemos usar, pois as observações referem-se ao período de 2003 a 2012 e algumas empresas fizeram mais de uma aquisição nesse período, primeiramente, é necessário verificar se a base de dados deve ser tratada como uma simples seção cruzada agrupada temporalmente ou como um painel de dados com efeito fixo ou aleatório. Uma seção cruzada agrupada temporalmente supõe a aleatoriedade dos eventos ao longo do tempo e será tratada como uma regressão linear simples, acrescentando-se uma *dummy* para cada período com o objetivo de capturar os efeitos agregados da mudança do tempo (WOOLDRIDGE, 2002). Um painel de dados é um conjunto de observações que se refere a um mesmo grupo de indivíduos que, neste caso, são as empresas presentes ao longo de todo o período se o painel for balanceado; ou parte do período, se o painel for não-balanceado. O efeito fixo é usado para analisar somente o impacto das variáveis que se alteram ao longo do tempo e o efeito aleatório é usado quando acreditamos que as diferenças entre entidades têm alguma influência sobre a variável dependente (TORRES-REYNA, 2007).

Para decidir que modelo usar é necessário fazer alguns testes. Em primeiro lugar, é necessário saber se devemos usar um painel de efeito fixo ou efeito variável e, nesse caso, é empregado o teste de Hausman, que basicamente testa se os erros são correlacionados com os regressores, sendo que a hipótese nula é que eles não são. Caso a hipótese nula se confirme, deve-se adotar o painel com efeitos aleatórios. Neste caso, deve ser feito um teste adicional para decidir entre um painel de efeito aleatório ou uma regressão simples pelo método dos mínimos quadrados nos moldes de uma seção cruzada agrupada. Esse teste é o chamado Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (MLBP).

Portanto, primeiramente foi feito o teste de Hausman, que apresentou os seguintes resultados, conforme a tabela 6:

**Tabela 6 – Teste de Hausman**

| Variável           | Coeficientes |           | Teste das Diferenças |
|--------------------|--------------|-----------|----------------------|
|                    | Fixo         | Aleatório | Prob>Chi2            |
| CBMA <sub>X1</sub> | 1.25         | 5.25      | 0.9335               |

Fonte: elaborado pelo autor com base no resultado do Stata

O resultado do teste indica que entre efeito fixo e aleatório, devemos usar o painel de dados com efeito aleatórios. Uma vez que a indicação é o painel com efeitos aleatórios, foi feito o teste MLBP, para decidir entre o painel com efeitos aleatórios e a regressão simples pelo método dos mínimos quadrados, nos moldes de uma seção cruzada agrupada. O resultado está reportado na Tabela 7 a seguir:

**Tabela 7 – Teste Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (MLBP)**

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| Test: Var(u)               | 0     |
| Chibar2(01)                | 0.88  |
| Prob > chibar <sup>2</sup> | 0.147 |

Fonte: elaborado pelo autor com base no resultado do Stata.

O teste MLBP emprega a seguinte equação:

$$\text{Vroic (Y) [Empresa\_id,t]} = \beta_x + u[\text{Empresa\_id}] + e[\text{Empresa\_id,t}]$$

O resultado do teste é  $\text{Prob} > \text{chibar}^2 = 0.147$ , portanto, não rejeitamos a hipótese nula, ou seja, devemos executar uma regressão linear simples, pois não há evidências de que haja uma diferença significativa entre as empresas.

Para rodar a regressão linear, além da variável dependente (Y) explicada no item 4.2.1 e da variável independente ou explicativa, detalhada no item 4.2.2, foram acrescentadas as variáveis de controle, que estão descritas no item 4.2.3. A tabela 4 a seguir apresenta a matriz de correlações entre as variáveis.

**Tabela 8 – Matriz de correlação entre as variáveis**

|         | VROIC Y | CMMA X  | PORTE   | ANO    | SETOR |
|---------|---------|---------|---------|--------|-------|
| VROIC Y | 1       |         |         |        |       |
| CBMA X  | 0,0367  | 1       |         |        |       |
| PORT    | 0,2181  | 0,3095  | 1       |        |       |
| ANO     | 0,0012  | -0,0227 | -0,1001 | 1      |       |
| SETOR   | 0,0004  | -0,2025 | -0,0260 | 0,1480 | 1     |

#### 4.4.2 – Estudo de Evento

Os estudos de evento podem ser definidos como uma metodologia que permite mensurar o efeito de um determinado evento de natureza econômica no valor de uma companhia (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997).

Os estudos de eventos baseiam-se no pressuposto de que os preços das ações refletem todas as informações disponíveis e as expectativas sobre as perspectivas futuras das empresas (SCHIMMER; LEVCHENKO; MÜLLER, 2015). Esses pressupostos são condizentes com as hipóteses das expectativas racionais, na qual os agentes econômicos utilizariam racionalmente e não intuitivamente toda a informação disponível na precificação de um ativo (MUTH, 1961; LUCAS, 1978) e da eficiência do mercado de capitais, na qual os preços das ações refletem integralmente toda a informação disponível (FAMA, 1969).

A abordagem consiste em comparar os retornos normais, que teriam sido obtidos caso o evento não tivesse se realizado, com os retornos observados após a efetivação do evento. A diferença resultante dessa comparação é o chamado retorno anormal. Em M&A, usam-se as reações dos investidores refletidas nas cotações das empresas envolvidas num anúncio de aquisição como uma *proxy* para os lucros futuros esperados na transação. Se a expectativa do investidor é a criação de valor, os preços das ações envolvidas na fusão devem se apreciar. Contudo, se a expectativa do mercado é de destruição de valor, os preços das ações devem cair (SCHIMMER; LEVCHENKO; MULLER, 2015).

Os estudos de eventos são baseados em alguns métodos para modelar o retorno esperado. Os principais são: o modelo de retorno do mercado, no qual os chamados retornos anormais são calculados por meio da diferença entre o retorno do ativo e o retorno da carteira de mercado; o modelo de mercado, que estabelece, por meio de uma regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários, uma relação entre os retornos de uma ação e os retornos de um portfólio de mercado; o modelo de três fatores de Fama-French, no qual para cálculo do retorno do ativo é acrescentado ao modelo original do CAPM (Capital Asset Price Model) os fatores relacionados ao valor de mercado do ativo e índice obtido pelo quociente entre valor patrimonial e

valor de mercado da companhia; o modelo do retorno médio ajustado, que calcula o retorno anormal e o retorno observado nos dias da janela de evento menos o retorno médio da janela de estimação; e o modelo CAPM, no qual o retorno anormal do ativo é obtido pela diferença entre o retorno do ativo e o retorno livre de risco multiplicado pelo beta do ativo, ou seja, a covariância entre o retorno do ativo e o retorno de todos os ativos do mercado (SCHIMMER; LEVCHENKO; MULLER, 2015).

Os métodos mais usados para modelar o retorno esperado entre os artigos analisados foram: o modelo de retorno do mercado (YANG, 2015; JORY; NGO, 2014; NING et al., 2014; NICHOLSON, SALABER, 2013; BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; ZHU; JOG, 2012; ONGENA; PENAS, 2009; AN, 2009; FRANCIS; HASAN; SUN, 2008); o modelo de mercado (CUMMINS; KLUMPES; WEISS, 2015; DU; BOATENG, 2015; JORY; NGO, 2014, 2015; ALEXANDROU; GOUNOPOULOS; THOMAS, 2014; FEITO-RUIZ; FERNANDEZ; MENENDEZ-REQUEJO, 2014; BARBOPOULOS et al., 2014; DAKESSIAN; FELDMANN, 2013; ASIMAKOPOULOS; ATHANASOGLU, 2013; BORISOVA; JOHN; SALOTTI, 2013; KOHLI; MANN, 2013; BAE, CHANG; KIM, 2013; GAUR; MALHOTRA; ZHU, 2013; DUTTA; SAADI; ZHU, 2013; KOHLI; MANN, 2012; DANBOLT; MACIVER, 2012; KHIN; LEE; YEE, 2012; BURNS; LIEBENBERG, 2011; FEITO-RUIZ; MENENDEZ-REQUEJO, 2010, 2011; BHAGAT; MALHOTRA; ZHU, 2011; MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2011; KIYMAZ; ALON, 2011; VON EIJE; WIEGERINCK, 2010; CHARI; OUIMET; TESAR, 2010; CROCI; PETMEZAS, 2010; TEPLY; STAROVA; CERNOHORSKI, 2010; KUIPERS; MILLER; PATEL, 2009; AYBAR; FICICI, 2009; HAGENDORFF; COLLINS; KEASEY, 2008; BRIS; CABOLIS, 2008; OWERS; LIN; ROGERS, 2008; BLACK et al., 2007; SCHOENBERG, 2006; BEN-AMAR; ANDRE, 2006; CONN et al., 2005; KIYMAZ, 2004); o modelo de três fatores de Fama-French (JORY; NGO, 2014, 2015; LAN; YANG; ZHU, 2015; COLOMBAGE; GUNASEKARAGE; SHAMS, 2014); o modelo do retorno médio ajustado (PABLO, 2013); e o modelo CAPM–Capital Asset Price Model (CAMPA; HERNANDO, 2006).

#### 4.4.2.1 Etapas seguidas para execução do estudo de eventos

Conforme Mackinlay (1997) as etapas para execução de um estudo de eventos são as seguintes:

Primeira etapa: definição da data do evento. Foi definida a data de anúncio da aquisição como a data do evento;

Segunda etapa: definição do método para o cálculo do retorno esperado caso o evento não tivesse ocorrido (retorno normal). Foi definido como método de estimação do retorno normal o modelo de mercado, o qual supõe uma relação linear entre o retorno esperado e o retorno de mercado, que é obtida por meio de uma regressão entre o retorno do ativo (Y) e o retorno de mercado (X) dentro da chamada janela de estimação.

Terceira etapa: definição da janela de evento. Foi definido como janela do evento dez dias de negociação antes da data do evento e dez dias de negociação depois da data do evento, representado esquematicamente por [-10, +10]. O objetivo é capturar alterações de curto prazo ocorridas após o anúncio do evento, contudo foi utilizada uma janela maior do que [-3, 3+] para detectar possíveis vazamentos de informações que podem ocorrer previamente ao anúncio oficial do evento.

Quarta etapa: definição da janela de estimação do evento. Foi definido como janela de estimação do evento o período de 21 dias de negociação imediatamente anteriores ao início da janela de evento. Esse período foi escolhido para manter uma simetria com a janela de evento e incorporar no valor esperado a tendência recente de movimentação do preço do ativo em relação ao mercado.

Em geral, para janelas de eventos de curta duração, emprega-se o  $CAR_t$  ou o retorno médio anormal cumulativo ( $CAAR_t$ ), que é uma média de todos os  $CAR_t$  da amostra (SCHIMMER; LEVCHENKO; MÜLLER, 2015).

Quinta etapa: calcular o retorno anormal (AR). O AR foi obtido por meio da diferença entre o retorno observado e o retorno normal, que teria se verificado caso não

tivesse ocorrido o evento e supondo que a tendência recente de valorização do ativo em relação ao mercado se mantivesse durante a janela de evento.

Um passo crucial na aplicação dos estudos de eventos é o cálculo do “retorno anormal individual ( $AR_{it}$ )”, obtido a partir da seguinte fórmula:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Onde:  $AR_{it}$  é o retorno anormal da companhia  $i$  no período  $t$ ;

$R_{it}$  é o retorno observado da companhia  $i$  no período  $t$ ; e

$E(R_{it})$  é o retorno esperado da companhia  $i$  no período  $t$ .

O  $E(R_{it})$  é obtido mediante a aplicação da seguinte fórmula:

$$E(R_{it}) = \beta_0 + \beta_{Rm}$$

Onde:  $\beta_0$  é a constante de uma regressão rodada com base nos retornos de mercado ( $X$ ) e da ação da companhia  $i$  ( $Y$ ), referentes a um período de estimação, anterior à janela de evento; e

$\beta_{Rm}$  é o intercepto da regressão mencionada acima vezes o retorno observado de mercado no período de estimação.

O cálculo do retorno esperado é crucial nesta abordagem, pois elimina a necessidade de um contra factual observado e torna a implantação do estudo de eventos mais simples, uma vez que são necessários apenas os nomes de empresas com ações negociadas publicamente em bolsa de valores, a data dos eventos que supostamente afetaram a valorização das empresas e suas respectivas cotações (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997).

Quinta etapa: calcular o retorno anormal cumulativo (CAR). O CAR foi obtido somando-se os  $AR_{(s)}$  da janela de evento.

Uma vez calculado o “retorno anormal individual no tempo  $t$  ( $AR_{it}$ )” ele precisa ser acumulado pelos dias em torno da data do evento (pré e pós evento) e agregado às demais observações para que se tenha uma medida a ser testada. A hipótese a ser testada é o  $H_0$ , ou hipótese nula, segundo a qual o evento não tem impacto no

retorno do ativo se o retorno anormal cumulativo (CAR) for igual a zero. O retorno anormal cumulativo ( $CAR_t$ ) é calculado pela seguinte fórmula:

$$CAR_t = CAR_{t-1} + AR_t.$$

Onde:  $CAR_t$  é o retorno anormal cumulativo no tempo t;

$CAR_{t-1}$  é o retorno anormal cumulativo no tempo t-1; e

$AR_t$  é o retorno anormal no tempo t.

Sexta etapa: testar a significância estatística. Por fim, são feitos os cálculos de significância estatística, os chamados *t-tests*, que testam a hipótese nula de que os retornos anormais do ativo, no caso individual, e a média dos retornos cumulativos da amostra de empresas estudadas, são significativamente, do ponto de vista estatístico, diferentes de zero. Foi testada a significância estatística individual do AR de cada ativo, mediante o t-test obtido pelo quociente entre o AR e o erro padrão entre os retorno de mercado e do ativo no período da janela de estimação. Foi também testada a significância estatística agregada do retorno cumulativo de todos os ativos, mediante t-test do CAR, obtido mediante o quociente entre o CAR médio (CAAR) de todas as empresas para cada dia da janela de evento e o erro padrão, que é calculado por meio do desvio padrão do CAR de todas as empresas para cada dia da janela de evento.

## 5. DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS

A seguir são descritas as 23 empresas brasileiras listadas em bolsa de valores que fizeram aquisição de 100% do controle de empresas localizadas em países desenvolvidos, separadas por setor de atuação, seguindo a classificação do relatório Classificação Setorial das Empresas e Fundos Negociados na Bm&FBovespa (ver cópia do relatório no apêndice A):

No setor econômico de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, segmento de Exploração e/ou Refino: Petrobrás.

### 5.11 Petrobras (<http://www.petrobras.com.br/pt/quem-somos/trajetoria/>)

A Petrobras (Petróleos Brasileiros S/A.) é uma sociedade anônima de capital aberto, cujo o acionista majoritário é a União (Governo Federal do Brasil). A Lei 2004 de 3 de outubro de 1953, sancionada pelo então Presidente Getúlio Dorneles Vargas, instituiu a Petrobras e o monopólio estatal do petróleo, concluindo um profundo debate que movimentara a política brasileira desde o fim da segunda guerra mundial e colocara em lados opostos aqueles que defendiam o monopólio estatal e aqueles que defendiam a abertura do setor de petróleo à iniciativa privada, nacional e estrangeira.

Mas em 6 de agosto de 1997, o então presidente Fernando Henrique Cardoso sancionou a Lei N° 9.478, que deu fim a quase 44 anos de monopólio estatal na exploração, produção, refino e transporte do petróleo no Brasil. Com isso, a Petrobras passou a competir com empresas privadas brasileiras e outras empresas estrangeiras.

Em 2010, a Petrobras comprou os 50% que faltavam para controlar integralmente a Pasadena Refining System Inc, processo de aquisição que se iniciara em 2007 com a compra dos primeiros 50%. A aquisição dos 50% restantes da refinaria de Pasadena foi muito criticada no Brasil em função dos valores desembolsados.

Em 2009, a Petrobras adquiriu os 60% que faltavam para completar 100% do controle da Petrobras de Valores Internacional de Espanha.

Além disso, a Petrobras passa por um escrutínio público desde as revelações de superfaturamento e desvio de recursos da empresa constatados pelas investigações da operação “Lava Jato” da Polícia Federal.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>                       | <b>País</b>    |
|--------------------------|--------------------------------------|----------------|
| 18/12/2007               | Pasadena Refining System Inc         | Estados Unidos |
| 15/04/2009               | Petrobras de Valores (60% restantes) | Espanha        |

No setor econômico de Materiais Básicos, subsetor Mineração, segmento de Minerais Metálicos: Vale.

#### **5.11 Vale** (<http://linhadotempovale.com/?en#home>)

A Vale S.A. (antiga Companhia Vale do Rio Doce – CVRD) surgiu em 1942 com base nos chamados Acordos de Washington, firmados entre os governos do Brasil, da Inglaterra e dos Estados Unidos para intervenção na Segunda Guerra Mundial. Com base nesses acordos, o Brasil encampou as jazidas de minério de ferro da Itabira Iron Ore Company, localizadas no quadrilátero ferrífero em Minas Gerais, e contou com o financiamento dos governos estadunidenses e britânicos para financiar o projeto de produção e exportação de minério de ferro, visando a atender as demandas da guerra entre 1942 e 1945.

Em 1997, a Vale foi privatizada, passando ao controle da Valepar, que atualmente detém 33,7% do capital total da empresa e 53,9% do capital votante. O Governo Federal detém 6,5% do capital votante e 12 Golden Shares, que dão ao governo poder de veto sobre algumas decisões da Companhia. O BNDESpar também detém 6,5% do capital votante da Vale. A Valepar, por sua vez, é composta pela Litel/Litela, que é formada pelos fundos pensão das estatais, capitaneados pela Previ, com 49% do capital votante; pela Bradespar, com 21,2%; pela Mtsui, com 18,3%; e pelo BNDESpar, com 11,5%.

Em 2007, a Vale concluiu a compra da Inco Ltd. do Canadá, que tem origem na International Nickel Company of Canada e tornou-se a divisão da Vale responsável pela extração de níquel e outros metais. Em 2011, a Vale adquiriu a Railvest Investments Inc., uma holding de investimentos sediada no Canadá, que detém participação de 7,83% na MRS logística S/A, que é uma das principais operadoras ferroviárias de cargas da região sudeste.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>           | <b>País</b> |
|--------------------------|--------------------------|-------------|
| 05/01/2007               | Inco Ltd.                | Canadá      |
| 14/12/2011               | Railvest Investments Inc | Canadá      |

No setor econômico de Materiais Básicos, subsetor Siderurgia e Metalurgia, segmento de Siderurgia: Gerdau e Siderúrgica Nacional (CSN).

#### **5.11 Gerdau** (<https://www.gerdau.com/br/pt/quem-somos/memoria-gerdau>)

A Gerdau teve origem há mais de cem anos, quando o imigrante alemão João Gerdau em 1901 adquiriu em Porto Alegre, Rio Grande do Sul, a fábrica de pregos Pontas de Paris. Em 1903, a empresa é renomeada para João Gerdau e Filhos. Em 1916, Hugo Gerdau, filho mais velho de João, assume a direção da empresa e altera o nome para Fábrica de Pregos Hugo Gerdau. Em 1946, com o falecimento de Hugo Gerdau, seu genro Curt Johannpeter assume a direção da empresa, que primeiramente abre o capital tornando-se S.A. (Sociedade Anônima) em 1947 e, no ano seguinte, entra no ramo de siderurgia com a Siderúrgica Rio-grandense.

A Siderúrgica Rio-grandense, instalada na Avenida Farrapos, em Porto Alegre, dá início à produção de aço e antecipa o conceito de mini mill, modelo baseado no uso de sucata e na comercialização regional com custos operacionais mais baixos e competitivos, que é a base do processo de internacionalização da Gerdau para a América do Norte iniciado em 1989 com a aquisição de uma usina na província de Ontário no Canadá.

Entre as aquisições recentes estão: 1) em 2004, a Potter Form & Tie Co., a Gate City Steel Inc., e quatro usinas pertencentes à Cargill Inc., todas as aquisições nos

Estados Unidos, conduzidas pela Gerdau Ameristeel Corp., empresa canadense na qual a Gerdau detinha 67% do capital; 2) em 2006, a Sheffield Steel Corp., a Fargo Iron & Metal Co., e a Callaway Building Products, todas nos Estados Unidos, adquiridas pela Gerdau Ameristeel US Inc.; 3) em 2007, a Enco Materials Inc. e a Chaparral Steel Co., dos Estados Unidos, adquirida pela Gerdau Ameristeel Corp.; 4) em 2008, a Quanex Corp., dos Estados Unidos, adquirida pela Gerdau S.A.; 5) também em 2008, a Century Steel Inc., dos Estados Unidos, adquirida pela Pacific Cost Steel, uma *joint venture* formada pela Gerdau Ameristeel Corp., a Pacific Coast Steel Inc., e a Bay Area Reinforcing Inc.; 6) ainda em 2008, a Metro Recycling, do Canadá, adquirida pela Gerdau Ameristeel Corp.; 7) em 2010, a Tamco Steel Co., dos Estados Unidos, adquirida pela Gerdau Ameristeel Corp.; 8) ainda em 2010 a Gerdau comprou os 33,7% restantes do capital da Gerdau Ameristeel Corp.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>                           | <b>País</b>    |
|--------------------------|--|----------------|
| 16/02/2004               | Potter Form & Tie Co                     | Estados Unidos |
| 09/09/2004               | Cargill Inc-Cert Steel Asts              | Estados Unidos |
| 28/10/2004               | Gate City Steel Inc, RJ Rebar            | Estados Unidos |
| 10/03/2006               | Callaway Building Products               | Estados Unidos |
| 23/03/2006               | Fargo Iron & Metal Co                    | Estados Unidos |
| 05/04/2016               | Sheffield Steel Corp                     | Estados Unidos |
| 10/07/2007               | Chaparral Steel Co                       | Estados Unidos |
| 01/10/2007               | Enco Materials Inc                       | Estados Unidos |
| 02/04/2008               | Century Steel Inc                        | Estados Unidos |
| 23/04/2008               | Quanex Corp                              | Estados Unidos |
| 27/10/2008               | Metro Recycling                          | Canadá         |
| 02/06/2010               | Gerdau Ameristeel Corp (33,7% restantes) | Canadá         |
| 15/09/2010               | Tamco Steel Inc                          | Estados Unidos |

### **5.11 Companhia Siderúrgica Nacional CSN**

(<http://www.csn.com.br/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://abdc0b9a648671ce45c34521f29a38dd>)

A CSN é fruto dos mesmos acordos de Washington que criaram a Vale. Em 1941, o Presidente Getúlio Vargas assinou decreto criando a CSN e em 1946 ela entrou em operação, quando foi aceso o Alto-Forno 1 em Volta Redonda no Estado do Rio de Janeiro, tornando-se primeira produtora integrada de aço plano no Brasil. O aço produzido pela CSN foi fundamental para a industrialização brasileira.

Em 1993, a CSN foi privatizada por meio de sucessivos leilões na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. O consórcio que passou a controlar a CSN era liderado por Benjamin Steinbruch do Grupo Vicunha, que também participou da privatização da Vale. Posteriormente, Steinbruch abre mão de sua participação na Vale para tornar-se o principal acionista da CSN.

Em 2012, a CSN adquiriu a Gallardo Sections SL, localizada em Azpeitia na Espanha, e a Stahlwerk Thuringen GmbH, localizada em Unterwellenborn na Alemanha, ambas do grupo Alfonso Gallardo S/A da Espanha, por meio da CSN Steel SL, uma subsidiária da CSN, que na Espanha funciona como holding. A empresa na Alemanha é uma produtora de aços longos, seguimento que a CSN ainda não atuava. A empresa na Espanha é uma distribuidora de aço.

Atualmente a empresa passa por dificuldades. Informações do site de notícias Exame.com de 21/08/2015 dão conta de que a empresa tem intenção de vender ativos para aliviar sua dívida em moeda estrangeira. Os resultados não têm sido favoráveis em função da queda de preço de seus produtos, da desvalorização do real e do aumento dos juros incidentes sobre os bônus captados no exterior.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>           | <b>País</b> |
|--------------------------|--------------------------|-------------|
| 31/01/2012               | Stahlwerk Thuringen GmbH | Alemanha    |
| 31/01/2012               | Gallardo Sections SL     | Espanha     |

No setor econômico de Materiais Básicos, subsetor químico, segmento de petroquímica: Braskem.

### **5.11 Braskem** (<https://www.braskem.com.br/historia>)

A Braskem é o braço da Odebrecht, multinacional brasileira do ramo da construção civil, no setor petroquímico. Em 1979, a Odebrecht comprou um terço do capital votante da Companhia Petroquímica de Camaçari (CPC), produtora de PVC. Na década de 80 fez outras aquisições, tais como produtoras de cloro e soda, polietilenos, polipropileno. Na década de 90 fez aquisições no âmbito do processo de privatização do setor químico e realizou uma integração vertical no setor.

Em 2002, com a integração de seis empresas: Copene, OPP, Trikem, Nitrocarbono, Proppet e Polialden, é constituída a Braskem com ações negociadas na Bovespa e ADR'S negociados na Bolsa de Nova York (NYSE).

Em 2010, a Braskem adquiriu a Sunoco Chemicals Inc., um produtor e distribuidor de produtos petroquímicos sediada na Filadélfia/Pensilvânia. Em 2011, a Braskem adquiriu a divisão de polipropileno da Dow Chemical Co., constituída por duas unidades fabris nos Estados Unidos e duas na Alemanha. Atualmente, a empresa também passa por problemas relacionados às investigações da operação “Lava a Jato” da Polícia Federal.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>                       | <b>País</b>    |
|--------------------------|--------------------------------------|----------------|
| 01/02/2010               | Sunoco Quematicals Inc.              | Estados Unidos |
| 27/07/2011               | Dow Chemical-Polypropylene Bussiness | Estados Unidos |

No setor econômico de Materiais Básicos, subsetor madeira e papel, segmento de papel e celulose: Fíbria (Votorantim) e Suzano Papel.

### **5.11 Suzano Papel**

(<http://www.suzano.com.br/portal/suzano-papel-e-celulose/historia.htm>)

A Fundação da Suzano Papel e Celulose é de 1924, quando o imigrante Ucraniano Leon Feffer registrou sua distribuidora de papel na Junta Comercial de São Paulo. Em 1939, iniciou-se a construção da primeira fábrica, que em 1941 entrou em operação. Em 1950, a empresa desenvolveu tecnologia para obter papel de qualidade produzido apenas com celulose do eucalipto.

Em 2010, a Suzano Papel e Celulose S.A adquiriu, por intermédio da Suzano Trading Ltd., o capital total da FuturaGene PLC, sediada em Londres, uma provedora de serviços de pesquisa e desenvolvimento genético, ingressando no setor de biotecnologia.

A FuturaGene tem origem em duas empresas a CBD Technologies Ltd. e a FuturaGene Plc. Em 1993, a CBD foi constituída em Israel com um spin-off da

Universidade Hebraica de Jerusalém. Em 2001, a empresa recebeu um investimento inicial da Suzano para o desenvolvimento do papel a partir do eucalipto. Já a FuturaGene Inc. havia se estabelecido em West Lafayette, Indiana/EUA, em 2001, como um spin-off da Purdue University. Em 2004, a FuturaGene foi adquirida pela Overnet Data Plc., sediada em Londres. Em 2006, a FuturaGene e a CBD entraram em processo de fusão e em 2010 foi adquirida pela Suzano.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>  | <b>País</b> |
|--------------------------|-----------------|-------------|
| 13/05/2010               | FuturaGene Plc. | Reino Unido |

No setor econômico de Materiais Básicos, subsetor madeira e papel, segmento de embalagens: Évora.

### **5.11 Évora** (<http://www.evora.com/historia/>)

Em 1951, o imigrante chinês Sheun Ming Ling chegou em Porto Alegre para trabalhar numa fábrica de óleo vegetal. Em 1955, em sociedade com Charles Tse, comprou sua própria processadora de óleos vegetais e fundou a Olvebra, uma das maiores processadoras de soja do país. Em 1973, o Sr. Ling montou a Fitesa – Fiação, Têxteis e Embalagens Plásticas S.A., companhia processadora de fibras de polipropileno, e entrou no setor petroquímico. Em 1988, houve uma reestruturação no grupo Olvebra, que se dividiu em Olvebra, controlado pela família Tse, que passou a comandar os negócios de soja, alimentos e embalagens e a Petropar – Petroquímica Participações, controlado pela família Ling, com negócios, nas áreas química, têxtil, plásticos, insumos agrícolas e agroflorestal.

Na década de 90, William e Wilson, filhos do Sr. Ling, assumiram a direção do grupo e começaram uma reformulação geral, vendendo e comprando ativos, chegaram à configuração atual. A Évora S/A, nome que o grupo adotou a partir de 2013 em substituição à Petropar, é hoje uma holding de capital aberto que atua por meio de suas controladas: Fitesa, que produz não-tecidos de polipropileno; Crown Embalagens, produtora de latas de alumínio; América Tampas, que produz sistemas

de fechamento para produtos alimentícios, bebidas e produtos de higiene; e Rio Novo Florestal, que produz pinus e eucalipto.

Em 2009, a então Petropar constituiu uma empresa resultante da fusão da Fitesa com ativos da Fiberweb Plc., com sede em Londres. A Petropar entrou com a Fitesa e a Fiberweb com uma fábrica localizada em Washougal em Washington nos Estados Unidos e outra em Queretaro no México. Dessa transação surgiu a empresa FitesaFiberweb nas Américas. Em 2011, a Petropar comprou a parte da Fiberweb na empresa além dos negócios na área de descartáveis higiênicos da Fiberweb na Ásia e na Europa.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>                | <b>País</b> |
|--------------------------|-------------------------------|-------------|
| 26/06/2009               | Fiberweb PLC-Nonwoven Fabrics | Reino Unido |
| 11/11/2011               | Fiberweb Simpsonville Inc     | Reino Unido |
| 11/11/2011               | Fiberweb Holdings Ltd-Higiene | Reino Unido |

No setor econômico de Materiais Básicos, subsetor embalagens, segmento de materiais diversos: Magnesita.

#### **5.11 Magnesita S/A** (<http://www.magnesita.com.br/a-empresa/historia>)

A Magnesita Refratários S.A foi fundada em 1939 pela família Pentagna Guimarães, em Contagem, Minas Gerais, a partir da descoberta de depósitos de magnesita em Brumado, no Estado da Bahia. Suas atividades industriais tiveram início em 1944, em Contagem, com a produção de refratários aluminosos e sílico-aluminosos.

Em 2007, a GP Investimentos adquiriu o controle da Magnesita SA., por meio da Rpar Holdings SA., uma empresa de propósitos específicos usada para efetivar a operação. O objetivo declarado da transação foi o de apoiar a companhia na exploração de oportunidades de crescimento no mercado local e estrangeiro.

Em 2008, a Magnesita adquiriu a LWB Refractories GmbH, uma produtora e distribuidora de refratários, localizada em Hilden na Alemanha. A Magnesita estava

interessada na forte presença que a empresa alemã detinha nos mercados Europeu, Americano e Asiático e nas relações que a empresa mantinha com os principais produtores de aço inoxidável, aços longos de carbono, indústrias de ferro e aço, empresas do setor de energia elétrica e siderúrgicas integradas.

| Data da aquisição | Empresa               | País     |
|-------------------|-----------------------|----------|
| 08/09/2008        | LWB Refractories GmbH | Alemanha |

No setor econômico de bens industriais, subsetor de material de transporte, segmento de material rodoviário: lochpe-Maxion.

### 5.11 lochpe-Maxion

(<http://www.iochpe.com.br/show.aspx?idCanal=KiuJGMM8BHsEYkv25UxvFQ==>)

A lochpe-Maxion originou-se no Rio Grande do Sul no ramo madeireiro em 1918. Em 1968, a família lochpe entrou no setor financeiro com a abertura da lochpe S.A. – Crédito, Financiamento e Investimento. Na década de 80, o grupo entrou no setor industrial produzindo máquinas agrícolas, a lochpe tornou-se fabricante no Brasil dos tratores da marca Canadense Massey Ferguson.

Na década de 90, o grupo saiu do setor financeiro e passou por uma reestruturação vendendo vários ativos, tais como a fábrica de tratores, uma empresa de informática e negócios na área de celulose para se concentrar nos segmentos de autopeças e equipamentos ferroviários.

No início de 2000, vendeu 50% do negócio de equipamentos ferroviários para a Amsted Industries, formando a *joint venture* Amsted Maxion. No setor automotivo, ficou com a Maxion Sistemas Automotivos e suas duas divisões: Rodas e Chassis e a Componentes Automotivos.

Em agosto de 2009, a lochpe-Maxion comprou os negócios de rodas da ArvinMeritor, localizada em Troy no Estado de Michagan, nos Estados Unidos. A aquisição envolveu uma fábrica de rodas em Limeira, São Paulo, Brasil; outra em

São Luís Potosi, no México; além da fábrica e distribuidora de componentes automotivos nos Estados Unidos. Em 2012, a Iochpe-Maxion fez a fusão com a Hayes Lemmerz Intl. Inc., fabricante de rodas e freios, baseada em Northville nos Estados Unidos.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>         | <b>País</b>    |
|--------------------------|------------------------|----------------|
| 04/08/2009               | ArvinMeritor Inc       | Estados Unidos |
| 01/02/2012               | Hayes Lemmerz Intl Inc | Estados Unidos |

No setor econômico de bens industriais, subsetor de material de transporte, segmento de Motores, Compressores e Outros: WEG.

#### **5.10 WEG** (<http://www.weg.net/br/Sobre-a-WEG/Historia>)

Fundada em 1961 pelo eletricitista Werner Ricardo Boigt, pelo administrador Eggon João da Silva e pelo mecânico Geraldo Werninghaus, a Eletromotores Jaraguá deu origem à WEG SA, na cidade de Jaraguá do Sul, no estado de em Santa Catarina.

Atualmente, a empresa produz motores elétricos, geradores, transformadores, disjuntores, acionamento de motores, controle e automação industrial, componentes mecânicos, equipamentos de energia, tintas e vernizes.

Em 1970, começou sua internacionalização exportando para países da América Latina e posteriormente para os Estados Unidos. Em 1991, passou a atuar diretamente nos Estados Unidos por meio da WEG Electric Corp. No ano seguinte, foi para Europa, onde comprou na Bélgica uma empresa que hoje se chama WEG Benelux. Ainda na década de 90 entrou no Japão, Alemanha e Áustria.

Em 2011, a WEG comprou a Converteam Electric Machinery, baseada em Minneapolis, uma unidade da Converteam Group SAS, subsidiária da General Electric, especializada na produção e desenvolvimento de motores elétricos. Mais recentemente, em 2014, a empresa fez aquisições na China e na Alemanha.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>                | <b>País</b>    |
|--------------------------|-------------------------------|----------------|
| 03/11/2011               | Converteam Electric Machinery | Estados Unidos |

No setor econômico de bens industriais, subsetor de serviços, segmento de serviços diversos: VALID.

#### **5.11 VALID** (<https://www.valid.com/br/conheca-a-valid/historia/>)

A Valid surgiu no Brasil em 1957 com o nome de Thomas de La Rue, uma subsidiária da empresa inglesa Thomas De La Rue & Company, especializada na impressão de cédulas e passaportes. Em 1993, a subsidiária brasileira foi comprada pela American Banknote (ABnote), passando a atuar também no desenvolvimento de serviços, produtos e soluções para o setor de cartões e sistemas de identificação.

Em 2006, a empresa abriu seu capital por meio de um IPO, que negociou 57% do capital social. Em 2010, a ABnote vendeu o restante de sua participação. Com isso, passou a adotar o nome Valid e ficou com o capital pulverizado, com aproximadamente 98% das ações em circulação no mercado (*free float*).

Em 2012, a Valid comprou através de um leilão a Vmark Inc., uma empresa em processo de concordata, baseada em Hillside, no estado de Nova Jérsei nos Estados Unidos, especializada na produção de cartões e soluções bancárias. No ano seguinte, a Valid comprou a Screen Check North America, localizada na cidade de Fort Wayne, no estado de Indiana, também nos Estados Unidos, especializada em sistemas de identificação digital.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b> | <b>País</b>    |
|--------------------------|----------------|----------------|
| 27/09/2012               | Vmark Inc.     | Estados Unidos |

No setor econômico de consumo não cíclico, subsetor de alimentos processados, segmento de açúcar e álcool: COSAN.

## 5.21 COSAN (<http://www.cosan.com.br/pt-br/cosan/trajetoria>)

A Cosan começou suas atividades em 1936 com a fundação da Usina Costa Pinto em Piracicaba. Em 1986, um neto dos fundadores, Rubens Ometto Silveira Mello, assumiu a direção da empresa, que em 2000 passaria a adotar a marca Cosan, e iniciou um processo de consolidação, transformando-a numa das principais empresas de produção de açúcar e álcool (etanol) do Mundo.

Em 2005, a Cosan abriu o seu capital e passou a negociar suas ações no Novo Mercado da Bovespa. Em 2007, por meio da Cosan Limited, uma holding com sede em Bermuda e que detém atualmente 62,3% da Cosan brasileira, foi a vez de abrir o capital na NYSE, a bolsa de valores de Nova Iorque. Na Cosan Limited, o grupo controlador detém 38,3% do capital, mas possui 85,3% dos votos, pois cada ação do grupo controlador dá direito a 10 votos, enquanto as demais ações dão direito a um voto, o que é o usual no mercado acionário.

Em 2012, a Cosan comprou a Comma Oil & Chemicals Ltd., uma manufatura e distribuidora de produtos de petróleo baseada em Kent no Reino Unido, que era uma unidade da Exxon Mobile Corps, subsidiária da Esso Petroleum Co Ltd.

Atualmente, os negócios da Cosan compreendem: 1) a Comgas, uma distribuidora de gás, que atende mais de 1,4 milhão de clientes no estado de São Paulo; 2) a Raízen, uma *joint venture* entre a Cosan e a Shell, que é a maior produtora individual de açúcar e etanol no Brasil; 3) a Cosan Lubrificantes, que atua na produção e distribuição de lubrificantes das marcas Mobil e Comma; 4) a Radar, uma gestora de propriedades rurais, que administra mais de 230 mil hectares dedicados ao plantio de cana-de-açúcar, soja, algodão, milho, entre outros; e 5) a Rumo, que é resultante da fusão com a ALL e administra 12,9 mil quilômetros de malha ferroviária, 19 milhões de toneladas de capacidade de elevação no Porto de Santos, 966 locomotivas, 28 mil vagões e 11,7 mil funcionários diretos e indiretos, recursos empregados no transporte de grãos (soja e milho), açúcar, cítricos, celulose, fertilizantes, manufaturados e combustíveis.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>            | <b>País</b> |
|--------------------------|---------------------------|-------------|
| 01/03/2012               | Comma Oil & Chemicals Ltd | Reino Unido |

No setor econômico de consumo não cíclico, subsetor de alimentos processados, segmento de carnes e derivados: JBS e Marfrig.

### **5.21 JBS** (<http://www.jbs.com.br/pt-br/historia>)

A JBS é uma multinacional brasileira, que recentemente tornou-se líder mundial em processamento de proteína animal proveniente da carne bovina, ovina e de aves, além de ter uma participação significativa no processamento de carne suína.

A empresa foi fundada em 1953 por José Batista Sobrinho na cidade de Anápolis, no interior do Estado de Goiás, na região Centro-Oeste do Brasil sob o nome de Casa de Carnes Mineira. O pequeno frigorífico tinha capacidade para processar cinco cabeças de gado naquela época.

Nas três últimas décadas do século passado, a companhia se expandiu por meio de aquisições e abertura de novas unidades atingindo a capacidade de processamento de aproximadamente 6 mil cabeças de gado por dia.

A JBS iniciou seu processo de internacionalização em 2005, adquirindo 100% do capital da Swift-Armour na Argentina. Nessa época, a capacidade de processamento já havia atingido aproximadamente 20 mil cabeças de gado dia.

Em 2007, a JBS abriu seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo e, neste mesmo ano, fez a aquisição da Swift Company nos Estados Unidos. No ano seguinte, adquiriu a Tasman Group na Austrália. Nos Estados Unidos, adquiriu a divisão de bovinos da Smithfield e a divisão de confinamentos.

Em 2008, a JBS incorporou o frigorífico Betin, segundo maior frigorífico brasileiro na época, e, no ano seguinte, concluiu a aquisição do controle acionário da Pilgrim's Pride nos Estados Unidos.

Em 2010, a empresa realizou uma emissão primária de 200 milhões de ações ordinárias e captou R\$ 1,6 bilhão no mercado de capitais. Neste mesmo ano, adquiriu a Tatiara Meets e ativos da Rockdale Beef na Austrália, o grupo Toledo na Bélgica e os confinamentos McElhaney nos Estados Unidos.

Em 2013, adquiriu a Seara no Brasil, ampliando sua capacidade de produção, de aves, suíno, couro e o número de funcionários.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>               | <b>País</b>    |
|--------------------------|------------------------------|----------------|
| 04/03/2008               | National Beef Packing Co LLC | Estados Unidos |
| 05/03/2008               | Smithfield Beef Group Inc    | Estados Unidos |
| 16/09/2009               | Pilgrim's Pride Corp         | Estados Unidos |
| 14/07/2010               | Toledo International NV      | Bélgica        |
| 14/07/2010               | Toledo Europa BVBA           | Bélgica        |
| 14/07/2010               | Toledo Interfoods BVBA       | Bélgica        |
| 17/10/2012               | XL Foods Inc                 | Canadá         |

### **5.21 Marfrig** (<http://www.marfrig.com.br/pt/marfrig-global-foods/historia>)

A Marfrig iniciou suas atividades em 1986 com a distribuição de cortes especiais de carne bovina para grandes redes de restaurantes no Brasil.

Em 2006, a Marfrig iniciou sua expansão internacional, adquirindo a Breeders and Packers na Argentina, o Frigorífico Tacuarembó S.A. e Inaler S.A. no Uruguai e 50% da Quinto Cuarto S.A. no Chile.

Em 2007, a empresa abriu seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo, passando a integrar o seguimento de governança corporativa Novo Mercado. Nesse mesmo ano, adquiriu o Frigorífico Patagônia S.A. no Chile, a Mirab S.A. e a Quicfood S.A. na Argentina e o Frigorífico La Caballada no Uruguai.

Em 2008, a Marfrig adquiriu a Moy Park Ltd no Reino Unido, que pertencia ao grupo americano OSI Industries, incluindo operações no Brasil, na Irlanda do Norte, na Inglaterra, na França e na Holanda. No mesmo ano, adquiriu também no CDB Meets

no Reino Unido e a ConAgra Foods Inc. Nos Estados Unidos, produtora de marca *beef jerky*.

Em 2010, a Marfrig adquiriu a Keystone Foods LLC nos Estados Unidos, especializada na produção, comercialização e distribuição de alimentos à base de carnes para redes de restaurantes e serviço rápido de alimentação.

Em 2013, a Marfrig vendeu a Seara Brasil para a JBS.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>     | <b>País</b>    |
|--------------------------|--------------------|----------------|
| 12/03/2008               | CDB Meet Ltd       | Reino Unido    |
| 23/06/2008               | Moy Park Ltd       | Reino Unido    |
| 23/07/2008               | ConAgra Foods Inc  | Estados Unidos |
| 14/06/2010               | Keystone Foods Llc | Estados Unidos |

No setor econômico de consumo não cíclico, subsetor de bebidas, segmento de cervejas e refrigerantes: AMBEV.

### **5.21 AMBEV** (<http://www.ambev.com.br/nossa-historia/>)

A Ambev surgiu em 1999 da união entre as centenárias Cervejaria Brahma e Companhia Antártica, que formou a Companhia de Bebidas das Américas, a Ambev. Essa união foi coordenada por Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sucupira, o trio que comandara o Banco Garantia até um ano antes do surgimento da Ambev e atualmente comanda o grupo de investimentos 3G Capital Partners LP.

Em 2004, a Ambev adquiriu a John Labatt Ltd., uma produtora de cervejas do Canadá, que pertencia a InterBrew S/A (IB). Nesse mesmo ano, a Ambev e Interbrew se uniram para formar a Inbev, com sede na Bélgica. Em 2008, a Inbev comprou a Anheuser-Busch, fabricante americana de cervejas, dona da marca Budweiser, formando a maior cervejaria do mundo sob o nome AB InBev.

O Grupo de Investimentos 3G Capital Partners LP, detém ainda as marcas Burger King, Tim Hortons, Heinz, Kraft e Lojas Americanas.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>  | <b>País</b> |
|--------------------------|-----------------|-------------|
| 03/03/2004               | John Labatt Ltd | Canadá      |

No setor econômico de consumo cíclico, subsetor de tecidos, vestuário e calçados, segmento de fios e tecidos: Coteminas.

### **5.21 Coteminas**

([http://www.springs.com/springsglobal2013/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=46342](http://www.springs.com/springsglobal2013/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=46342))

A Companhia de Tecidos Norte de Minas, Coteminas, surgiu em 1967 na cidade de Montes Claros, no Estado de Minas Gerais, comandada pelo empresário José Alencar Gomes da Silva em parceria com o Deputado Luiz de Paula Ferreira, com o apoio da Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste (Sudene) e do Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG) e em 1975, foi inaugurada a fábrica de fiação e tecidos.

Em 1992, um ano após o governo brasileiro terminar com a proteção de mercado para a indústria têxtil, a Coteminas abriu seu capital ao mercado. Entre 1989 e 1995, José Alencar foi presidente da Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais, a FIEMG. A partir de 1994, Alencar começou a participar ativamente da vida pública nacional e seu filho, Josué Gomes da Silva, assumiu os negócios da Família. Jose Alencar foi candidato ao Governo do Estado de Minas Gerais em 1994, foi eleito Senador da República em 1998 e Vice-Presidente da República em 2002 na chapa do presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

Sob a liderança de Josué, a Coteminas iniciou um processo de internacionalização cujo ponto culminante foi a fusão, concretizada em 2006, com a Springs Industries Inc. dos Estados Unidos, formando a Springs Global.

Nos últimos anos, a Coteminas Springs Global passou por um longo processo de reestruturação para se refazer da queda no faturamento global da empresa causada pela crise nos países desenvolvidos, desencadeada em 2008 pela chamada crise dos “*subprimes*”, empréstimos considerados de segunda linha. A reestruturação envolveu o fechamento e a venda de fábricas no Brasil e nos Estados Unidos.

| Data da aquisição | Empresa           | País           |
|-------------------|-------------------|----------------|
| 24/01/2006        | Spring Industries | Estados Unidos |

No setor econômico de Tecnologia da Informação, subsetor de Computadores e Equipamentos, segmento de Computadores e Equipamentos: Bematech.

#### 5.21 BEMATECH (<http://www.bematech.com.br/bematech>)

Após concluírem, em 1989, o mestrado em ciências no Centro Federal de Educação Tecnológica do Paraná (CEFET-PR), atualmente Universidade Tecnológica Federal do Paraná (UTFPR), os engenheiros eletricistas Marcel Martins Malczewski e Wolney Edirley Gonçalves Betiol fundaram em 1990 a BemaTECH (Be, de Betiol e Ma, de Malczewski) para produzir sistemas de impressão matricial por impacto, cujo projeto havia sido aceito em dezembro de 1989 como o primeiro empreendimento da recém-fundada Incubadora Tecnológica de Curitiba (INTEC).

Em 1991, Wolney e Marcel associaram-se a *angels investors* e obtiveram aproximadamente US\$ 150 mil de capital, transformando a BEMATECH Ltda. em Bematech Indústria e Comércio de Equipamentos Eletrônicos S/A. Em 1996, o BNDES concedeu um aporte de aproximadamente US\$ 2 milhões de *venture capital* por meio da BNDES Participações S/A (BNDESPar) na forma de debêntures conversíveis em ações, equivalentes a 20% do capital da empresa. Em 1999, a BNDESPar converteu suas debêntures em ações da Bematech, transferindo-as para o Fundo Brasil 21, administrado pela Dynamo Venture Capital.

Em 2007, a Bematech abriu o capital por meio de um IPO (*Initial Public Offering*), levantando R\$ 270,0 milhões em oferta primária e entrando no novo mercado da

Bovespa. Os recursos captados no IPO ampararam uma série de aquisições no Brasil e também a aquisição em 2008 da Logic Controls, companhia americana especializada no desenvolvimento de equipamentos em automação comercial para o segmento de *hospitality*.

Recentemente, em agosto de 2015, a Totvs, empresa brasileira de software, serviços, plataforma e consultoria, especializada em sistemas de gestão integrada, celebrou um acordo para adquirir a totalidade das ações da Bematech por aproximadamente meio bilhão de reais.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>     | <b>País</b>    |
|--------------------------|--------------------|----------------|
| 31/07/2008               | Logic Controls Inc | Estados Unidos |

No setor econômico de Utilidade Pública, subsetor de Energia Elétrica, segmento de Energia Elétrica: CPFL e NEOENERGIA.

### **5.21 CPFL**

(<http://www.cpfl.com.br/institucional/quem-somos/nossa-historia/Paginas/default.aspx>)

A CPFL – Companhia Paulista de Força e Luz originou-se em 1912 da fusão de quatro pequenas empresas de energia do interior paulista. Em 1927, foi comprada pela American & Foreign Power (Amforp), permanecendo sob seu controle até 1964, quando foi estatizada e passou ao controle da Eletrobrás, do governo Federal.

Em 1975, o controle da CPFL passou para a Companhia Energética de São Paulo, a Cesp, do governo do Estado de São Paulo, e em 1997 foi privatizada, passando o controle para o grupo composto pela VBC Energia (Grupo Votorantim, Bradesco e Camargo Corrêa), pelo Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), e pela Bonaire Participações (que reúne os fundos de pensão Funcesp, Sistel, Petros e Sabesprev).

Em 2011, a CPFL comprou, por meio da CPFL Comercialização SA., o capital total da Jantus SL., da Espanha, uma operadora e proprietária de fazendas de produção de energia eólica, que pertencia a Liberty Mutual Insurance Co (Liberty), Citi Participações e Investimentos Ltda (Citi), Black River Asset Management LLC (Black River), Carbon Capital Markets Ltd (Carbon Capital), e Matthew Alexander Swiney, além de outros proprietários minoritários.

No portfólio da Jantus SL., na época da aquisição, estavam quatro parques eólicos em operação (Formosa, Icaraizinho, Paracuru e SIIF Cinco) no Estado do Ceará; um projeto de parque eólico ("Quintanilha Machado"), localizado no Estado do Rio de Janeiro; e um portfólio de projetos eólicos nos Estados do Ceará e Piauí.

Atualmente, a CPFL Energia é controlada pela Camargo Corrêa (24,4%), pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - Previ (30,0%) e pela Bonaire Participações/ Energia SP FIA (15,1%), formada pelos fundos de pensão Funcesp, Petros, Sistel e Sabesprev.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b> | <b>País</b> |
|--------------------------|----------------|-------------|
| 07/04/2011               | Jantus SL      | Espanha     |

## **5.21 NEOENERGIA**

(<http://www.neoenergia.com/Pages/A%20Neoenergia/historia.aspx>)

A Neoenergia surgiu em 1997 da privatização da Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia (Coelba) e da Companhia Energética do Rio Grande do Norte (Cosern). Em 2000, a Neoenergia expandiu sua área de atuação com a aquisição, em leilão, da Companhia Energética do Estado de Pernambuco (Celpe).

Em 2011, a Neoenergia comprou da Iberdola S/A. a EnergyWorks Inc., uma provedora de serviços de energia e infraestrutura com sede em Anápolis nos Estados Unidos, que controla a EnergyWorks do Brasil, a qual possui seis plantas na modalidade de Produtor Independente de Energia de geração de energia elétrica e a

vapor, movidas a gás natural, instaladas em indústrias dos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Paraná e Ceará.

Atualmente, os cotistas da Neoenergia são a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ (49%), a espanhola Iberdrola (39%) e o Banco do Brasil Investimentos (12%). A Neoenergia, além da holding sediada no Rio de Janeiro, atua em 13 estados brasileiros, por meio de mais de 20 empreendimentos nas áreas de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia.

| Data da aquisição | Empresa         | País           |
|-------------------|-----------------|----------------|
| 01/04/2011        | EnergyWorks Inc | Estados Unidos |

No setor econômico Financeiro e Outros, subsetor Intermediários Financeiros, segmento Bancos: Banco do Brasil S/A., BTG Pactual S/A., Itaúsa S/A.

## 5.20 Banco do Brasil S/A

(<http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/sobre-nos/nossa-historia#/>)

Em 1808, foi criado o primeiro Banco do Brasil por iniciativa da Coroa Portuguesa, que se instalara no Brasil no mesmo ano. Em 1833, o primeiro Banco do Brasil foi liquidado em função da grave crise nas finanças do banco em função da volta da Coroa Portuguesa em 1821, que levou parte dos recursos depositados no Banco, e da proclamação da independência do Brasil em 1822, que consumiu recursos do Banco na construção de escolas, hospitais e no equipamento de navios usados para vencer a resistência lusitana à Independência.

Em 1851, Irineu Evangelista de Sousa, o Barão Mauá, criou o Banco do Comércio e da Indústria do Brasil a partir de um lançamento público na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Em 1853, por iniciativa do Ministro Joaquim José Rodrigues Torres, o Visconde de Itaboraí, e amparado na Lei 683 de 5 de julho, foi constituído o Banco do Brasil, por meio da fusão do Banco do Barão de Mauá com o Banco Comercial do Rio de Janeiro, que havia sido fundado em 1838 por François Ignace Rattou, passando o Banco do Brasil a ter o monopólio da emissão de papel-moeda.

Em 1960, com a inauguração da nova capital federal, a sede do Banco foi transferida para Brasília. Até 1966, o Banco havia instalado algumas poucas agências no exterior, quando em 1967 foram abertos agências e escritórios na América Latina. Em 1969, foi inaugurada a filial de Nova Iorque e em 1971 o Banco possuía 975 agências no país e 14 no exterior.

Em 1973, as ações preferenciais do Banco do Brasil começaram a ser negociadas na Bolsa de Valores. Em 2001, o Banco adotou a configuração de Banco Múltiplo. Em 2006, o Banco do Brasil aderiu ao Novo Mercado da Bovespa.

Em 2011, o Banco do Brasil adquiriu o EuroBank, com sede em Boca Raton, no Estado da Florida, nos Estados Unidos da América, constituindo o Banco do Brasil Américas, com agências em Miami, Doral, Pompano Beach, Boca Raton, Orlando e West Boca Raton, todas no Estado da Flórida.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b> | <b>País</b>    |
|--------------------------|----------------|----------------|
| 19/01/2012               | EuroBank       | Estados Unidos |

### **5.21 BTG Pactual S/A**

(<https://www.btgpactual.com/home/QuemSomos.aspx/NossaHistoria>)

Em 1983, a corretora de valores Pactual foi fundada no Rio de Janeiro por Luiz Cesar Fernandes. Na década de 90, Fernandes enfrentou dificuldades em seus negócios fora da corretora e teve de vender sua participação para os sócios minoritários na época: André Esteves, Eduardo Plass, Gilberto Sayão e Marcelo Serfaty. Esteves e Sayão tornaram-se os principais sócios na sociedade.

Em 2006, o UBS AG adquiriu a Pactual, criando o "UBS Pactual", a divisão do UBS nos países latino-americanos e André Esteves tornou-se CEO de todas as operações latino-americanas do UBS.

Em 2008, André Esteves, junto com um grupo de diretores do UBS, que incluía o ex-Presidente do Banco Central Pécio Arida, saiu para fundar o BTG, empresa global de investimentos com escritórios em São Paulo, Rio de Janeiro, Londres, Nova Iorque e Hong Kong.

Em 2009, a BTG adquiriu o Banco UBS Pactual, criando o Banco BTG Pactual. Em 2010, o BTG Pactual captou US\$ 1,8 bilhão com investidores estrangeiros, que passaram a deter 18,65% do capital do Banco. Em 2011, o BTG Pactual adquiriu o controle acionário do Banco Panamericano S/A.

Em 2012, o BTG em parceria com a AGN Agroindustrial Projetos e Participações Ltda., empresa com sede em São Paulo, comandada por Roger Agneli, comprou a Rio Verde Minerals Development Corp., uma companhia mineradora de potássio e fosfato, com sede em Ontário, Canadá. Também em 2012, em parceria com Albertis Infraestructuras S/A, com sede em Barcelona na Espanha, o BTG Pactual comprou a concessão do Tunel del Cadi S.A.C., que envolve as operações do túnel de cadí e do túnel de Vallvidrera. Em 2013, o BTG Pactual comprou, por meio de sua subsidiária BTG Pactual Timberland Investments Group LLC, contratos de gestão de ativos florestais da Regions Timberland Group ("RTG") de Winston-Salen na Carolina do Norte, EUA, uma divisão do Regions Financial Corporation.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>               | <b>País</b> |
|--------------------------|------------------------------|-------------|
| 03/12/2012               | Rio Verde Minerals Dvlp Corp | Canadá      |
| 05/12/2012               | Tunel del Cadi SAC           | Espanha     |

## **5.22 Itausa** (<http://www.itausa.com.br/pt/conheca-a-itausa/quem-somos>)

O nome Itaúsa - Investimentos Itaú S/A. foi adotado a partir de 1991, no entanto a história da Holding do grupo Itaú inicia-se alguns anos antes com a criação do primeiro banco de investimentos do país, o Banco Federal Itaú de Investimentos S/A., constituído em 1966.

Em 1974, o Banco de Investimentos, que acumulava as funções de holding do grupo e em 1970 adotara o nome Banco Itaú de Investimentos S/A., em substituição a

Banco Itaú Português de Investimentos S/A., passou a chamar-se Investimentos Itaú S/A. e concentrar-se na função de holding.

Como holding pura de capital aberto, a Itaúsa concentra todas as decisões financeiras e estratégicas das empresas do conglomerado como o Itaú Unibanco Holding S.A. e suas controladas Banco Itaú e Banco Itaú BBA, no segmento financeiro, e Duratex, Itaútec e Elekeiroz, no setor industrial.

O braço financeiro do grupo é resultado da fusão em 2008 do Unibanco com o Itaú. O primeiro teve sua origem em 1924 com autorização de funcionamento da seção bancária da Casa Moreira Sales, enquanto o segundo foi constituído em 1943 como Banco Central de Crédito e começou a operar em 1945.

Em 2006, a Itaúsa adquiriu o BankBoston International, constituído em Coral Gables, no Estado da Florida, nos Estados Unidos, e o BankBoston Trust Co. Ltd., constituído em Nassau Bahamas, ambos pertencentes ao Bank of America Corporation. Em 2007, a Itaúsa adquiriu ABN Amro-Private Banking, a divisão de private bank do Banco Holandês ABN Amro Bank NV, com unidades em Miami na Florida e Montevideo no Uruguai.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>           | <b>País</b>    |
|--------------------------|--------------------------|----------------|
| 12/04/2007               | ABN Amro-Private Banking | Estados Unidos |
| 28/11/2006               | BankBoston International | Estados Unidos |

O braço industrial da Itaúsa tem origem na Deca, fabricante de louças e metais sanitários, fundada em 1947 por Olavo Egídio de Sousa Aranha Setúbal, e na Duratex, fundada em 1951 por Alfredo Egydio de Souza Aranha. Ambos foram presidentes do conglomerado Itaú. Outra empresa importante do braço industrial é a Itaútec, que foi constituída em 1979 para atender as necessidades de automação bancária do conglomerado Itaú.

Em 2006, a Itaútec comprou a Tallard Technologies Inc., um distribuidor de computadores equipamentos de telecomunicação com sede em Miami na Flórida e que tem na América Latina seu maior mercado.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>           | <b>País</b>    |
|--------------------------|--------------------------|----------------|
| 03/07/2006               | Tallard Technologies Inc | Estados Unidos |

No setor econômico Financeiro e Outros, subsetor Serviços Financeiros Diversos, segmento Serviços Financeiros Diversos: Cielo.

### **5.23 Cielo** (<http://www.cielo.com.br/ri/>)

A Cielo foi constituída em 1995 com o nome fantasia Visanet, quando a Visa International, o Bradesco, o Banco do Brasil, o Banco ABN Amro Real (atualmente Santander) e o extinto Banco Nacional se reuniram para desenhar uma Companhia de Meios de Pagamento. Atualmente, a Cielo atua como adquirente multi-bandeira, ou seja na captura, transmissão e liquidação financeira de transações com cartões de crédito e débito independente da bandeira.

Até 2009, as duas maiores “bandeiras” do mercado de cartões, VISA e MASTERCARD, tinham exclusividade de captura e processamento das compras efetuadas com seus respectivos cartões, por meio das máquinas controladas pelas empresas Visanet, para os cartões VISA, e Credicard, para os cartões MASTERCARD.

Em 2010, com o fim da exclusividade, a Cielo, sucessora da Visanet, e a Redecard, atualmente Rede, sucessora da Credicard, passaram a concorrer pela captura e processamento das compras originadas pelos cartões de todas as bandeiras.

Em 2012, Cielo adquiriu o controle da Merchant e-solutions Inc., uma empresa provedora de serviços de pagamento, sediada na cidade de Redwood, no Estado da Califórnia, nos Estados Unidos, que dispõe de soluções de pagamento por cartão via celular, internet e pessoalmente por meio das máquinas de cartões.

| <b>Data da aquisição</b> | <b>Empresa</b>           | <b>País</b>    |
|--------------------------|--------------------------|----------------|
| 02/07/2012               | Merchant e-Solutions Inc | Estados Unidos |

Além das 23 empresas descritas, que adquiriram 100% do capital de empresas em países desenvolvidos, quatro empresas listadas em Bolsa fizeram aquisições e seus indicadores de desempenho foram usadas para testar H2. Essas empresas são: BM&FBovespa, que em 21/02/2010 adquiriu 5% de participação na CME Group Inc., provedor de serviços de futuros na Bolsa de Chicago; Lupatech, que em 15/09/2010 adquiriu 6,77% da Vicinay Marine SL da Espanha; Fibria, que em 02/10/2012 adquiriu 6% da Ensyn Corp; e a Marcopolo que em 23/12/2012, adquiriu 19,99% da New Flyer Industries Inc.

As empresas que fizeram aquisições parciais não foram incluídas na amostra para testar H1, pois a participação nesses resultados é pequena e a empresa adquirente tem pouca ou nenhuma influência na gestão da adquirida para que os eventuais resultados positivos possam ser atribuídos diretamente aos benefícios obtidos com esse tipo de aquisição.

## 6. RESULTADO E CONCLUSÕES

---

### 6.1 Resultados e Conclusões

A seguir apresento uma síntese dos principais resultados e da proposta de solução do problema estabelecido inicialmente.

Como vimos no item 3.2, a média dos indicadores de desempenho das multinacionais brasileiras que fizeram aquisições integrais em países desenvolvidos é 6,66% superior à média do desempenho das empresas que não fizeram o mesmo tipo de aquisição. Contudo, para afirmar que o desempenho das empresas que adquiriram em países desenvolvidos é superior as empresas que não fizeram o mesmo tipo de aquisição precisamos verificar a significância estatística. Para isso, foi rodado um primeiro modelo, univariado, tendo o VROIC como variável dependente Y e CBMA como variável independente X, obtendo-se o resultado apresentado no modelo 1 da tabela 9.

A variável explicativa não é significativa estatisticamente, pois apresentou p-valor de 0,560, indicando que o resultado positivo obtido pode ser meramente aleatório ou devido a outros fatores não relacionados à aquisição em países desenvolvidos, ou seja, devemos rejeitar a hipótese 1. Percebe-se também pelo  $R^2$  de 0,0013 que é praticamente nulo o poder explicativo do modelo.

Não obstante o resultado negativo do modelo univariado, foram seguidos os passos estabelecidos na metodologia e foi rodado um segundo modelo, acrescentando, à variável explicativa, as variáveis de controle para o porte da empresa, ano de aquisição e setor, que apresentou os resultados descritos no modelo 2 da tabela 9.

O resultado do modelo 2 indica que as variáveis de controle absorveram todo o resultado positivo da variável CBMA(X), que apresentou o valor de -9,45, porém, não estatisticamente significativa (p-valor 0,487). Quanto às variáveis de controle, nem o ano da aquisição nem o setor apresentaram valor estatisticamente significativo, com p-valor variando entre 0,680, o menor valor, para o setor 15, e 0,995, o maior valor, para o ano de aquisição 2011.

**Tabela 9 – Regressões sobre o desempenho das empresas adquirentes – H1**

|                         | Modelo 1 | Modelo 2 |
|-------------------------|----------|----------|
| Variável Explicativa    |          |          |
| CBMA (X)                | 6,65     | -9,45    |
| Variáveis de Controle   |          |          |
| Porte da empresa        |          | 4,33***  |
| Setor 2                 |          | -0,68    |
| Setor 3                 |          | -5,28    |
| Setor 4                 |          | -5,44    |
| Setor 5                 |          | 5,82     |
| Setor 6                 |          | 8,76     |
| Setor 7                 |          | 5,22     |
| Setor 8                 |          | 19,89    |
| Setor 9                 |          | 2,48     |
| Setor 10                |          | -1,88    |
| Setor 11                |          | 18,76    |
| Setor 12                |          | 7,84     |
| Setor 13                |          | -2,55    |
| Setor 14                |          | -1,96    |
| Setor 15                |          | 19,21    |
| Setor 16                |          | -6,71    |
| Setor 17                |          | 10,11    |
| Setor 18                |          | -6,05    |
| Ano 2006                |          | -4,50    |
| Ano 2007                |          | -0,61    |
| Ano 2008                |          | 1,53     |
| Ano 2009                |          | 2,04     |
| Ano 2010                |          | 0,71     |
| Ano 2011                |          | -0,28    |
| Ano 2012                |          | -2,37    |
| Modelo                  |          |          |
| R <sup>2</sup>          | 0,0013   | 0,0596   |
| R <sup>2</sup> Ajustado | -0,0026  | -0,0476  |
| Valor F                 | 0,34     | 0,56     |

Obs.: N = 255; coeficientes betas padronizados: significativa em \*\*\* p <0,01, \*\* P <0,05, \* p <0,10; o teste-t em cada coeficiente de regressão é de duas caudas. O Modelo 1 representa regressão com variáveis explicativa e modelo 2 representa regressão com variável explicativa e variáveis de controle.

Contudo, a variável de controle para o porte do adquirente mostrou-se estatisticamente significativa (p-valor 0,000), com valor de 4,33, indicando que para cada aumento de uma unidade no porte da empresa, há um aumento de 4,33 desvios padrão no indicador de desempenho, ou seja, as grandes empresas geram maior desempenho fazendo ou não aquisições em países desenvolvidos.

Em suma, devemos rejeitar a hipótese 1, pois não podemos afirmar que a variável desempenho não é estatisticamente diferente de zero e que, portanto, as aquisições internacionais geram desempenho positivo para as adquirentes, quando estas adquirem 100% do capital de empresas em países desenvolvidos.

O resultado encontrado é compatível com Yen et al. (2013), que analisaram empresas listadas em bolsa dos países integrantes do índice de mercados emergentes do Morgan Stanley, que fizeram aquisições internacionais no período de 1998 a 2006 e encontraram resultado neutro, quando o resultado pós-aquisição era ajustado ao resultado pré-aquisição. Os autores acreditam que o resultado neutro, que é obtido quando o indicador de desempenho pós-aquisição é ajustado ao indicador pré-aquisição, deve-se ao fato de que as empresas que fizeram aquisições já possuíam desempenho positivo antes das aquisições e mantiveram esse desempenho, não apresentando mudanças estatisticamente significantes.

No entanto, o resultado deste trabalho contrapõe os resultados negativos encontrados por Bertrand e Betschinger (2012), que analisaram o desempenho com base no ROA para uma amostra de empresas russas que fizeram aquisições nacionais e internacionais no período de 1999 a 2008. Os autores atribuíram os resultados negativos à pouca experiência das empresas russas em aquisições internacionais. Narayan e Thenmozhi (2014) também encontraram resultados negativos ao analisar um indicador de performance operacional ajustado à indústria para uma amostra de empresas do Brasil, China, Hungria, Índia, Malásia, México, Papua Nova Guiné, Polônia, Rússia e África do Sul, que fizeram aquisições em países desenvolvidos no período de 1999 a 2007. Estes autores igualmente atribuíram o resultado negativo à falta de experiência internacional por parte das empresas de países emergentes.

Por outro lado, o resultado deste trabalho também contrapõe os resultados positivos encontrados por Bortoluzzo et al. (2015), que analisaram a variação do ROIC para amostra de empresas brasileiras dos setores industriais e comerciais, que conduziram aquisições internacionais no período de 1994 a 2008. A amostra desses autores incluiu a aquisição de empresas em países desenvolvidos e em outros países emergentes. Os autores encontraram como fatores que contribuem para o resultado positivo o nível de desenvolvimento das instituições do país da empresa adquirida, quanto mais desenvolvidas as instituições maior o desempenho, e também a distância cultural, quanto menor a distância cultural do país da empresa adquirida em relação ao Brasil maior o desempenho das empresas brasileiras. Em relação à experiência prévia em aquisições os autores encontraram uma curva “U” invertida, indicando que embora inicialmente a experiência em aquisições tenha um impacto positivo no desempenho, a partir de um certo número de aquisições as dificuldades de integração e coordenação de várias aquisições passam a impactar negativamente o resultado.

As explicações que atribuem um peso importante à experiência em aquisições internacionais no desempenho das empresas são compatíveis com a análise individual das empresas da amostra, pois é possível verificar que a maioria das empresas que fizeram mais de uma aquisição ao longo do período de observação apresentaram resultados negativos para o indicador de desempenho na primeira (ou nas primeiras aquisições) e reverteram o resultado nas aquisições seguintes, conforme demonstrado na tabela 10 a seguir. O resultado negativo das primeiras aquisições, nesses casos, também pode ser atribuído ao fato de que o indicador de desempenho para o período pós-aquisição ( $t + 3$ ), da primeira aquisição da série, está absorvendo os custos das aquisições posteriores. Por exemplo, a Braskem fez aquisições em 2010, 2011 e 2012. O indicador da primeira aquisição foi obtido pela comparação entre os resultados de 2013 ( $t + 3$ ) com 2009 ( $t - 1$ ), mas em 2013 a empresa ainda estava absorvendo os custos das aquisições de 2011 e 2012.

As empresas que obtiveram resultados positivos, conforme demonstrado na tabela 11, são de setores e períodos variados, com maior incidência a partir de 2008.

**Tabela 10 – Desempenho das empresas com aquisições em mais de um ano**

| <b>Empresa</b> | <b>Ano da Aquisição</b> | <b>Vroic</b> |
|----------------|-------------------------|--------------|
| Braskem        | 2010                    | -6,57        |
| Braskem        | 2011                    | 2,50         |
| Braskem        | 2012                    | 4,97         |
| Gerdau         | 2004                    | 9,52         |
| Gerdau         | 2006                    | -5,00        |
| Gerdau         | 2007                    | -6,58        |
| Gerdau         | 2008                    | -0,86        |
| Gerdau         | 2010                    | 0,64         |
| lochpe-Maxion  | 2009                    | -9,95        |
| lochpe-Maxion  | 2012                    | 36,97        |
| JBS            | 2008                    | -3,85        |
| JBS            | 2009                    | 36,73        |
| JBS            | 2010                    | 4,18         |
| JBS            | 2012                    | 45,57        |
| Petrobras      | 2009                    | -103,75      |
| Petrobras      | 2010                    | 192,60       |
| Vale           | 2007                    | -2,07        |
| Vale           | 2009                    | -4,00        |
| Vale           | 2010                    | 2,30         |
| Vale           | 2011                    | 24,37        |

Fonte: elaborado pelo autor

A tabela 11 a seguir apresenta as nove empresas com resultado positivo.

**Tabela 11 – Empresas que apresentaram resultado positivo**

| <b>Empresa</b>  | <b>Ano da Aquisição</b> | <b>Vroic</b> |
|-----------------|-------------------------|--------------|
| Ambev           | 2004                    | 0,00         |
| Banco do Brasil | 2011                    | 0,74         |
| Bematech        | 2008                    | 2,80         |
| BTG             | 2012                    | 1,30         |
| CPFL            | 2011                    | 15,66        |
| Évora           | 2009                    | 8,30         |
| Évora           | 2011                    | 0,75         |
| Neoenergia      | 2011                    | 15,86        |
| Suzano          | 2010                    | 1,25         |
| Weg             | 2011                    | 12,27        |

Fonte: elaborado pelo autor

Oito empresas apresentaram resultado negativo, conforme demonstrado na tabela 12 a seguir:

**Tabela 12 – Empresas que apresentaram resultado negativo**

| <b>Empresa</b> | <b>Ano da Aquisição</b> | <b>Vroic</b> |
|----------------|-------------------------|--------------|
| Cielo          | 2012                    | -44,73       |
| Cosan          | 2012                    | -10,33       |
| Coteminas      | 2004                    | -6,98        |
| CSN            | 2012                    | -4,63        |
| Itausa         | 2007                    | -12,16       |
| Magnesita      | 2008                    | -7,47        |
| Marfrig        | 2008                    | -9,45        |
| Marfrig        | 2010                    | -0,92        |
| Valid          | 2012                    | -3,24        |

Fonte: elaborado pelo autor

A exemplo do que ocorreu com as empresas que obtiveram resultados positivos, as empresas com resultado negativo, conforme demonstrado na tabela 12, também são de setores e períodos variados, com maior incidência a partir de 2008, contudo não aparecem empresas que fizeram aquisições em 2009 e 2011.

Os mesmos procedimentos foram seguidos para testar a hipótese H2, que também não apresentou resultado estatisticamente significativo.

A análise descritiva da variável independente, indicou que as empresas que fizeram aquisições parciais obtiveram em média um resultado positivo 9,2% superior às empresas que fizeram aquisições de 100% do capital, conforme tabela 13 a seguir.

**Tabela 13 - Análise descritiva das variáveis do teste das Hipóteses 2.**

| <b>Variável</b> | <b>CBMA 100%</b> |                      | <b>CB Parcial</b> |                      |
|-----------------|------------------|----------------------|-------------------|----------------------|
|                 | <b>Média</b>     | <b>Desvio-Padrão</b> | <b>Média</b>      | <b>Desvio-Padrão</b> |
| <b>VROIC %</b>  | 4,53             | 38,40                | 13,73             | 25,51                |

Fonte: elaborado pelo autor.

**Tabela 14 – Regressões sobre o desempenho das empresas adquirentes – H2**

|                         | Modelo 1 | Modelo 2 |
|-------------------------|----------|----------|
| Variável Explicativa    |          |          |
| CBMA (X)                | -9,2     | -28,39   |
| Variáveis de Controle   |          |          |
| Porte da empresa        |          | 8,74     |
| Setor 2                 |          | 27,04    |
| Setor 3                 |          | 45,47    |
| Setor 4                 |          | 12,78    |
| Setor 5                 |          | 81,73    |
| Setor 6                 |          | 80,02    |
| Setor 7                 |          | 54,28    |
| Setor 8                 |          | 44,31    |
| Setor 9                 |          | 54,77    |
| Setor 10                |          | 70,81    |
| Setor 11                |          | 31,92    |
| Setor 12                |          | 41,63    |
| Setor 13                |          | 14,87    |
| Setor 14                |          | 65,21    |
| Setor 15                |          | 15,99    |
| Setor 16                |          | 7,73     |
| Setor 17                |          | 40,98    |
| Setor 18                |          | 21,33    |
| Ano 2006                |          | -14,52   |
| Ano 2007                |          | -17,79   |
| Ano 2008                |          | -26,86   |
| Ano 2009                |          | -55,74   |
| Ano 2010                |          | 5,51     |
| Ano 2011                |          | -17,32   |
| Ano 2012                |          | -1,88    |
| Modelo                  |          |          |
| R <sup>2</sup>          | 0,0074   | 0,3306   |
| R <sup>2</sup> Ajustado | -0,0157  | -0,7326  |
| Valor F                 | 0,32     | 0,31     |

Obs.: N = 45; coeficientes betas padronizados: significativa em \*\*\* p <0,01, \*\* P <0,05, \* p <0,10; o teste-t em cada coeficiente de regressão é de duas caudas. O Modelo 1 representa regressão com variáveis explicativa e modelo 2 representa regressão com variável explicativa e variáveis de controle.

Rodando o modelo 1, univariado, obtivemos o resultado demonstrado no modelo 1 da tabela 14, indicando que o valor de -9,2 para a variável independente. No entanto, esse valor não é estatisticamente significativo, pois seu p-valor é de 0,575.

Rodando o modelo 2, com as variáveis de controle, conforme demonstrado na tabela 14, chega-se ao valor de -28,39 para a variável independente e 8,74 para o porte da empresa. No entanto nenhum é estatisticamente significativo, como pois os p-valores são respectivamente – 0,449 e 0,627. As demais variáveis de controle (setor e ano de aquisição) também não apresentaram valor estatisticamente significativo.

Em suma, H2 também deve ser rejeitada pois não podemos afirmar que o valor do desempenho não é estatisticamente diferente de zero, ou seja, não há evidências estatísticas de que o desempenho das empresas que fizeram aquisição de 100% é superior ao desempenho das empresas que fizeram aquisições parciais.

Este resultado é compatível com o anterior que indicou não haver diferença no resultado entre as empresas que fizeram aquisições em países desenvolvidos e as que não fizeram. Igualmente, não há diferença estatística entre o desempenho das empresas que fizeram aquisições parciais e as que fizeram aquisições de 100% do capital. Deve-se, contudo, ressaltar que a amostra é muito pequena das empresas que fizeram aquisições parciais, o que limita o alcance da observação.

Para testar H3 e responder à questão de como os investidores avaliam, no curto prazo, a decisão de uma multinacional brasileira fazer a aquisição de uma empresa em país desenvolvido? Foi realizado um estudo de evento seguindo os passos descritos no item 4.4.2.1 do capítulo da Metodologia, cujos resultados estão demonstrados na tabela 15 a seguir.

O resultado encontrado é negativo e estatisticamente significativo nas janelas de evento de 7 a 21 dias para o intervalo de confiança de 90%; nas janelas de evento de 9, 15 e 21 dias para o intervalo de confiança de 95%; e na janela de evento de 9 dias para o intervalo de confiança de 99%, conforme tabela 15.

Para as janelas de evento em que o resultado é significativo, rejeitamos a hipótese nula e aceitamos a hipótese alternativa, ou seja, não podemos afirmar que o retorno anormal cumulativo não é estatisticamente diferente de zero. Contudo, rejeitamos também a hipótese 3, pois o resultado encontrado é negativo. Podemos dizer que, na média, os investidores avaliam negativamente as aquisições em países desenvolvidos.

**Tabela 15 – Retorno anormal cumulativo**

| Retorno Anormais Cumulativos | Janela de evento (dias) | Número de observações | Retornos Anormais Cumulativos Padronizados Médios |        | Significância |     |     |
|------------------------------|-------------------------|-----------------------|---|--------|---------------|-----|-----|
|                              |                         |                       | Teste-t   | 90%    | 95%           | 99% |     |
| CAR [-1,+1]                  | 3                       | 43                    | -0.293  | -0.168 | não           | não | não |
| CAR [-2,+2]                  | 5                       | 43                    | -2.029  | -0.908 | não           | não | não |
| CAR [-3,+3]                  | 7                       | 43                    | -5.285  | -1.997 | sim           | não | não |
| CAR [-4,+4]                  | 9                       | 43                    | -8.198  | -2.733 | sim           | sim | sim |
| CAR [-5,+5]                  | 11                      | 43                    | -6.426  | -1.938 | sim           | não | não |
| CAR [-6,+6]                  | 13                      | 43                    | -6.981  | -1.937 | sim           | não | não |
| CAR [-7,+7]                  | 15                      | 43                    | -9.042  | -2.334 | sim           | sim | não |
| CAR [-8,+8]                  | 17                      | 43                    | -7.457  | -1.808 | sim           | não | não |
| CAR [-9,+9]                  | 19                      | 43                    | -8.276  | -1.899 | sim           | não | não |
| CAR [-10,+10]                | 21                      | 43                    | -10.612   | -2.316 | sim           | sim | não |

Fonte: Elaborado pelo autor

Uma possível explicação é que na percepção dos investidores os custos de integração em fusões e aquisições internacionais para países desenvolvidos superam os benefícios esperados dessa estratégia de internacionalização. Outra possibilidade é que o preço pago pela aquisição de empresas em países desenvolvidos tenha sido considerado elevado pelos investidores. Uma terceira consideração, está relacionada à imperfeição do mercado de capitais em países emergentes, ou seja, vazamentos de informação podem ter antecipado os ajustes de preços dos ativos, conseqüentemente, por ocasião do anúncio alguns investidores já poderiam estar realizando lucros, provocando desvalorização das ações.

Este resultado é compatível com Aybar e Ficici (2009), que encontraram resultado negativo para aquisições internacionais (39% em países desenvolvidos) efetuadas por empresas de países da América Latina, Ásia, Hungria e África do Sul no período de 1991 a 2004 para diferentes janelas de evento. Os autores encontraram como fatores que potencializam a destruição de valor os anúncios de aquisições de empresas de alta tecnologia e de empresas relacionadas.

Por outro lado, o presente estudo contradiz Bhagat, Malhotra e Zhu (2011), que encontraram resultado positivo para as aquisições internacionais de empresas do Brasil, China, Índia, Malásia, México, Filipinas, Rússia e África do Sul no período de 1991 a 2008 e atribuem o resultado ao impacto positivo de uma boa governança corporativa no país da empresa adquirida; Du e Boateng (2015), que encontraram resultado positivo para as aquisições efetuadas por empresas chinesas no período de 1998 a 2011 e atribuem o resultado à participação do governo chinês que com a política “*go abroad*” proporciona empréstimos de baixo custo, abatimentos fiscais e outros incentivos; Kolhi e Mann (2013), que encontraram resultado positivo para as aquisições efetuadas por empresas indianas no período de 1997 a 2008, pagas pelo sistema de “*earn out*” (preço ajustado ao resultado pós-aquisição) e em dinheiro, contudo para as aquisições pagas com ações os resultados não foram estatisticamente significantes; Nicholson e Salaber (2013), que encontraram resultado positivo para aquisições internacionais de empresas chinesas e indianas no período de 2000 a 2010, principalmente em direção a países desenvolvidos, tendo as manufaturas apresentado melhor resultado, no caso das empresas chinesas, e as indianas em países com menor distância cultural; Ning et al. (2014), que encontraram resultado positivo para as aquisições internacionais de empresas chinesas no período de 1991 a 2010, medidas pela reação dos investidores internacionais, uma vez que foram avaliadas as reações na bolsa de Hong Kong. Os autores constataram que os investidores reagem positivamente a presença de grandes investidores, desde que não sejam investidores institucionais nem estatais.

Este estudo também contradiz Dakessian e Feldmann (2013), que encontraram resultado neutro para aquisições internacionais de empresas multilatinas (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Peru, México e Venezuela) no período de 1989 a 2011.

Embora os autores alertem que as imperfeições do mercado acionário da América Latina pode ser um fator limitante para os resultados encontrados.

Os estudos de evento consideram o retorno anormal de uma ação, ou seja, o retorno obtido além do esperado como uma boa *proxy* do desempenho. Dessa forma, podemos comparar o resultado das três hipóteses. Na primeira hipótese, o resultado foi positivo, porém não foi estatisticamente significativo; na segunda hipótese, na comparação com as empresas que fizeram aquisições parciais, o resultado foi negativo, porém não foi estatisticamente significativo; e na terceira hipótese o resultado foi negativo e estatisticamente significativo no intervalo de confiança de 99% para a janela de evento de 9 dias (4 dias antes da data do evento, mais a data do evento e mais quatro dias após a data do evento). No entanto, não foi estatisticamente significativo para as demais janelas de evento.

Considerando os três resultados em conjunto, podemos afirmar que a estratégia de internacionalização das multinacionais brasileiras para países desenvolvidos, por si só, não garante rentabilidade positiva para o capital investido. Tão pouco, é avaliada positivamente pelos investidores. A consecução de resultados positivos dependerá, portanto, de uma boa integração pós-aquisição, da capacidade de absorver novos conhecimentos e da habilidade de transferir para a empresa adquirida as vantagens competitivas comparativas da empresa adquirente, bem como transferir reversamente, da adquirida para a adquirente, as vantagens competitivas desenvolvidas no país desenvolvido em que ela está instalada.

Mas à luz dos dados quantitativos, da análise qualitativa das empresas que compõem a amostra e da comparação com estudos prévios que apresentaram tanto resultados convergentes como divergentes, podemos inferir que a experiência internacional é um fator relevante para a criação de valor para o acionistas em aquisições internacionais, sobretudo em países desenvolvidos e, portanto, deve ser considerada em futuras pesquisas.

Entre os fatores que contribuem para a divergência de resultados entre os estudos acadêmicos estão as diferenças na composição das amostras. Verifica-se que as amostras de países da Ásia tendem a apresentar resultados positivos, enquanto as

amostras de países da América Latina e de países do Leste Europeu, por vezes, apresentam resultados neutros ou negativos, indicando a necessidade de mais estudos comparativos entre países de diferentes regiões.

## 6.2 Limitações

Há inúmeras limitações nas metodologias empregadas.

Em relação ao uso de medidas contábeis, o gerenciamento de resultados (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003; BHATTACHARYA; DAOUK; WELKER, 2003) é um fator de incerteza sobre a validade das demonstrações contábeis e, conseqüentemente, dos indicadores empregados. Contudo, no caso de empresas listadas, que estão sujeitas a auditorias externas e, algumas delas, sujeitas à Lei Sarbanes-Oxley, esse risco pode ser minimizado.

Em relação ao uso de estudos de evento, Zollo e Singh (2004) afirmam que os estudos de eventos não são adequados para testar a criação ou destruição de valor das aquisições internacionais, devido à relativa impossibilidade de o mercado de capitais observar as informações relativas as decisões pós-aquisição, os processos de aprendizagem, o aproveitamento de sinergias, etc. e incorporar essas informações no preço das ações da empresa adquirente. No contexto dos mercados emergentes, o argumento contra o uso de estudos de eventos é ainda mais forte, uma vez que esses mercados, sendo intrinsecamente menos eficientes, muito provavelmente incorporam as variações de preços bem antes da data do anúncio da aquisição (NARAYAN; THENMOZHI, 2014).

Outros argumentos contra o uso de estudos de eventos, num contexto de mercados emergentes, incluem: normas contábeis e exigências de divulgação mais fracas; persistência no gerenciamento de resultados (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003, 2003; BHATTACHARYA; DAOUK; WELKER, 2003); sincronidade no preço das ações, ou seja, os preços das ações nos mercados de capitais de países emergentes tendem a se mover de forma conjunta devido a diferentes níveis de acesso as informações e, portanto, a incapacidade de os investidores distinguirem entre ações de empresas com bom desempenho e de empresas com desempenho

ruim (MORCK et al., 2000; JIN; MYERS, 2006); dificuldade em excluir outras notícias que também possam ter influenciado o preço das ações em períodos próximos à data do evento.

O número pequeno de multinacionais brasileiras que fizeram aquisições em países desenvolvidos e ao mesmo tempo estejam listadas em bolsa de valor reduz a capacidade de generalização desses resultados. Por fim, a exclusão das empresas não listadas em bolsa de valores também limita o alcance do presente trabalho, uma vez que empresas importantes acabaram ficando fora da análise.

### **6.3 Contribuições**

Esta tese contribui para os estudos de negócios internacionais ao testar empiricamente se as multinacionais brasileiras aumentaram seu desempenho ao fazer aquisições em países desenvolvidos. Foram usadas como *proxies* de desempenho, o retorno sobre o capital investido ajustado à média da indústria e o retorno excedente da ação da empresa em relação ao retorno esperado, caso não tivessem ocorrido as aquisições, obtido por meio de estudos de evento.

Este trabalho também contribui academicamente ao propiciar a conclusão de que a internacionalização de empresas emergentes, por meio de aquisições de empresas em países desenvolvidos, por si só, não garante a geração de valor para o acionista, e indicar a necessidade de aprofundar as pesquisas em direção aos determinantes dos resultados positivos e negativos numa aquisição internacional.

As conclusões deste estudo também contribuem para a prática de negócios internacionais ao indicar que a tomada de decisão de internacionalização de empresas de países em desenvolvimento, por meio de aquisição de empresas em país desenvolvido, não pode pautar-se exclusivamente por expectativas de desempenhos e geração de valor positivos.

## 6.4 Trabalhos Futuros

Diante dos resultados encontrados, que indicam que as fusões e aquisições internacionais de empresas brasileiras efetuadas em países desenvolvidos são neutras em relação aos resultados contábeis num horizonte de três exercícios fiscais após a data de divulgação da aquisição e foram negativas pelo desempenho medido por meio de estudos de evento, é necessário avançar nos estudos dos determinantes desses resultados que fatores e característica das empresas favorecem ou desfavorecem o bom desempenho. Entre as empresas que tiveram desempenho negativo, que características predominaram? É preciso entender melhor a heterogeneidade das multinacionais brasileiras para responder a essas perguntas que são inevitáveis diante dos resultados encontrados.

É importante também considerar, em futuras pesquisas, o impacto da experiência prévia em aquisições internacionais no desempenho das empresas, bem como realizar estudos comparativos com amostras de países emergentes de diferentes regiões como América Latina, Leste Europeu e Ásia, uma vez que o resultados dos estudos com amostras desses países diverge bastante entre si.

---

**REFERÊNCIAS**

---

AGARWAL, Sanjeev; RAMASWAMI, Sridhar N. Choice of foreign market entry mode: impact of ownership, location and internalization factors. *Journal of International Business Studies*, v. 23, N. 1, p. 1-27. 1992.

AGUILERA, Ruth V.; DENCKER, John C. The role of human resource management in cross-border mergers and acquisitions. *International Journal of Human Resource Management*, v. 15, n. 8, p. 1355-1370. 2004

AHAMMAD, Mohammad Faisal; GLAISTER, Keith W. The double-edged effect of cultural distance on cross-border acquisition performance. *European Journal of International Management*. v. 5, n. 4, p. 327-345. 2011.

AHAMMAD, Mohammad Faisal; GLAISTER, Keith W. The pre-acquisition evaluation of target firms and cross border acquisition performance. *International Business Review*. v. 22, n. 5, p. 894-904. 2013.

AHERN, Kenneth R.; DAMINELLI, Daniele; FRACASSI, Cesare. Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*. v.117, n. 1, SI, p. 165-189. 2015.

ALESSANDRI, Todd; CERRATO, Daniele; DEPPERU, Donatella. Organizational slack, experience, and acquisition behavior across varying economic environments. *Management Decision*. v. 52, n. 5, p. 967-982. 2014.

ALEXANDROU, George; GOUNOPOULOS, Dimitrios; THOMAS, Hardy M. Mergers and acquisitions in shipping. *Transportation research part e-logistics and transportation review*. v. 61, p. 212-234. 2014.

ALVAREZ, Isabel; MARIN, Raquel. Entry modes and national systems of innovation. *Journal of international management*. v. 16, n. 4, SI, p. 340-353. 2010.

AMBOS, Tina C. et al. Evolution of organizational structure and capabilities in internationalizing banks the CEE operations of unicredit's Vienna office. *Long range planning*. v. 42, n. 5-6, SI, p. 633-653. 2009.

AMBROSINI, Veronique; BOWMAN, Cliff; SCHOENBERG, Richard. Should acquiring firms pursue more than one value creation strategy? An empirical test of acquisition performance. *British Journal of Management*. v.22, n. 1, p. 173-185. 2011.

AN, Yu Hua. The role of cross-border mergers and acquisitions in foreign direct investment: evidence from the Chinese stock market. *Journal of East Asian Economic Integration*. v.13, n. 2, p. 37-83. 2009.

ANDRIOSOPOULOS, Dimitris; YANG, Shuai. The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of banking & finance*. v. 50, p. 547-561. 2015.

ASIMAKOPOULOS, Ioannis; ATHANASOGLU, Panayiotis P. Revisiting the merger and acquisition performance of European banks. *International Review of Financial Analysis*. v. 29, p. 237-249. 2013.

ATAULLAH, Ali; LE, Hang; SAHOTA, Amandeep S. Employee productivity, employment growth, and the cross-border acquisitions by emerging market firms. *Human Resource Management*. n. 6, SI, p. 987-1004. 2014.

AYBAR, Buelent; FICICI, Aysun. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*. v.40, n. 8, p. 1317-1338. 2009.

BAE, Sung C.; CHANG, Kiyong; KIM, Doseong. Determinants of target selection and acquirer returns: Evidence from cross-border acquisitions. *International Review of Economics & Finance*. v. 27, p. 552-565. 2013.

BANDICK, Roger; GOERG, Holger. Foreign acquisition, plant survival, and employment growth. *Canadian Journal of Economics*. v. 43, n. 2, p. 547-573. 2010.

BARBOPOULOS, Leonidas et al. Foreign direct investment in emerging markets and acquirers' value gains. *International Business Review*. v. 23, n. 3, p. 604-619. 2014

BARBOPOULOS, Leonidas; PAUDYAL, Krishna; PES CETTO, Gioia. Legal systems and gains from cross-border acquisitions. *Journal of Business Research*. v. 65, n. 9, p. 1301-1312. 2012.

BECCALLI, Elena; FRANTZ, Pascal. M&A Operations and Performance in Banking. *Journal of Financial Services Research*. v. 36, n. 2-3, p. 203-226. 2009.

BECKMAN, Christine M.; HAUNSCHILD, Pamela R. Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions. *Administrative Science Quarterly*. v. 47, n. 1, p. 92-124. Mar, 2002.

BEDNARCZYK, Tomasz P.; SCHIERECK, Dirk; WALTER, Hardrik N. Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Evidence from the energy and industry in Central and Eastern Europe. *Journal for East European Management Studies*. v. 15, n. 2, p. 106-127. 2010.

BELADI, Hamid; CHAKRABARTI, Avik; MARJIT, Sugata. Privatization and Strategic Mergers across Borders. *Review of International Economics*. v. 21, n. 3, p. 432-446. 2013

BEN-AMAR, Walid.; ANDRE, Paul. Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 33, n. 3-4, p. 517-543. 2006.

BERGER, Allen N. et al. The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending. *Journal of Financial Economics*. v. 50, n. 2, p. 187–229. Nov, 1998.

BERTRAND, Olivier; BETSCHINGER, Marie-Ann. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*. v. 40, n. 3, p. 413-437. 2012.

BHAGAT, Sanjai; MALHOTRA, Shavin; ZHU, PengCheng. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *Emerging Markets Review*. v. 12, n. 3, p. 250-271. 2011.

BHATTACHARYA; Utpal; DAOUK, Hazem; WELKER, Michael. The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*. v. 78, n. 3, p. 641-678. Jul, 2003.

BLACK, Ervin L. et al. The relevance of target accounting quality to the long-term success of cross-border mergers. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 34, n. 1-2, p. 139-168. 2007.

BLONIGEN, Bruce A. et al. Cherries for sale: The incidence and timing of cross-border M&A. *Journal of International Economics*. v. 94, n. 2, p. 341-357. 2014.

BOATENG, Agyenim; NARAIDOO, Ruthira; UDDIN, Moshfique. An Analysis of the Inward Cross-Border Mergers and Acquisitions in the UK: A Macroeconomic Perspective. *Journal of International Financial Management & Accounting*. v. 22, n. 2, p. 91-113. 2011.

BOEH, Kevin K. Contracting costs and information asymmetry reduction in cross-border M&A. *Journal of Management Studies*. v. 48, n. 3, p. 568-590. 2011.

BORISOVA, Ginka; JOHN, Kose; SALOTTI, Valentina. The value of financing through cross-border asset sales: Shareholder returns and liquidity. *Journal of Corporate Finance*. v. 22, p. 320-344. 2013.

BORTOLUZZO, Adriana Bruscato et al. Performance in cross-border mergers and acquisitions: an empirical analysis of the Brazilian case. *RAE–Revista De Administracao de Empresas*. v. 54, n. 6, p. 659-671. 2014.

BOUDIER, Fabienne; LOCHARD, Julie. How do Cross-Border Mergers and Acquisitions Answer to Deregulation in Services? *World Economy*. v. 36, n. 11, SI, p. 1424-1441. 2013.

BRAKMAN, Steven et al. Cross-border merger & acquisition activity and revealed comparative advantage in manufacturing industries. *Journal of Economics & Management Strategy*. v. 22, n. 1, p. 28-57. 2013.

BRANNEN, Mary Yoko; PETERSON, Mark F. Merging without alienating: interventions promoting cross-cultural organizational integration and their limitations. *Journal of International Business Studies*. v. 40, n. 3, p. 468-489. 2009.

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

BRIS, Arturo; CABOLIS, Christos. The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *Review of Financial Studies*. v. 21, n. 2, p. 605-648. 2008.

BROCKMAN, Paul; RUI, Oliver M.; ZOU, Huan. Institutions and the performance of politically connected M&As. *Journal of International Business Studies*. v. 44, n. 8, p. 833-852. 2013.

BRUELLER, Nir N. et al. Knowing when to acquire: The case of multinational technology firms. *International Business Review*. v. 24, n. 1, p. 1-10. 2015.

BUCH, Claudia M.; Delong, Gayle. Cross-border bank mergers: What lures the rare animal? *JOURNAL OF BANKING & FINANCE*. v. 28, n. 9, p. 2077-2102. 2004.

BUCKLEY, Peter J.; GHOURI Pervez N. Globalization, economic geography and the strategy of multinational enterprises. *Journal of International Business Studies*, v. 35. p. 81–98. doi:10.1057/palgrave.jibs.8400076. 2004.

BUGEJA, Martin. Foreign takeovers of Australian listed entities. *Australian Journal of Management*. v. 36, n. 1, p. 89-107. 2011.

BURNS, Natasha; LIEBENBERG, Ivonne. US takeovers in foreign markets: Do they impact emerging and developed markets differently? *Journal of Corporate Finance*. v. 17, n. 4, p. 1028-1046. 2011.

CAIAZZA, Stefano; CLARE, Andrew; POZZOLO, Alberto Franco. What do bank acquirers want? Evidence from worldwide bank M&A targets. *Journal of Banking & Finance*. v. 36, n. 9, p. 2641–2659. Set, 2012.

CAIAZZA, Rosa; VOLPE, Tiziana. M&A process: a literature review and research agenda. *Business Process Management Journal*. v. 21, n. 1, p. 205–220. 2015.

CAMPA, Jose Manuel; HERNANDO, Ignacio. M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking & Finance*. v. 30, n. 12, p. 3367-3392. 2006.

CAMPBELL, Donald T.; STANLEY, Julian C. *Experimental and quasi-experimental designs for research*. Cengage Learning, p. 84. 1963.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. Chapter 4: Event-Study Analysis. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press. 1997.

CHANG, Sea-Jin; ROSENZWEIG, Philip M. The choice of entry mode in sequential foreign direct investment. *Strategic Management Journal*, v. 22, p. 747-776. 2001.

CHAPMAN, Keith. Cross-border mergers/acquisitions: a review and research agenda. *Journal of Economic Geography*, v. 3, n. 3, p. 309–334. 2003.

CHARI, Anusha; OUIMET, Paige P.; TESAR, Linda L. The value of control in emerging markets. *Review of Financial Studies*. v. 23, n. 4, p.1741-1770. 2010.

CHARI, Anusha; CHEN, Wenjie; DOMINGUEZ, Kathryn M. E. Foreign ownership and firm performance: emerging market acquisitions in the United States. *IMF Economic Review*. v. 60, n. 1, p. 1-42, April. 2012

CHEN, Li-Yu; LAI, Jung-Ho. The relationship between interlocking directorate and stock market reaction to international merger and acquisition announcements: the moderating effect of cultural distance. *European Journal of International Management*. v. 9, n. 3, p. 342-367. 2015.

CHEN, Wenjie. Does the country of origin of the acquiring firm impact performance? *Seventh Annual JIBS Paper Development Workshop*. RJ, Brazil. 2010.

CHEN, Yuan Yi; YOUNG, Michael N. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal-principal perspective. *Asia Pacific Journal of Management*. v. 27, n. 3, SI, p. 523-539. 2010.

CHEN, Yenn-Ru; HUANG, Yu-Lin; CHEN, Chun-Nan. Financing constraints, ownership control, and cross-border m&as: evidence from nine East Asian economies. *Corporate Governance – an International Review*. v. 17, n. 6, p. 665-680. 2009.

CHUNG, Goo Hyeok; DU, Jing; CHOI, Jin Nam. How do employees adapt to organizational change driven by cross border M&As? A case in China. *Journal of World Business*. v. 49, n. 1, p. 78-86. 2014.

COEURDACIER, Nicolas; DE SANTIS, Roberto A.; AVIAT, Antonin. Cross-border mergers and acquisitions and European integration. *Economic Policy*. v. 57. 2009.

COLLINS, Jamie D. et al. Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*. v. 62, n.12, p. 1329–1334. 2009.

COLOMBAGE, Sisira R. N.; GUNASEKARAGE, Abeyratna; SHAMS, Syed M. M. Target's organizational form and returns to Australian bidders in cross-border acquisitions. *Accounting and Finance*. v. 54, n. 4, p. 1063-1091. 2014.

COLOMBO, Gianluca et al. Integrating cross-border acquisitions: A process-oriented approach. *Long Range Planning*. v. 40, n. 2, p. 202-222. 2007.

CONKLIN, David W. Cross-border mergers and acquisitions: a response to environmental transformation. *Journal of World Business*. v. 40, n. 1, p. 29-40. 2005.

CONN, Robert L. et al. The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 32, n. 5-6, p. 815-870. 2005.

CONTRACTOR, Farok J. et al. Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review*. v. 23, n. 5, p. 931–941.Oct, 2014.

CONYBEARE, John; KIM, Dong-Hun. Barbarians at the Gates: State Control of Global Mergers and Acquisitions. *World Economy*. v. 33, n. 9, p. 1175-1199. 2010.

CORREA, Ricardo. Cross-Border Bank Acquisitions: Is there a Performance Effect? *Journal of Financial Services Research*. v. 36, n. 2-3, p. 169-197. 2009.

CROCI, Ettore; PETMEZAS, Dimitris. Minority shareholders' wealth effects and stock market development: Evidence from increase-in-ownership M&As. *Journal of Banking & Finance*. v. 34, n. 3, p. 681-694. 2010.

CUMMINS, David J.; KLUMPES, Paul; WEISS, Mary A. Mergers and acquisitions in the global insurance industry: valuation effects. *The Geneva Papers on Risk and Insurance*. v. 40, p. 444-473. July 2015.

DAKESSIAN, Leon Chant; FELDMANN, Paulo Roberto. Multilatinas and value creation from cross-border acquisitions: an event study approach. *BAR – Brazilian Administration Review*. v. 10, n. 4, p. 462-489. 2013.

DAMIJAN, Joze; KOSTEVC, Crt; ROJEC, Matija. Growing lemons or cherries? pre and post-acquisition performance of foreign-acquired firms in new EU member states. *World Economy*. v. 38, n. 4, SI, p. 751-772. 2015.

DANBOLT, Jo; MACIVER, Gillian. Cross-Border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 39, n. 7-8, p. 1028-1067. 2012.

DATTA, Deepak; PINCHES, George; NARAYANAN, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*. V. 13, n. 1, p. 67–84, January, 1992.

DAUBER, Daniel. Opposing positions in M&A research: culture, integration and performance. *Cross Cultural Management – an International Journal*. v. 19, n. 3, p. 375-398. 2012.

DEGBEY, William; PELTO, Elina. Cross-border M&A as a trigger for network change in the Russian bakery industry. *Journal of Business & Industrial Marketing*. v. 28, n. 3, p. 178-189. 2013.

DELONG, Gayle; DEYOUNG, Robert. Learning by observing: information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *The Journal of Finance*. V. LXII, n. 1. Feb 2007.

DENG, Ping. Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion? *Journal of World Business*. v. 44, n. 1, p. 74-84. 2009.

DENG, Ping; YANG, Monica. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*. v. 24, n. 1, p. 157-172. 2015.

DI GIOVANNI, Julian. What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening. *Journal of International Economics*. v. 65, n. 1, p. 127-149. 2005.

DIEZ, Federico J.; SPEAROT, Alan C. Core competencies, matching and the structure of foreign direct investment. *Canadian Journal of Economics-Revue Canadienne D' Economique*. v. 47, n. 3, p. 813-855. 2014.

DIKOVA, Desislava; SAHIB, Padma Rao. Is cultural distance a bane or a boon for cross-border acquisition performance? *Journal of World Business*. v. 48, n. 1, p. 77-86. 2013.

DIKOVA, Desislava; SAHIB, Padma Rao; VAN WITTELOOSTUIJN, Arjen. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981-2001. *Journal of International Business Studies*. v. 41, n. 2, p. 223-245. 2010.

DOS SANTOS, Marcelo B.; ERRUNZA, Vihang R.; MILLER, Darius P. Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*. v.32, n. 12, p. 2716-2724. 2008.

DOUKAS, John A.; KAN, Ozgur B. Does global diversification destroy firm value? *Journal of International Business Studies*. v. 37, n. 3, p. 352-371. 2006.

DU, Min; BOATENG, Agyemim. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*. v. 24, n. 3, p. 430-442. 2015.

DUNNING, John H. The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. *Journal of International Business Studies*. V. 19, n. 1, p. 1–31. 1988.

DUTTA, Shantanu; SAADI, Samir; ZHU, PengCheng. Does payment method matter in cross-border acquisitions? *International Review of Economics & Finance*. v. 25, p. 91-107. 2013.

EDAMURA, Kazuma et al. Impact of Chinese cross-border outbound M&As on firm performance: Econometric analysis using firm-level data. *China Economic Review*. v. 30, p. 169-179. 2014.

EGGER, Hartmut; EGGER, Peter. The trade and welfare effects of mergers in space. *Regional Science and Urban Economics*. v. 40, n. 4, p. 210-220. 2010.

EREL, Isil; LIAO, Rose C.; WEISBACH, Michael S. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*. v. 67, n. 3, p. 1045-1082. 2012.

EVANS, Matt H. Course 7: Mergers & Acquisitions (Part 1). Disponível em *Excellence in Financial Management* (exinfm – <http://www.exinfm.com>) consultado em 16/02/2016. 2000.

FACCIO, Mara; MCCONNELL, John J.; STOLIN, David. Returns to acquirers of listed and unlisted targets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. v. 41, n. 1, p. 197-220. 2006.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417. 1969

FEITO-RUIZ, Isabel; FERNANDEZ, Ana I.; MENENDEZ-REQUEJO, Susana. Determinants of the acquisition of listed versus unlisted firms in different legal and institutional environments. *Applied Economics*. v. 46, n. 23, p. 2814-2832. 2014.

FEITO-RUIZ, Isabel; MENENDEZ-REQUEJO, Susana. Family firm Mergers and Acquisitions in different legal environments. *Family Business Review*. v. 23, n.1, p. 60-75. 2010.

FEITO-RUIZ, Isabel; MENENDEZ-REQUEJO, Susana. Cross-border Mergers and Acquisitions in different legal environments. *International Review of Law and Economics*. Volume: 31, n. 3, p. 169-187. 2011.

FLEURY, Afonso C. C.; FLEURY, Maria Tereza L. Local enablers of business models: The experience of Brazilian multinationals acquiring in North America. *Journal of Business Research*. v. 67, n. 4, p. 516–526. April, 2014.

FLEURY, Afonso C. C.; FLEURY, Maria Tereza L.; and BORINI, Felipe M. Value-chain configurations of Brazilian EMNEs in WILLIANSON, P. J.; RAMAMURTI, R.; FLEURY, A. C. C.; FLEURY, M. T. L. *The Competitive Advantage of Emerging Markets of Multinationals*. Cambridge University Press. p. 97 – 115. 2013.

FOCARELLI, Dario; POZZOLO, Alberto Franco. Cross-border M&As in the financial sector: Is banking different from insurance? *Journal of Banking & Finance*. v. 32, n. 1, p. 15-29. 2008.

FOWLER, Karen L.; SCHMIDT; Dennis R. Determinants of Tender Offer Post-Acquisition Financial Performance. *Strategic Management Journal*. v. 10, n. 4. Jul. – Ago., 1989.

FRANCIS, Bill B.; HASAN, Iftekhhar; SUN, Xian. Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*. v. 32, n. 8, p. 1522-1540. 2008.

FRANCIS, Bill B. et al. Can firms learn by observing? Evidence from cross-border M&As. *Journal of Corporate Finance*. v. 25, p. 202-215. 2014.

FRASER, Donald R.; ZHANG, Hao. Mergers and long-term corporate performance: evidence from cross-border bank acquisitions. *Journal of Money Credit and Banking*. p. 41, n. 7, p. 1503-1513. 2009.

FREY, Rainer; HUSSINGER, Katrin. European market integration through technology-driven M&As. *APPLIED ECONOMICS*. v. 43. n. 17, p. 2143-2153. 2011.

FROESE, Fabian J.; GOERITZ, Leif E. Integration management of Western acquisitions in Japan. *Asian Business & Management*. v. 6, n. 1, p. 95-114. 2007.

GAUR, Ajai S.; MALHOTRA, Shavin; ZHU, Pengcheng. Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms' rivals: A test of the growth probability hypothesis in China. *Strategic Management Journal*. v. 34, n. 2, p. 215-232. 2013

GEORGOPOULOS, George J. Cross-border mergers and acquisitions: does the exchange rate matter? Some evidence for Canada. *Canadian Journal of Economics*. v.41, n. 2, p. 450-474. 2008.

GHAURI, Pervez N., BUCKLEY, Peter J. International mergers and acquisitions: Past, present and future, in *Advances in Mergers and Acquisitions, Volume 2*, Emerald Group Publishing Limited, pp.207 – 229. 2003.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria Básica* - 5ª Ed. Amgh Editora, São Paulo, 2011.

GUNKEL, Marjaana; SCHLAEGEL, Christopher; ROSSTEUTSCHER, Tobias; et al. The human aspect of cross-border acquisition outcomes: The role of management practices, employee emotions, and national culture *INTERNATIONAL BUSINESS REVIEW*. v. 24, n. 3, p. 394-408. 2015.

HAGENDORFF, Jens; COLLINS, Michael; KEASEY, Kevin. Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US. *Journal of Banking & Finance*. v: 32, n. 7, p. 1333-1348. 2008.

HAGENDORFF, Jens; NIETO, Maria J. The Safety and Soundness Effects of Bank M&A in the EU: Does Prudential Regulation Have any Impact? *European Financial Management*. v. 21, n. 3, p. 462-490. 2015.

HAJRO, Aida. Cultural influences and the mediating role of socio-cultural integration processes on the performance of cross-border mergers and acquisitions. *International Journal of Human Resource Management*. v. 26, n. 2, SI, p. 192-215. 2015.

HARZING, Anne-Wil. Acquisitions versus Greenfield investments: international strategy and management of entry modes. *Strategic Management Journal*. V.23, p. 211–227. 2002

HEBERT, Louis; VERY, Philippe; BEAMISH, Paul W. Expatriation as a bridge over troubled water: A knowledge-based perspective applied to cross-border acquisitions. *Organization Studies*. v. 26, n. 10, p. 1455-1476. 2005.

HERGER, Nils; KOTSOGIANNIS, Christos; MCCORRISTON, Steve. Cross-border acquisitions in the global food sector. *European Review of Agricultural Economics*. v. 35, n. 4, p. 563-587. 2008.

HERNANDO, Ignacio; NIETO, Maria J.; WALL, Larry D. Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union. *Journal of Banking & Finance*. v. 33, n. 6, p. 1022-1032. 2009.

HIJZEN, Alexander; GOERG, Holger; MANCHIN, Miriam. Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs. *European Economic Review*. v. 52, n. 5, p. 849-866. 2008.

HOPE, Ole-Kristian; THOMAS, Wayne; VYAS, Dushyantkumar. The cost of pride: Why do firms from developing countries bid higher? *Journal of International Business Studies*. v. 42, n. 1, p. 128-151. 2011.

HOPKINS, H. Donald. Cross-border mergers and acquisitions: Global and regional perspectives. *Journal of International Management*, v. 5, p. 207–239. 1999.

HUIZINGA, Harry; VOGET, Johannes; WAGNER, Wolf. Who bears the burden of international taxation? Evidence from cross-border M&As. *Journal of International Economics*. v. 88, n. 1, p. 186-197. 2012.

HWANG, Byoung-Hyoun. Country-specific sentiment and security prices. *Journal of Financial Economics*, v. 100, n. 2, p. 382-401. 2011.

HYUN, Hea-Jung; KIM, Hyuk Hwang. The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model. *World Economy*. v. 33, n. 2, p. 292-310. 2010.

IRRMANN, Olivier. Communication dissonance and pragmatic failures in strategic processes: The case of cross-border acquisitions. *Strategy Process*. v. 22, p. 251-266. 2005.

ISMAIL, Ahmad; DAVIDSON, Ian. The determinants of target returns in European bank mergers. *Service Industries Journal*. v. 27, n. 5, p. 617-634. 2007

JANDIK, Tomas; KALI, Raja. Legal systems, information asymmetry, and firm boundaries: Cross-border choices to diversify through mergers, joint ventures, or strategic alliances. *Journal of International Business Studies*. v. 40, n. 4, p. 578-599. 2009.

JONGWANICH, Juthathip; BROOKS, Douglas H.; KOHPAIBOON, Archanun. Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia. *Asian Economic Journal*. v. 27, n. 3, p. 265-284. 2013.

JORY, Surendranath Rakesh; NGO, Thanh Ngoc. Cross-border acquisitions of state-owned enterprises. *Journal of International Business Studies*. v. 45, n. 9, p. 1096-1114. 2014.

JORY, Surendranath Rakesh; NGO, Thanh Ngoc. The wealth effects of acquiring foreign divested assets. *International Business Review*. v. 24, n. 2, p. 235-245. 2015.

KANG, Jun-Koo; KIM, Jin-Mo. Do foreign investors exhibit a corporate governance disadvantage? An information asymmetry perspective. *Journal of International Business Studies*. v. 41, n. 8, p. 1415-1438. 2010.

KHIN, Edward Wong Sek; LEE, Leong Yen; YEE, Cheok Mui. *Cross-Border Mergers and Acquisitions: Malaysian Perspective Actual Problems of Economics*. n. 134, p. 339-349. 2012.

KIESSLING, Timothy; HARVEY, Michael. The human resource management issues during an acquisition: the target firm's top management team and key managers. *International Journal of Human Resource Management*. v. 17, n. 7, p. 1307-1320. 2006.

KING, David R. et al. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, v. 25, p. 187–200. 2004.

KIYMAZ, Halil. Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors. *Journal of Banking & Finance*. v. 28, n. 6, p. 1413-1439. 2004.

KIYMAZ, Halil; ALON, Ilan. Wealth impact of cross-border US acquisitions of Chinese firms. *European Journal of International Management*. v. 5, n. 4, p. 432-451. 2011.

KLIMEK, Artur. Greenfield foreign direct investment versus cross-border mergers and acquisitions the evidence of multinational firms from emerging countries. *Eastern European Economics*. v. 49, n. 6, p. 60-73. 2011.

KLIMEK, Artur. Results of cross-border mergers and acquisitions by multinational corporations from emerging countries the case of Poland. *Eastern European Economics*. v. 52, n. 4, p. 92-104. 2014.

KNOERICH, Jan. Gaining from the global ambitions of emerging economy enterprises: An analysis of the decision to sell a German firm to a Chinese acquirer. *Journal of International Management*. v. 16, n. 2, SI, p. 177-191. 2010.

KOHLI, Reena; MANN, Bikram Jit Singh. Analyzing determinants of value creation in domestic and cross border acquisitions in India. *International Business Review*. v. 21, n. 6, p. 998-1016. 2012.

KOHLI, Reena; MANN, Bikram Jit Singh. Analyzing the likelihood and the impact of earnout offers on acquiring company wealth gains in India. *Emerging Markets Review*. v. 16, p. 203-222. 2013.

KUIPERS, David R.; MILLER, Darius P.; PATEL, Ajay. The legal environment and corporate valuation: Evidence from cross-border takeovers. *International Review of Economics & Finance*. v. 18, n. 4, p. 552-567. 2009.

LAAMANEN, Tomi; KEIL, Thomas. Performance of serial acquirers: toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal*. v. 29, p. 663–672. 2008.

LAN, Sai; YANG, Fan; ZHU, Hong. The long-term performance of cross-border mergers and acquisitions Evidence from the Chinese stock market. *Chinese Management Studies*. v. 9, n. 3, SI, p. 385-400. 2015.

LANINE, Gleb; VENNET, Rudi Vander. Microeconomic determinants of acquisitions of Eastern European banks by Western European banks. *Economics of Transition*. v. 15, n. 2, p. 285-308. 2007.

LEE, Sung-Jun; KIM, Joongwha; PARK, Byung Il. Culture clashes in cross-border mergers and acquisitions: A case study of Sweden's Volvo and South Korea's Samsung. *International Business Review*. v. 24, n. 4, p. 580-593. 2015.

LEHNER, Maria. Entry mode choice of multinational banks. *Journal of Banking & Finance*. v. 33, n. 10, p. 1781-1792. 2009.

LEHTO, Eero. Motives to restructure industries: Finnish evidence of cross-border and domestic mergers and acquisitions. *Papers in Regional Science*. v. 85, n. 1, p. 1-21. 2006.

LEHTO, Eero; BOCKERMAN, Petri. Analyzing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization*. v. 68, n. 1, p. 112-124. 2008.

LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*. v. 69, p. 505–527. 2003.

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

LIU, Xiaohui; ZOU, Huan. The impact of Greenfield FDI and mergers and acquisitions on innovation in Chinese high-tech industries. *Journal of World Business*. v. 43, n. 3, p. 352-364. 2008.

LIU, Yipeng; DENG, Ping. Chinese cross-border M&A: past achievement, contemporary debates and future direction, in FINKELSTEIN, Sydney, COOPER, Cary L. (ed.) *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 13, Emerald Group Publishing Limited, p. 85 – 107. 2014.

LIU, Yong; WANG, Yongqing. Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective. *Open Journal of Social Sciences*. v.1, n. 6, p. 17-25. 2013.

LOZANO-VIVAS, Ana et al. Consolidation in the European banking industry: how effective is it? *Journal of Productivity Analysis*. v. 36, n. 3, p. 247-261. 2011.

LUCAS, Robert E. Jr. Asset prices in an exchange economy. *Econometrica*. v. 46, n. 6, p. 1429-1445. 1978

LUIKI, Paul. Joint Ventures: Definitions and Legal Issues in PRESCOTT, Darrell; SWARTZ, Salli A. (org.) *Joint Venture in International Arena*. American Bar Associations, USA. 2010.

MACKINLAY, A. Craig. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. v. 35, p. 13-39. 1997.

MADHOK, Anoop. Cost, value and foreign market entry mode: the transaction and the firm. *Strategic Management Journal*, v. 18, p. 39–61. 1997.

MADURA, Jeff; THANH Ngo; VIALE, Ariel M. Convergent synergies in the global market for corporate control. *Journal of Banking & Finance*. v. 35, n. 9, p. 2468-2478. 2011.

MALHOTRA, Shavin; GAUR, Ajai S. Spatial geography and control in foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*. v. 45, n. 2, p. 191-210. 2014.

MALHOTRA, Shavin; ZHU, PengCheng). Paying for cross-border acquisitions: The impact of prior acquirers' decisions. *Journal of World Business*. v. 48, n. 2, SI, p. 271-281. 2013.

MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc. The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave. *European Financial Management*. v. 17, n. 2, p. 208-259. 2011.

MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *The Academy of Management Journal*. v. 40, n. 3, p. 626-657. Jun, 1997.

MEYER, Christine Benedichte; ALTENBORG, Ellen. Incompatible strategies in international mergers: the failed merger between Telia and Telenor. *Journal of International Business Studies*. v. 39, n. 3, p. 508-525. 2008.

MITTRA, James. The socio-political economy of pharmaceutical mergers: A case study of Sanofi and Aventis. *Technology Analysis & Strategic Management*. v. 18, n. 5, p. 473-496. 2006.

MOORE, Fiona. Holistic ethnography: Studying the impact of multiple national identities on post-acquisition organizations. *Journal of International Business Studies*. v. 42, n. 5, SI, p. 654-671. 2011.

MOSCHIERI, Caterina; CAMPA, Jose Manuel. New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*. v. 67, n. 7, p. 1478-1485. 2014.

MTAR, Monia. Institutional, Industry and Power Effects on Integration in Cross-border Acquisitions. *Organization Studies*. v. 31, n. 8, p. 1099-1127. 2010.

MUENDLER, Marc-Andreas. Export or merge? Proximity vs. concentration in product space. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. v. 21, n. 1, p. 81-103. 2014.

MUKHERJI, Ananda et al. Overbidding in cross-border acquisitions: misperceptions in assessing and valuing knowledge. *Journal of World Business*. v. 48, n. 1, p. 39-46. 2013.

MUTH, John F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*. v. 29, n. 3, p. 315-335. Jul,1961.

NARAYAN, P. C.; THENMOZHI, M. Do cross-border acquisitions involving emerging market firms create value Impact of deal characteristics? *Management Decision*. v. 52, n. 8, p. 1451-1473. 2014.

NEARY, J. Peter. Cross-border mergers as instruments of comparative advantage. *Review of Economic Studies*. v. 74, n. 4, p. 1229-1257. 2007.

NEARY, J. Peter. Trade costs and foreign direct investment. *International Review of Economics & Finance*. v. 18, n. 2, p. 207-218. 2009.

NICHOLSON, Rekha Rao; SALABER, Julie. The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review*. v. 22, n. 6, p. 963-980. 2013.

NING, Lutao Y. et al. International investors' reactions to cross-border acquisitions by emerging market multinationals. *International Business Review*. v. 23, n. 4, p.811-823. 2014.

NOCKE, Volker; YEAPLE, Stephen. Cross-border mergers and acquisitions vs. Greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity. *Journal of International Economics*. v. 72, n. 2, p. 336-365. 2007.

NOCKE, Volker; YEAPLE, Stephen. An assignment theory of foreign direct investment. *Review of Economic Studies*. v. 75, n. 2, p. 529-557. 2008

ÖBERG, Christina. Customer relationship challenges following international acquisitions. *International Marketing Review*. v.31, n. 3, p. 259-282. 2014.

ÖBERG, Christina; TARBA, Shlomo Yedidia. What do we know about post-merger integration following international acquisitions? in DEVINNEY, Timothy M.; PEDERSEN, Torben; TIHANYI, Laszlo (ed.) *Philosophy of Science and Meta-Knowledge in International Business and Management (Advances in International Management, Volume 26)*. Emerald Group Publishing Limited, p.469 – 492. 2013.

OLCOTT, George. The politics of institutionalization: the impact of foreign ownership and control on Japanese organizations. *International Journal of Human Resource Management*. v. 19, n. 9, p. 1569-1587. 2008.

ONGENA, Steven; PENAS, Maria Fabiana. Bondholders' wealth effects in domestic and cross-border bank mergers. *Journal of Financial Stability*. v. 5, n. 3, SI, p. 256-271. 2009.

OWEN, Sian; YAWSON, Alfred. Human development and cross-border acquisitions. *Journal of Empirical Finance*. v. 17, n. 4, p. 689-701. 2010.

OWERS, James E.; LIN, Bing-Xuan; ROGERS, Ronald C. Cross-border mergers and acquisitions using ADRs as consideration. *International Review of Economics & Finance*. Volume: 17, Issue: 2, Pages: 306-318. 2008.

PABLO, Eduardo. Determinants of cross-border M&As in Latin America. *Journal of Business Research*. v. 62, n. 9, p. 861-867. 2009.

PABLO, Eduardo. Cross-border diversification through M&As in Latin America. *Journal of Business Research*. v. 66, n. 3, SI, p. 425-430. 2013.

PIEKKARI, Rebecca et al. Integration or disintegration? Human resource implications of a common corporate language decision in a cross-border merger. *International Journal of Human Resource Management*. v. 16, n. 3, p. 330-344 2005.

PINTO Jr., Helder Queiroz; IOOTTY, Mariana. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. *Revista de Economia Política*. v. 25, n. 4, p. 439-453. 2005.

PIOCH, Elke. Business as usual?' - Retail employee perceptions of organizational life following cross-border acquisition. *International Journal of Human Resource Management*. v.18, n. 2, p. 209-231. 2007.

POGHOSYAN, Tigran; de HAAN, Jakob. Determinants of cross-border bank acquisitions in transition economies. *Economics of Transition*. v. 18, n. 4, p. 671-696. 2010.

POPLI, Manish; SINHA, Ashutosh Kumar. Determinants of early movers in cross-border merger and acquisition wave in an emerging market: A study of Indian firms. *Asia Pacific Journal of Management*. v. 31, n. 4, p. 1075-1099, 2014.

RAFF, Horst; RYAN, Michael; STAEHLER, Frank. The choice of market entry mode: Greenfield investment, M&A and joint venture. *International Review of Economics & Finance*. v. 18, n. 1, p. 3-10. 2009.

RAGOZZINO, Roberto. The Effects of Geographic Distance on the Foreign Acquisition Activity of US Firms. *Management International Review*. v. 49, n. 4, p. 509-535. 2009.

RAUKKO, Melanie. Organizational commitment during organizational changes: a longitudinal case study on acquired key employees. *Baltic Journal of Management*. v. 4, n. 3, p. 331-352. 2009.

REDDY, Kotapati Srinivasa. Extant reviews on entry-mode/internationalization, mergers & acquisitions, and diversification: Understanding theories and establishing interdisciplinary research. *Pacific Science Review*. v. 16, n. 4, p. 250–274. 2014.

REUER, Jeffrey J; SHENKAR, Oded; RAGOZZINO, Roberto. Mitigating risk in international mergers and acquisitions: the role of contingent payouts. *Journal of International Business Studies*. Volume: 35, Issue: 1, Pages: 19-32. 2004.

REUS, Taco H. Culture's consequences for emotional attending during cross-border acquisition implementation. *Journal of World Business*. v. 47, n. 3, p. 342-351. 2012.

REUS, Taco H.; LAMONT, Bruce T. The double-edged sword of cultural distance in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*. Volume: 40, Issue: 8, Pages: 1298-1316. 2009.

REZENDE, Sergio Fernando Loureiro et al. The non-economic dimension of changes prompted by cross-border acquisitions: a relational view. *Revista de Administração Contemporânea*. v. 17, n. 4, p. 479-498. 2013.

RIAD, Sally; VAARA, Eero. Varieties of National Metonymy in Media Accounts of International Mergers and Acquisitions. *Journal of Management Studies*. v. 48, n. 4, p. 737-771. 2011.

RIAD, Sally; VAARA, Eero; ZHANG, Nathan. The Intertextual Production of International Relations in Mergers and Acquisitions. *Organization Studies*. v. 33, n. 1, p. 121-148. 2012.

ROCHA, Robson S. The Impact of Cross-Border Mergers on the Co-Decision-Making Process: The Case of a Danish Company. *Economic and Industrial Democracy*. v. 30, n. 4, p. 484-509. 2009.

ROSENBAUM, Paul R.; RUBIN, Donald B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*. v. 70, n. 1, p. 41-55. 1983.

ROSENBAUM Paul R.; RUBIN, Ddonal B. Constructing a control group using multivariate matched sampling methods that incorporate the propensity score. *The American Statistician*. v. 29, n. 1, p. 33-38. 1985.

ROSSI, Stefano; VOLPIN, Paolo F. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*. v. 74, n. 2, p. 277-304, 2004.

SARALA, Riikka M. The impact of cultural differences and acculturation factors on post-acquisition conflict. *Scandinavian Journal of Management*. v. 26, n. 1, SI, p. 38-56. 2010.

SARALA, Riikka M.; VAARA, Eero. Cultural differences, convergence, and crossvergence as explanations of knowledge transfer in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*. v. 41, n. 8, p. 1365-1390. 2010.

SCHIMMER, M.; LEVCHENKO; A.; MÜLLER, S. *EventStudyTools* (Research Apps), St.Gallen. 2014. Available on: <http://www.eventstudytools.com>. Accessed on: 10.12.2015.

SCHOENBERG, Richard. The influence of cultural compatibility within cross-border acquisitions: A review, in FINKELSTEIN, Sydney; COOPER, Cary (ed.) *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 1, Emerald Group Publishing Limited, p. 43 – 59. 2000.

SCHOENBERG, Richard. Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*. v. 17, n. 4, p. 361-370. 2006.

SCHULER-ZHOU, Yun; SCHULLER, Margot. The internationalization of Chinese companies: what do official statistics tell us about Chinese outward foreign direct investment? *Chinese Management Studies*. Volume: 3, Issue: 1, Pages: 25-42. 2009.

SHADISH, William R.; COOK, Thomas D.; CAMPBELL, Donald T. *Experimental and quasi-experimental designs for generalized causal inference*. Houghton Mifflin. USA. 2002.

SHIMIZU, Katsuhiko. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*. v. 10, p. 307–353. 2004.

SINKOVICS, Rudolf R.; JEDIN, Mohd. haniff; SINKOVICS, Noemi. Marketing integration in cross-border mergers and acquisitions: conceptual framework and research propositions. *European Journal of International Management*. v. 8, n. 6, p. 644-670. 2014.

SINKOVICS, Rudolf R. et al. Antecedents of marketing integration in cross-border mergers and acquisitions Evidence from Malaysia and Indonesia. *International Marketing Review*. Volume: 32, Issue: 1, Pages: 2-28. 2015.

STAHL, Guenter K.; VOIGHT A. Meta-analyses of the Performance Implications of Cultural Differences in Mergers and Acquisitions. *Proceedings of the Annual Meeting of the Academy of Management*, New Orleans, p. 11–15. 2004.

STAHL, Guenter K.; CHUA, Chei Hwee; PABLO, Amy L. Does national context affect target firm employees' trust in acquisitions? A policy-capturing study. *Management International Review*. Volume: 52, Issue: 3, Pages: 395-423. 2012.

STARKS, Laura T.; WEI, Kelsey D. Cross-Border Mergers and Differences in Corporate Governance. *International Review of Finance*. v. 13, n. 3, p. 265-297. 2013.

STIEBALE, Joel; REIZE, Frank. The impact of FDI through mergers and acquisitions on innovation in target firms. *International Journal of Industrial Organization*. v. 29, n. 2, p. 155-167. 2011.

SUN, Sunny Li et al. A comparative ownership advantage framework for cross-border M&As: The rise of Chinese and Indian MNEs. *Journal of World Business*. v. 47, n.1, p. 4-16. 2012.

TAKECHI, Kazutaka. R&D intensity and domestic and cross-border M&A of Japanese firms before domestic M&A deregulation. *Japan and the World Economy*. v. 23, n. 2, p. 112-118. 2011.

TANG, Jing'an and LIU, Ben S. A network based theory of foreign market entry mode and post-entry performance. *International Journal of Business and Social Science*, v. 2, n. 23. 2011.

TEERIKANGAS, Satu. Dynamics of Acquired Firm Pre-Acquisition Employee Reactions. *Journal of Management*. v. 38, n. 2, p. 599-639. 2012.

TEERIKANGAS, Satu; VERY, Phillippe. The culture-performance relationship in M&A: From yes/no to how. *British Journal of Management*. v. 17, p. S31-S48. 2006.

TEERIKANGAS, Satu; VERY, Philippe; PISANO, Vincenzo. Integration managers' value-capturing roles and acquisition performance. *Human Resource Management*. v. 50, n. 5, SI, p. 651-683. 2011.

TEPLY, Petr; STAROVA, Hana; CERNOHORSKY, Jan. Value Creation of European Bank Mergers and Acquisitions in the 1998 2007 Period. *Ekonomicky Casopis*. v. 58, n. 5, p. 458-470. 2010.

TIENARI, Janne et al. Gender and national identity constructions in the cross-border merger context. *Gender Work and Organization*. v. 12, n. 3, p. 217-241. 2005.

TIENARI, Janne; VAARA, Eero; BJORKMAN, Ingmar. Global capitalism meets national spirit - Discourses in media texts on a cross-border acquisition. *Journal of Management Inquiry*. v. 12, n. 4, p. 377-393. 2003.

TORRES-REYNA, Oscar. Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata (v. 4.2). DATA & STATISTICAL SERVICE. Princeton University. 2007. Disponível em: <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>.

UDDIN, Moshfique; BOATENG, Agyenim. Explaining the trends in the UK cross-border mergers 82 acquisitions: An analysis of macro-economic factors. *International Business Review*. Volume: 20, Issue: 5, Pages: 547-556. 2011.

VAARA, Eero et al. Attributional tendencies in cultural explanations of M&A performance. *Strategic Management Journal*. v. 35, n. 9, p. 1302-1317. 2014.

VAARA, Eero; TIENARI, Janne. On the narrative construction of multinational corporations: an ante narrative analysis of legitimation and resistance in a cross-border merger. *Organization Science*. v. 22, n. 2, p. 370-390. 2011.

VASILAKI, Athina. Culture distance and cross-border acquisition performance: the moderating effect of transformational leadership. *European Journal of International Management*. v. 5, n. 4, p. 394-412. 2011.

von EIJE, Henk; WIEGERINCK, Helene. Shareholders' reactions to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference? *International Business Review*. v. 19, n. 4, p. 360-377. 2010.

WEBER, Yaakov; TARBA, Shlonno Yedidia; BACHAR, Ziva Rozen. Mergers and acquisitions performance paradox: the mediating role of integration approach. *European Journal of International Management*. v. 5, n. 4, p. 373-393. 2011.

WONG, Wei-Kang. Comparing the fit of the gravity model for different cross-border flows. *Economics Letters*. v. 99, n. 3, p. 474-477. 2008.

WORLD INVESTMENT REPORT (WIR) – 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development. UNITED NATIONS. New York and Geneva. 2013.

WORLD INVESTMENT REPORT (WIR) – 2015: Reforming international investment governance. UNITED NATIONS. New York and Geneva. 2015.

XIA, Jun. Resource Dependence and Cross-border Constraint-absorption. *Management International Review*. v. 50, n. 2, p. 155-183. 2010.

XIA, Jun; TAN, Justin; TAN, David. Mimetic entry and bandwagon effect: The rise and decline of international equity joint venture in China. *Strategic Management Journal*. v. 29, n. 2, p. 195-217. 2008.

YANG, Monica. Isomorphic or not? Examining cross-border mergers and acquisitions by Chinese firms, 1985-2006. *Chinese Management Studies*. v. 3, n. 1, p. 43-57. 2009.

YANG, Monica. Ownership participation of cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms Antecedents and performance. *Management Decision*. v. 53, n. 1, p. 221-246. 2015.

YANG, Monica; HYLAND, Mary Anne. Similarity in Cross-border Mergers and Acquisitions: Imitation, Uncertainty and Experience among Chinese Firms, 1985-2006. *International Business Review*. v. 18, n. 4, p. 352-365. 2012.

YEN, Tze-Yu; CHOU, Shuching; ANDRE, Paul. Operating Performance of Emerging Market Acquirers: Corporate Governance Issues. *Emerging Markets Finance and Trade*. v. 49, p. 5-19. 2013.

YEO, hee-jung. Geography of mergers and acquisitions in the container shipping industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*. v. 29, n. 3, p. 291-314. 2013.

YILDIZ, H. Emre; FEY, Carl F. Compatibility and unlearning in knowledge transfer in mergers and acquisitions. *Scandinavian Journal of Management*. v. 26, n. 4, SI, p. 448-456. 2010.

ZANDER, Udo; ZANDER, Lena. Opening the grey box: Social communities, knowledge and culture in acquisitions. *Journal of International Business Studies*. Volume: 41, Issue: 1, Pages: 27-37, 2010.

ZHANG, Jianhong; ZHOU, Chaohong; EBBERS, Haico. Completion of Chinese overseas acquisitions: Institutional perspectives and evidence. *International Business Review*. Volume: 20, Issue: 2, Pages: 226-238. 2011.

ZHU, PengCheng; JOG, Vijay. Impact on Target Firm Risk-Return Characteristics of Domestic and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets. *Emerging Markets Finance and Trade*. v. 48, n. 4, p. 79-101. 2012.

ZHU, PengCheng; JOG, Vijay; OTCHERE, Isaac. Idiosyncratic volatility and mergers and acquisitions in emerging markets. *Emerging Markets Review*. v. 19, p. 18-48. 2014.

ZOLLO, Maurizio; MEIER, Degenhard. What Is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives*. v. 22, n. 3, p. 55-77. 2008.

ZOLLO, Maurizio; SINGH, Harbi. Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*. v. 25, p. 1233–1256. 2004.

ZUEVA-OWENS, Anna; FOTAKI, Marianna; GHOURI, Pervez. Cultural Evaluations in Acquired Companies: Focusing on Subjectivities. *British Journal of Management*. v. 23, n. 2, p. 272-290. 2012.

**Apêndice A – Revisão Bibliográfica – Classificação dos artigos segundo perspectiva teórica, metodologia, direção e tipo.**

| Item | Ano  | Título   | Autor(es)  | Perspectiva Teórica         | Metodologia         | Direção                              | Tipo                              |
|------|------|--|--|-----------------------------|---------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|
| 1    | 2015 | Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world   | Ahern, Kenneth R.;<br>Daminelli, Daniele;<br>Fracassi, Cesare          | Diferenças Culturais        | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Processo dinâmico de aprendizagem |
| 2    | 2015 | The human aspect of cross-border acquisition outcomes: The role of management practices, employee emotions, and national culture               | Gunkel, Marjaana;<br>Schlaegel, Christopher;<br>Rossteutscher, Tobias; | Diferenças Culturais        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Processo dinâmico de aprendizagem |
| 3    | 2015 | Cultural influences and the mediating role of socio-cultural integration processes on the performance of cross-border mergers and acquisitions | Hajro, Aida  | Diferenças Culturais        | Estudo de Caso      | Developed -<br>Developed             | Processo dinâmico de aprendizagem |
| 4    | 2014 | Determinants of early movers in cross-border merger and acquisition wave in an emerging market: A study of Indian firms                        | Popli, Manish; Sinha,<br>Ashutosh Kumar                                | Aprendizagem Organizacional | Modelo de regressão | Developing -<br>Developed (ing)      | Processo dinâmico de aprendizagem |
| 5    | 2014 | Can firms learn by observing? Evidence from cross-border M&As  | Francis, Bill B.; Hasan,<br>Iftexhar; Sun, Xian;<br>Waisman, Maya      | Diferenças Culturais        | Estudo de Eventos   | Developed -<br>Developing            | Processo dinâmico de aprendizagem |
| 6    | 2013 | Paying for cross-border acquisitions: The impact of prior acquirers' decisions   | Malhotra, Shavin; Zhu,<br>PengCheng                                    | Mimetismo<br>Isomórfico     | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Processo dinâmico de aprendizagem |
| 7    | 2013 | Overbidding in cross-border  | Mukherji, Ananda;  | Diferenças Culturais        | Teórico             | Developing (ed) -                    | Processo dinâmico de              |

|    |      |  |  |                                       |                        |                                      |                                      |
|----|------|--|--|---------------------------------------|------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
|    |      | acquisitions: Misperceptions in assessing and valuing knowledge  | Mukherji, Jyotsna;<br>Dibrell, Clay; Francis,<br>John D.                         |                                       |                        | Developing (ed)                      | aprendizagem                         |
| 8  | 2012 | Similarity in Cross-border Mergers and Acquisitions: Imitation, Uncertainty and Experience among Chinese Firms, 1985-2006          | Yang, Monica; Hyland,<br>MaryAnne  | Mimetismo<br>Isomórfico               | Modelo de<br>regressão | Developing -<br>Developed (ing)      | Processo dinâmico de<br>aprendizagem |
| 9  | 2012 | A comparative ownership advantage framework for cross-border M&As: The rise of Chinese and Indian MNEs                             | Sun, Sunny Li; Peng,<br>Mike W.; Ren, Bing;<br>Yan, Daying                       | Organização<br>Industrial             | Teórico                | Developing -<br>Developed (ing)      | Processo dinâmico de<br>aprendizagem |
| 10 | 2012 | The Intertextual Production of International Relations in Mergers and Acquisitions   | Riad, Sally; Vaara, Eero;<br>Zhang, Nathan                                       | Intertextualidade                     | Estudo de<br>Caso      | Developing -<br>Developed            | Processo dinâmico de<br>aprendizagem |
| 11 | 2010 | Compatibility and unlearning in knowledge transfer in mergers and acquisitions   | Yildiz, H. Emre; Fey,<br>Carl F.   | Transferência de<br>Conhecimento      | Modeo<br>Teórico       | Developed -<br>Developed             | Processo dinâmico de<br>aprendizagem |
| 12 | 2009 | Evolution of Organisational Structure and Capabilities in Internationalising Banks The CEE Operations of UniCredit's Vienna Office | Ambos, Tina C.;<br>Schlegelmilch, Bodo B.;<br>Ambos, Bjoern; Brenner,<br>Barbara | Apredizagem<br>Organizacional         | Estudo de<br>Caso      | Developed -<br>Developed             | Processo dinâmico de<br>aprendizagem |
| 13 | 2014 | Core competencies, matching and the structure of foreign direct investment   | Diez, Federico J.;<br>Spearot, Alan C.   | Teoria dos Direitos<br>de Propriedade | Modelo de<br>regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Modo de Entrada                      |
| 14 | 2014 | Export or merge? Proximity vs. concentration in product space  | Muendler, Marc-Andreas   | Teoria dos Custos de<br>Transação     | Modeo<br>Teórico       | Developed -<br>Developed             | Modo de Entrada                      |
| 15 | 2010 | Resource Dependence and Cross-   | Xia, Jun)  | Teoria Baseada em                     | Modelo de              | Developed -                          | Modo de Entrada                      |

|    |      |  |   |                                |                     |                                      |                 |
|----|------|--|---|--------------------------------|---------------------|--------------------------------------|-----------------|
|    |      | border Constraint-absorption   |   | Recursos                       | regressão           | Developed                            |                 |
| 16 | 2009 | Entry mode choice of multinational banks   | Lehner, Maria                               | Literatura de Finanças         | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed (ing)       | Modo de Entrada |
| 17 | 2009 | Legal systems, information asymmetry, and firm boundaries: Cross-border choices to diversify through mergers, joint ventures, or strategic alliances | Jandik, Tomas; Kali, Raja                   | Teoria Institucional           | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Modo de Entrada |
| 18 | 2009 | The choice of market entry mode: Greenfield investment, M&A and joint venture  | Raff, Horst; Ryan, Michael; Staehler, Frank | Teoria Eclética                | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed             | Modo de Entrada |
| 19 | 2008 | The impact of greenfield FDI and mergers and acquisitions on innovation in Chinese high-tech industries  | Liu, Xiaohui; Zou, Huan                     | Spillover                      | Modelo de regressão | Developed -<br>Developing            | Modo de Entrada |
| 20 | 2008 | An assignment theory of foreign direct investment  | Nocke, Volker; Yeaple, Stephen              | Teoria dos Custos de Transação | Modeo Teórico       | Developed –<br>Developed             | Modo de Entrada |
| 21 | 2008 | Mimetic entry and bandwagon effect: The rise and decline of international equity joint venture in China  | Xia, Jun; Tan, Justin; Tan, David           | Teoria Institucional           | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Modo de Entrada |
| 22 | 2007 | Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity                                       | Nocke, Volker; Yeaple, Stephen              | Teoria Econômica               | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed             | Modo de Entrada |
| 23 | 2011 | Greenfield Foreign Direct Investment   | Klimek, Artur                               | Teoria dos Custos de           | Modelo de           | Developing -                         | Modo de Entrada |

|    |      |  |  |                            |                     |                                      |  |
|----|------|--|--|----------------------------|---------------------|--------------------------------------|--|
|    |      | Versus Cross-Border Mergers and Acquisitions The Evidence of Multinational Firms from Emerging Countries |  | Transação                  | regressão           | Developed                            |  |
| 24 | 2010 | Entry modes and national systems of innovation   | Alvarez, Isabel; Marin, Raquel                                     | Teoria Institucional       | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Modo de Entrada                          |
| 25 | 2015 | Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation              | Deng, Ping; Yang, Monica   | Teoria Baseada em Recursos | Modelo de regressão | Developing -<br>Developed (ing)      | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 26 | 2014 | Cherries for sale: The incidence and timing of cross-border M&A  | Blonigen, Bruce A.; Fontagne, Lionel; Sly, Nicholas; Toubal, Farid | Literatura de Finanças     | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 27 | 2014 | New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market                            | Moschieri, Caterina; Manuel Campa, Jose                            | Teoria Institucional       | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed       | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 28 | 2014 | Idiosyncratic volatility and mergers and acquisitions in emerging markets                                | Zhu, PengCheng; Jog, Vijay; Otchere, Isaac                         | Idiosyncratic volatility,  | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developing      | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 29 | 2014 | Cross-Border Mergers and Market Segmentation   | Chaudhuri, Amrita Ray  | Organização Industrial     | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 30 | 2014 | Organizational slack, experience, and acquisition behavior across varying economic environments          | Alessandri, Todd; Cerrato, Daniele; Depperu, Donatella             | Teoria Comportamental      | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing)       | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 31 | 2013 | How do Cross-Border Mergers and  | Boudier, Fabienne;   | Teoria Econômica           | Modelo de           | Developed (ing) -                    | Probabilidade de                         |

|    |      |   |  |                        |                     |                                      |  |
|----|------|---|--|------------------------|---------------------|--------------------------------------|--|
|    |      | Acquisitions Answer to Deregulation in Services?  | Lochard, Julie   |                        | regressão           | Developed (ing)                      | realização de uma CBM&A                  |
| 32 | 2013 | Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia              | Jongwanich, Juthathip; Brooks, Douglas H.; Kohpaiboon, Archanun                      | Teoria Eclética        | Modelo de regressão | Developing -<br>Developed (ing)      | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 33 | 2013 | Privatization and Strategic Mergers across Borders  | Beladi, Hamid; Chakrabarti, Avik; Marjit, Sugata                                     | Organização Industrial | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 34 | 2013 | Cross-Border Merger & Acquisition Activity And Revealed Comparative Advantage In Manufacturing Industries | Brakman, Steven; Garretsen, Harry; van Marrewijk, Charles; van Witteloostuijn, Arjen | Organização Industrial | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 35 | 2013 | Geography of Mergers and Acquisitions in the Container Shipping Industry                                  | Hee-jung YEO   | Distância Geográfica   | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 36 | 2012 | What do bank acquirers want? Evidence from worldwide bank M&A targets                                     | Stefano Caiazza, Andrew Clare, Alberto Franco Pozzolo                                | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing)       | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 37 | 2012 | Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions   | Erel, Isil; Liao, Rose C.; Weisbach, Michael S.                                      | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 38 | 2011 | Explaining the trends in the UK cross-border mergers 82 acquisitions: An analysis of macro-economic       | Uddin, Moshfique; Boateng, Agyenim   | Teoria Eclética        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing)       | Probabilidade de realização de uma CBM&A |

|    |      | factors  |   |                        |                     |                                 |  |
|----|------|--|---|------------------------|---------------------|---------------------------------|--|
| 39 | 2011 | An Analysis of the Inward Cross-Border Mergers and Acquisitions in the UK: A Macroeconomic Perspective | Boateng, Agyenim; Naraidoo, Ruthira; Uddin, Moshfique | Teoria Econômica       | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed        | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 40 | 2011 | Country-specific sentiment and security prices   | Hwang, Byoung-Hyoun                                   | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing)  | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 41 | 2011 | Foreign takeovers of Australian listed entities  | Bugeja, Martin  | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed        | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 42 | 2011 | Completion of Chinese overseas acquisitions: Institutional perspectives and evidence                   | Zhang, Jianhong; Zhou, Chaohong; Ebberts, Haico)      | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developing -<br>Developed (ing) | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 43 | 2011 | R&D intensity and domestic and cross-border M&A of Japanese firms before domestic M&A deregulation     | Takechi, Kazutaka                                     | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed        | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 44 | 2011 | European market integration through technology-driven M&As   | Frey, Rainer; Hussinger, Hussinger, Katrin            | Organização Industrial | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed        | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 45 | 2010 | Human development and cross-border acquisitions  | Owen, Sian; Yawson, Alfred                            | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed        | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 46 | 2010 | Barbarians at the Gates: State Control of Global Mergers and Acquisitions                              | Conybeare, John; Kim, Dong-Hun                        | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed        | Probabilidade de realização de uma       |

|    |      |  |   |                             |                     |                                      | CBM&A                                      |
|----|------|--|---|-----------------------------|---------------------|--------------------------------------|--|
| 47 | 2010 | Gaining from the global ambitions of emerging economy enterprises: An analysis of the decision to sell a German firm to a Chinese acquirer   | Knoerich, Jan   | Teoria Eclética             | Estudo de Caso      | Developing -<br>Developed            | Probabilidade e de realização de uma CBM&A |
| 48 | 2010 | Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981-2001 | Dikova, Desislava; Sahib, Padma Rao; van Witteloostuijn, Arjen      | Teoria Institucional        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Probabilidade e de realização de uma CBM&A |
| 49 | 2010 | Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions  | Ferreira, Miguel A.; Massa, Massimo; Matos, Pedro                   | Teoria Institucional        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A   |
| 50 | 2010 | The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model   | Hyun, Hea-Jung; Kim, Hyuk Hwang                                     | Teoria Institucional        | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Probabilidade de realização de uma CBM&A   |
| 51 | 2010 | Determinants of cross-border bank acquisitions in transition economies   | Poghosyan, Tigran; de Haan, Jakob                                   | Teoria Institucional        | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Probabilidade de realização de uma CBM&A   |
| 52 | 2009 | Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions   | Collins, Jamie D.; Holcomb, Tim R.; Certo, S. Trevis; Hitt, Michael | Aprendizagem Organizacional | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A   |

|    |      |  |  |                        |                     |                                      |  |
|----|------|--|--|------------------------|---------------------|--------------------------------------|--|
|    |      |  | A.; Lester, Richard H.                             |                        |                     |                                      |  |
| 53 | 2009 | Financing Constraints, Ownership Control, and Cross-Border M&As: Evidence from Nine East Asian Economies                           | Chen, Yenn-Ru; Huang, Yu-Lin; Chen, Chun-Nan       | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 54 | 2009 | Determinants of cross-border M&As in Latin America   | Pablo, Eduardo                                     | Institutional theory   | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 55 | 2009 | The Effects of Geographic Distance on the Foreign Acquisition Activity of US Firms   | Ragozzino, Roberto                                 | Diferenças Culturais   | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing)       | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 56 | 2009 | Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union  | Hernando, Ignacio; Nieto, Maria J.; Wall, Larry D. | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 57 | 2009 | International Taxation and the Direction and Volume of Cross-Border M&As   | Huizinga, Harry P.; Voget, Johannes                | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 58 | 2009 | Trade costs and foreign direct investment  | Neary, J. Peter                                    | Teoria Econômica       | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 59 | 2009 | The internationalization of Chinese companies What do official statistics tell us about Chinese outward foreign direct investment? | Schuler-Zhou, Yun; Schuller, Margot)               | Teoria Eclética        | Modelo de regressão | Developing -<br>Developed (ing)      | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
|    |      | Cross-border mergers and   | Coourdacier, Nicolas; De                           | Teoria Institucional   | Modelo de           | Developed -                          | Probabilidade de                         |

|    |      |  |  |                           |                              |                           |  |
|----|------|--|--|---------------------------|------------------------------|---------------------------|--|
| 60 | 2009 | acquisitions and European integration  | Santis, Roberto A.;<br>Aviat, Antonin                          |                           | regressão                    | Developed                 | realização de uma<br>CBM&A                     |
| 61 | 2009 | Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion?              | Deng, Ping   | Teoria Institucional      | Estudo de<br>Caso            | Developing -<br>Developed | Probabilidade de<br>realização de uma<br>CBM&A |
| 62 | 2008 | Cross-border acquisitions in the global food sector  | Herger, Nils;<br>Kotsogiannis, Christos;<br>McCorriston, Steve | Teoria Institucional      | Modelo de<br>regressão       | Developed -<br>Developed  | Probabilidade de<br>realização de uma<br>CBM&A |
| 63 | 2008 | Trade liberalization and industrial restructuring through mergers and acquisitions             | Breinlich, Holger  | Teoria Institucional      | Diferenças-<br>em-diferenças | Developed -<br>Developed  | Probabilidade de<br>realização de uma<br>CBM&A |
| 64 | 2008 | Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs                              | Hijzen, Alexander;<br>Goerg, Holger; Manchin,<br>Miriam        | Organização<br>Industrial | Modelo de<br>regressão       | Developed -<br>Developed  | Probabilidade de<br>realização de uma<br>CBM&A |
| 65 | 2008 | Cross-border mergers and acquisitions: does the exchange rate matter? Some evidence for Canada | Georgopoulos, George J.  | Literatura de<br>Finanças | Modelo de<br>regressão       | Developed -<br>Developed  | Probabilidade de<br>realização de uma<br>CBM&A |
| 66 | 2008 | Cross-border M&As in the financial sector: Is banking different from insurance?                | Focarelli, Dario;<br>Pozzolo, Alberto Franco                   | Teoria Econômica          | Modelo de<br>regressão       | Developed -<br>Developed  | Probabilidade de<br>realização de uma<br>CBM&A |
| 67 | 2007 | Microeconomic determinants of acquisitions of Eastern European banks by Western European banks | Lanine, Gleb; Vennet,<br>Rudi Vander                           | Teoria Econômica          | Modelo de<br>regressão       | Developed -<br>Developed  | Probabilidade de<br>realização de uma<br>CBM&A |
| 68 | 2006 | Motives to restructure industries: Finnish evidence of cross-border and                        | Lehto, Eero  | Teoria Eclética           | Modelo de<br>regressão       | Developed -<br>Developed  | Probabilidade de<br>realização de uma          |

|    |      |  |  |                                |                          |                                      |  |
|----|------|--|--|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--|
|    |      | domestic mergers and acquisitions  |  |                                |                          |                                      | CBM&A                                    |
| 69 | 2005 | What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening                           | di Giovanni, J                               | Teoria Econômica               | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 70 | 2004 | Cross-country determinants of mergers and acquisitions   | Rossi, S; Volpin, PF                         | Teoria Institucional           | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 71 | 2004 | Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?   | Buch, CM; DeLong, G                          | Literatura de Finanças         | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Probabilidade de realização de uma CBM&A |
| 72 | 2014 | Spatial geography and control in foreign acquisitions  | Malhotra, Shavin; Gaur, Ajai S.              | Teoria dos Custos de Transação | Modelo de regressão      | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Controle                                 |
| 73 | 2011 | Contracting Costs and Information Asymmetry Reduction in Cross-Border M&A  | Boeh, Kevin K.                               | Teoria dos Custos de Transação | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Controle                                 |
| 74 | 2004 | Mitigating risk in international mergers and acquisitions: the role of contingent payouts                          | Reuer, JJ; Shenkar, O; Ragozzino, R          | Literatura de Finanças         | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Controle                                 |
| 75 | 2015 | Culture clashes in cross-border mergers and acquisitions: A case study of Sweden's Volvo and South Korea's Samsung | Lee, Sung-Jun; Kim, Joongwha; Park, Byung Il | Diferenças Culturais           | Estudo de Caso           | Developed -<br>Developing            | Integração pós-aquisição                 |
| 76 | 2014 | Employee Productivity, Employment Growth, and the Cross-Border Acquisitions by Emerging Market                     | Ataullah, Ali; Le, Hang; Sahota, Amandeep S. | Diferenças Culturais           | Diferenças-em-diferenças | Developing -<br>Developed (ing)      | Integração pós-aquisição                 |

|    |      | Firms   |   |                      |                     |                              |   |                          |
|----|------|---|---|----------------------|---------------------|------------------------------|---|--------------------------|
| 77 | 2014 | Customer relationship challenges following international acquisitions                               | Oberg, Christina  | Teoria de Rede       | Estudo de Caso      | Developed<br>Developed       | - | Integração pós-aquisição |
| 78 | 2014 | How do employees adapt to organizational change driven by cross-border M&As? A case in China        | Chung, Goo Hyeok; Du, Jing; Choi, Jin Nam   | Diferenças Culturais | Modelo de regressão | Developed<br>Developing      | - | Integração pós-aquisição |
| 79 | 2013 | The non-economic dimension of changes prompted by cross-border acquisitions: a relational view      | Rezende, Sergio<br>Fernando Loureiro;<br>Ferreira, Jeferson<br>Vinhas; Versiani, Angela<br>França; Guimarães,<br>Liliane Oliveira | Teoria de Rede       | Estudo de Caso      | Developed<br>Developing      | - | Integração pós-aquisição |
| 80 | 2013 | Cross-border M&A as a trigger for network change in the Russian bakery industry                     | Degbey, William; Pelto, Elina   | Teoria de Rede       | Estudo de Caso      | Developed<br>Developing      | - | Integração pós-aquisição |
| 81 | 2012 | Culture's consequences for emotional attending during cross-border acquisition implementation       | Reus, Taco H.   | Diferenças Culturais | Modelo de regressão | Developed<br>Developed (ing) | - | Integração pós-aquisição |
| 82 | 2012 | Does National Context Affect Target Firm Employees' Trust in Acquisitions? A Policy-Capturing Study | Stahl, Guenter K.; Chua, Chei Hwee; Pablo, Amy L.   | Diferenças Culturais | Modelo de regressão | Developed<br>Developing      | - | Integração pós-aquisição |
| 83 | 2012 | Cultural Evaluations in Acquired Companies: Focusing on Subjectivities                              | Zueva-Owens, Anna;<br>Fotaki, Marianna;<br>Ghauri, Pervez   | Diferenças Culturais | Estudo de Caso      | Developed<br>Developed       | - | Integração pós-aquisição |

|    |      |  |  |                        |                       |                        |                          |
|----|------|--|--|------------------------|-----------------------|------------------------|--------------------------|
| 84 | 2012 | Dynamics of Acquired Firm Pre-Acquisition Employee Reactions   | Teerikangas, Satu  | Groud Theory           | Estudo de Caso        | Developed - Developed  | Integração pós-aquisição |
| 85 | 2012 | Opposing positions in M&A research: culture, integration and performance   | Dauber, Daniel   | Diferenças Culturais   | Revisão de Literatura | Developed - Developed  | Integração pós-aquisição |
| 86 | 2011 | Integration Managers' Value-Capturing Roles And Acquisition Performance  | Teerikangas, Satu; Very, Philippe; Pisano, Vincenzo            | Groud Theory           | Estudo de Caso        | Developed - Developed  | Integração pós-aquisição |
| 87 | 2011 | Holistic ethnography: Studying the impact of multiple national identities on post-acquisition organizations                                    | Moore, Fiona   | Diferenças Culturais   | Estudo de Caso        | Developed - Developed  | Integração pós-aquisição |
| 88 | 2011 | Varieties of National Metonymy in Media Accounts of International Mergers and Acquisitions   | Riad, Sally; Vaara, Eero                                       | Diferenças Culturais   | Estudo de Caso        | Developing - Developed | Integração pós-aquisição |
| 89 | 2011 | On the Narrative Construction of Multinational Corporations: An Antenarrative Analysis of Legitimation and Resistance in a Cross-Border Merger | Vaara, Eero; Tienari, Janne                                    | Intertextualidade      | Estudo de Caso        | Developed - Developed  | Integração pós-aquisição |
| 90 | 2011 | The impact of FDI through mergers and acquisitions on innovation in target firms   | Stiebale, Joel; Reize, Frank                                   | Organização Industrial | Modelo de regressão   | Developed - Developed  | Integração pós-aquisição |
| 91 | 2011 | Between merger and syndrome: The intermediary role of emotions in four cross-border M&As   | Sinkovics, Rudolf R.; Zagelmeyer, Stefan; Kusstatscher, Verena | Teoria Comportamental  | Estudo de Caso        | Developed - Developed  | Integração pós-aquisição |

|    |      |  |   |                             |                     |                                |                          |
|----|------|--|---|-----------------------------|---------------------|--------------------------------|--------------------------|
| 92 | 2011 | Culture distance and cross-border acquisition performance: the moderating effect of transformational leadership          | Vasilaki, Athina  | Diferenças Culturais        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing) | Integração pós-aquisição |
| 93 | 2011 | Mergers and acquisitions performance paradox: the mediating role of integration approach                                 | Weber, Yaakov; Tarba, Shlonno Yedidia; Bachar, Ziva Rozen | Diferenças Culturais        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed       | Integração pós-aquisição |
| 94 | 2010 | Cultural differences, convergence, and crossvergence as explanations of knowledge transfer in international acquisitions | Sarala, Riikka M.; Vaara, Eero                            | Diferenças Culturais        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed       | Integração pós-aquisição |
| 95 | 2010 | Do foreign investors exhibit a corporate governance disadvantage? An information asymmetry perspective                   | Kang, Jun-Koo; Kim, Jin-Mo                                | Teoria Institucional        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed       | Integração pós-aquisição |
| 96 | 2010 | Institutional, Industry and Power Effects on Integration in Cross-border Acquisitions                                    | Mtar, Monia   | Teoria Institucional        | Estudo de Caso      | Developed -<br>Developed       | Integração pós-aquisição |
| 97 | 2010 | Foreign acquisition, plant survival, and employment growth   | Bandick, Roger; Goerg, Holger                             | Teoria Eclética             | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed       | Integração pós-aquisição |
| 98 | 2010 | The impact of cultural differences and acculturation factors on post-acquisition conflict                                | Sarala, Riikka M.   | Diferenças Culturais        | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed       | Integração pós-aquisição |
| 99 | 2010 | Opening the grey box: Social communities, knowledge and culture  | Zander, Udo; Zander, Lena                                 | Aprendizagem Organizacional | Modeo Teórico       | Developed -<br>Developed       | Integração pós-aquisição |

|     |      |   |   |                             |                          |                                   |                          |
|-----|------|---|---|-----------------------------|--------------------------|-----------------------------------|--------------------------|
|     |      | in acquisitions   |   |                             |                          |                                   |                          |
| 100 | 2009 | The Impact of Cross-Border Mergers on the Co-Decision-Making Process: The Case of a Danish Company                  | Rocha, Robson So                              | Teoria Institucional        | Estudo de Caso           | Developed - Developed             | Integração pós-aquisição |
| 101 | 2009 | Merging without alienating: interventions promoting cross-cultural organizational integration and their limitations | Brannen, Mary Yoko; Peterson, Mark F.         | Aprendizagem Organizacional | Estudo de Caso           | Developed - Developed             | Integração pós-aquisição |
| 102 | 2009 | Organizational commitment during organizational changes A longitudinal case study on acquired key employees         | Raukko, Melanie                               | Aprendizagem Organizacional | Estudo de Caso           | Developed - Developing            | Integração pós-aquisição |
| 103 | 2009 | Isomorphic or not? Examining cross-border mergers and acquisitions by Chinese firms, 1985-2006                      | Yang, Monica                                  | Teoria Institucional        | Modelo de regressão      | Developing - Developed (ing)      | Integração pós-aquisição |
| 104 | 2008 | Analysing the employment effects of mergers and acquisitions  | Lehto, Eero) Bockerman, Petri                 | Teoria Econômica            | Diferenças-em-diferenças | Developed - Developed             | Integração pós-aquisição |
| 105 | 2008 | Incompatible strategies in international mergers: the failed merger between Telia and Telenor                       | Meyer, Christine Benedichte; Altenborg, Ellen | Aprendizagem Organizacional | Estudo de Caso           | Developed - Developed             | Integração pós-aquisição |
| 106 | 2008 | The politics of institutionalization: the impact of foreign ownership and control on Japanese organizations         | Olcott, George                                | Teoria Institucional        | Estudo de Caso           | Developed - Developed             | Integração pós-aquisição |
| 107 | 2008 | Managing the human side of cross-border acquisitions in South Korea   | Froese, Fabian Jintae; Pak, Yong Suhk; Chong, | Aprendizagem Organizacional | Modelo de regressão      | Developed (ing) - Developed (ing) | Integração pós-aquisição |

|     |      |  |  |                             |                     |                                      |                          |
|-----|------|--|--|-----------------------------|---------------------|--------------------------------------|--------------------------|
|     |      |  | Li Choy  |                             |                     |                                      |                          |
| 108 | 2007 | Integrating cross-border acquisitions: A process-oriented approach   | Colombo, G.; Conca, V.; Buongiorno, M.; Gnan, L. | Teoria Baseada em Recursos  | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Integração pós-aquisição |
| 109 | 2007 | Integration management of Western acquisitions in Japan  | Froese, Fabian J.; Goeritz, Leif E.              | Aprendizagem Organizacional | Estudo de Caso      | Developed -<br>Developed             | Integração pós-aquisição |
| 110 | 2007 | Business as usual?' - Retail employee perceptions of organizational life following cross-border acquisition        | Pioch, Elke                                      | Aprendizagem Organizacional | Estudo de Caso      | Developed -<br>Developed             | Integração pós-aquisição |
| 111 | 2006 | The socio-political economy of pharmaceutical mergers: A case study of Sanofi and Aventis                          | Mittra, James                                    | Teoria Institucional        | Estudo de Caso      | Developed -<br>Developed             | Integração pós-aquisição |
| 112 | 2006 | The human resource management issues during an acquisition: the target firm's top management team and key managers | Kiessling, Timothy; Harvey, Michael              | Aprendizagem Organizacional | Case study          | Developed -<br>Developed             | Integração pós-aquisição |
| 113 | 2006 | The culture-performance relationship in M&A: From yes/no to how  | Teerikangas, S; Very, P                          | Diferenças Culturais        | Modelo Teórico      | Developed -<br>Developed             | Integração pós-aquisição |
| 114 | 2006 | Making M&A fly in China  | Peng, MW   | Diferenças Culturais        | Modelo Teórico      | Developed -<br>Developing            | Integração pós-aquisição |
| 115 | 2006 | Mergers and acquisitions in the maritime transport industry 1996-2000  | Brooks, Mary R.; Ritchie, Pamela                 | Teoria Eclética             | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Integração pós-aquisição |
| 116 | 2005 | Expatriation as a bridge over troubled water: A knowledge-based  | Hebert, L; Very, P; Beamish, PW                  | Aprendizagem Organizacional | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Integração pós-aquisição |

|     |      |   |  |                        |                   |                          |                                |
|-----|------|---|--|------------------------|-------------------|--------------------------|--------------------------------|
|     |      | perspective applied to cross-border acquisitions  |  |                        |                   |                          |                                |
| 117 | 2005 | Gender and national identity constructions in the cross-border merger context   | Tienari, J; Soderberg, AM; Holgersson; Vaara   | Diferenças Culturais   | Estudo de Caso    | Developed -<br>Developed | Integração pós-aquisição       |
| 118 | 2005 | Integration or disintegration? Human resource implications of a common corporate language decision in a cross-border merger | Piekkari, R; Vaara, E; Tienari, J; Santi, R    | Diferenças Culturais   | Estudo de Caso    | Developed -<br>Developed | Integração pós-aquisição       |
| 119 | 2005 | Cross-border mergers and acquisitions: a response to environmental transformation   | Conklin, DW                                    | Diferenças Culturais   | Estudo de Caso    | Developed -<br>Developed | Integração pós-aquisição       |
| 120 | 2005 | Communication dissonance and pragmatic failures in strategic processes: The case of cross-border acquisitions               | Irrmann, Olivier                               | Diferenças Culturais   | Estudo de Caso    | Developed -<br>Developed | Integração pós-aquisição       |
| 121 | 2004 | The role of human resource management in cross-border mergers and acquisitions  | Aguilera, RV; Dencker, JC                      | Teoria da Contingência | Modelo Teórico    | Developed -<br>Developed | Integração pós-aquisição       |
| 122 | 2003 | Global capitalism meets national spirit - Discourses in media texts on a cross-border acquisition                           | Tienari, J; Vaara, E; Bjorkman, I              | Diferenças Culturais   | Estudo de Caso    | Developed -<br>Developed | Integração pós-aquisição       |
| 123 | 2015 | Mergers and Acquisitions in the Global Insurance Industry: Valuation Effects  | J David Cummins, Paul Klumpes and Mary A Weiss | Teoria da Produção     | Estudo de Eventos | Developed -<br>Developed | Estratégia de criação de valor |

|     |      |  |   |                          |                     |                                      |                                |
|-----|------|--|---|--------------------------|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| 124 | 2015 | The Safety and Soundness Effects of Bank M&A in the EU: Does Prudential Regulation Have any Impact?                                    | Hagendorff, Jens; Nieto, Maria J.                             | Teoria Institucional     | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 125 | 2015 | State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms                      | Du, Min; Boateng, Agyenim                                     | Teoria Institucional     | Estudo de Eventos   | Developing -<br>Developed            | Estratégia de criação de valor |
| 126 | 2015 | Growing Lemons or Cherries? Pre and Post-acquisition Performance of Foreign-Acquired Firms in New EU Member States                     | Damijan, Joze; Kostevc, Crt; Rojec, Matija                    | Teoria Eclética          | Modelo de regressão | Developed -<br>Developing            | Estratégia de criação de valor |
| 127 | 2015 | The wealth effects of acquiring foreign divested assets  | Jory, Surendranath R.; Ngo, Thanh N.                          | Literatura de Finanças   | Estudo de Eventos   | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 128 | 2015 | Knowing when to acquire: The case of multinational technology firms  | Brueller, Nir N.; Ellis, Shmuel; Segev, Eli; Carmeli, Abraham | Visão Baseada em Rotinas | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 129 | 2015 | The long-term performance of cross-border mergers and acquisitions Evidence from the Chinese stock market                              | Lan, Sai; Yang, Fan; Zhu, Hong                                | Teoria Eclética          | Estudo de Eventos   | Developing -<br>Developed (ing)      | Estratégia de criação de valor |
| 130 | 2015 | The relationship between interlocking directorate and stock market reaction to international merger and acquisition announcements: the | Chen, Li-Yu; Lai, Jung-Ho                                     | Diferenças Culturais     | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |

|     |      |   |   |                                |                     |                              |                                |
|-----|------|---|---|--------------------------------|---------------------|------------------------------|--------------------------------|
|     |      | moderating effect of cultural distance  |   |                                |                     |                              |                                |
| 131 | 2015 | Antecedents of marketing integration in cross-border mergers and acquisitions Evidence from Malaysia and Indonesia    | Sinkovics, Rudolf R.; Sinkovics, Noemi; Lew, Yong Kyu; Jedin, Mohd Haniff; Zagelmeyer, Stefan     | Teoria Baseada em Recursos     | Modelo de regressão | Developing - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 132 | 2015 | Ownership participation of cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms Antecedents and performance | Yang, Monica  | Teoria dos Custos de Transação | Estudo de Eventos   | Developing - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 133 | 2015 | The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom                               | Andriosopoulos, Dimitris; Yang, Shuai   | Diferenças Culturais           | Modelo de regressão | Developed - Developed (ing)  | Estratégia de criação de valor |
| 134 | 2014 | Performance in cross-border mergers and acquisitions: an empirical analysis of the Brazilian case                     | Bortoluzzo, Adriana Bruscato; de Siqueira Garcia, Maria Pia; Boehe, Dirk Michael; Sheng, Hsia Hua | Teoria dos Custos de Transação | Modelo de regressão | Developing - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 135 | 2014 | Target's organisational form and returns to Australian bidders in cross-border acquisitions                           | Colombage, Sisira R. N.; Gunasekarage, Abeyratna; Shams, Syed M. M.                               | Literatura de Finanças         | Estudo de Eventos   | Developed - Developed        | Estratégia de criação de valor |
| 136 | 2014 | Cross-border acquisitions of state-owned enterprises  | Jory, Surendranath Rakesh; Ngo, Thanh Ngoc  | Literatura de Finanças         | Estudo de Eventos   | Developed - Developing       | Estratégia de criação de valor |

|     |      |   |  |                            |                          |                              |                                |
|-----|------|---|--|----------------------------|--------------------------|------------------------------|--------------------------------|
| 137 | 2014 | Impact of Chinese cross-border outbound M&As on firm performance: Econometric analysis using firm-level data              | Edamura, Kazuma; Haneda, Sho; Inui, Tomohiko; Tan, Xiaofei; Todo, Yasuyuki           | Teoria Baseada em Recursos | Diferenças em Diferenças | Developing - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 138 | 2014 | Attributional tendencies in cultural explanations of M&A performance  | Vaara, Eero; Junni, Paulina; Sarala, Riikka M.; Ehrmrooth, Mats; Koveshnikov, Alexei | Diferenças Culturais       | Modelo de regressão      | Developed - Developed (ing)  | Estratégia de criação de valor |
| 139 | 2014 | Determinants of the acquisition of listed versus unlisted firms in different legal and institutional environments         | Feito-Ruiz, Isabel; Fernandez, Ana I.; Menendez-Requejo, Susana                      | Teoria de Agência          | Estudo de Eventos        | Developed - Developed (ing)  | Estratégia de criação de valor |
| 140 | 2014 | International investors' reactions to cross-border acquisitions by emerging market multinationals                         | Ning, Lutao y; Kuo, Jing-Ming; Strange, Roger; Wang, Boya                            | Teoria de Agência          | Estudo de Eventos        | Developing - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 141 | 2014 | Results of Cross-Border Mergers and Acquisitions by Multinational Corporations from Emerging Countries The Case of Poland | Klimek, Artur  | Teoria Eclética            | Diferenças-em-diferenças | Developing - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 142 | 2014 | Foreign direct investment in emerging markets and acquirers' value gains  | Barbopoulos, Leonidas; Marshall, Andrew; MacInnes, Cameron; McColgan, Patrick        | Teoria Eclética            | Estudo de Eventos        | Developed – Developing       | Estratégia de criação de valor |
| 143 | 2014 | Not All Differences Are the Same: Dual Roles of Status and Cultural   | Yildiz, H. Emre  | Diferenças Culturais       | Modelo Teórico           | Developed - Developed        | Estratégia de criação de valor |

|     |      |   |   |                            |                     |                                      |                                |
|-----|------|---|---|----------------------------|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
|     |      | Distance in Sociocultural Integration in Cross-border M&As  |   |                            |                     |                                      |                                |
| 144 | 2014 | Determinants of cross-border merger premia  | Sonenshine, Ralph;<br>Reynolds, Kara  | Teoria Eclética            | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 145 | 2014 | Marketing integration in cross-border mergers and acquisitions: conceptual framework and research propositions              | Sinkovics, Rudolf R.;<br>Jedin, Mohd. Haniff;<br>Sinkovics, Noemi                     | Teoria Baseada em Recursos | Modelo Teórico      | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 146 | 2014 | Do cross-border acquisitions involving emerging market firms create value Impact of deal characteristics                    | Narayan, P. C.;<br>Thenmozhi, M   | Teoria Eclética            | Modelo de regressão | Developing (ed) -<br>Developing (ed) | Estratégia de criação de valor |
| 147 | 2014 | Mergers and acquisitions in shipping  | Alexandrou, George;<br>Gounopoulos, Dimitrios;<br>Thomas, Hardy M.                    | Teoria de Agência          | Modelo de regressão | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 148 | 2014 | The Effects of Cross-border and Cross-industry Mergers and Acquisitions on Home-region and Global Multinational Enterprises | Kling, Gerhard;<br>Ghobadian, Abby; Hitt, Michael A.; Weitzel, Utz; O'Regan, Nicholas | Teoria Eclética            | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 149 | 2013 | Multilatinas and value creation from cross-border acquisitions:: an event study approach                                    | Dakessian, Leon Chant;<br>Feldmann, Paulo Roberto                                     | Teoria Eclética            | Estudo de Eventos   | Developing –<br>Developing           | Estratégia de criação de valor |
| 150 | 2013 | The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms  | Nicholson, Rekha Rao;<br>Salaber, Julie   | Teoria Baseada em Recursos | Estudo de Eventos   | Developing -<br>Developed (ing)      | Estratégia de criação de valor |

|     |      |  |   |                             |                          |                                      |                                |
|-----|------|--|---|-----------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| 151 | 2013 | Institutions and the performance of politically connected M&As                                       | Brockman, Paul; Rui, Oliver M.; Zou, Huan           | Teoria Institucional        | Estudo de Eventos        | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 152 | 2013 | When do foreign subsidiaries outperform local firms?   | Chang, Sea-Jin; Chung, Jaiho; Moon, Jon Jungbien    | Teoria Eclética             | Diferenças-em-diferenças | Developed (ing) -<br>Developing      | Estratégia de criação de valor |
| 153 | 2013 | The pre-acquisition evaluation of target firms and cross border acquisition performance              | Ahammad, Mohammad Faisal; Glaister, Keith W.        | Aprendizagem Organizacional | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 154 | 2013 | Cross-Border Mergers and Differences in Corporate Governance   | Starks, Laura T.; Wei, Kelsey D.                    | Teoria de Agência           | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 155 | 2013 | Revisiting the merger and acquisition performance of European banks                                  | Asimakopoulos, Ioannis; Athanasoglou, Panayiotis P. | Teoria de Agência           | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 156 | 2013 | Corporate governance reforms around the world and cross-border acquisitions                          | Kim, E. Han; Lu, Yao                                | Teoria Institucional        | Diferenças-em-diferenças | Developed -<br>Developing            | Estratégia de criação de valor |
| 157 | 2013 | The value of financing through cross-border asset sales: Shareholder returns and liquidity           | Borisova, Ginka; John, Kose; Salotti, Valentina     | Teoria Eclética             | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 158 | 2013 | Analyzing the likelihood and the impact of earnout offers on acquiring company wealth gains in India | Kohli, Reena; Mann, Bikram Jit Singh                | Literatura de Finanças      | Estudo de Eventos        | Developed (ing) -<br>Developing      | Estratégia de criação de valor |
| 159 | 2013 | Characteristics of Acquirers and Targets in Domestic and Cross-border Mergers and Aquisitions        | Liu, Qing; Qiu, Larry D.                            | Literatura de Finanças      | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |

|     |      |  |   |                        |                     |                                   |                                |
|-----|------|--|---|------------------------|---------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| 160 | 2013 | Operating Performance of Emerging Market Acquirers: Corporate Governance Issues  | Yen, Tze-Yu; Chou, Shuching; Andre, Paul        | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developing - Developed (ing)      | Estratégia de criação de valor |
| 161 | 2013 | Determinants of target selection and acquirer returns: Evidence from cross-border acquisitions   | Bae, Sung C.; Chang, Kiyoung; Kim, Doseong      | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos   | Developed - Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 162 | 2013 | Cross-border diversification through M&As in Latin America   | Pablo, Eduardo                                  | Teoria Institucional   | Estudo de Eventos   | Developed – Developing            | Estratégia de criação de valor |
| 163 | 2013 | Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms' rivals: A test of the growth probability hypothesis in China | Gaur, Ajai S.; Malhotra, Shavin; Zhu, Pengcheng | Organização Industrial | Estudo de Eventos   | Developed - Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 164 | 2013 | Is cultural distance a bane or a boon for cross-border acquisition performance?  | Dikova, Desislava; Sahib, Padma Rao             | Diferenças Culturais   | Modelo de regressão | Developed (ing) - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 165 | 2013 | Does payment method matter in cross-border acquisitions?   | Dutta, Shantanu; Saadi, Samir; Zhu, PengCheng   | Teoria de Agência      | Estudo de Eventos   | Developed - Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 166 | 2012 | Analyzing determinants of value creation in domestic and cross border acquisitions in India  | Kohli, Reena; Mann, Bikram Jit Singh            | Teoria Eclética        | Estudo de Eventos   | Developed - Developing            | Estratégia de criação de valor |
| 167 | 2012 | Cross-Border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth   | Danbolt, Jo; Maciver, Gillian                   | Teoria Eclética        | Estudo de Eventos   | Developed - Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 168 | 2012 | Who bears the burden of international taxation? Evidence from cross-border   | Huizinga, Harry; Voget, Johannes; Wagner, Wolf  | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |

|     |      | M&As  |  |                        |                     |                                 |                                |
|-----|------|---|--|------------------------|---------------------|---------------------------------|--------------------------------|
| 169 | 2012 | Legal systems and gains from cross-border acquisitions  | Barbopoulos, Leonidas;<br>Paudyal, Krishna;<br>Pescetto, Gioia                         | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed (ing)  | Estratégia de criação de valor |
| 170 | 2012 | Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers                            | Bertrand, Olivier;<br>Betschinger, Marie-Ann   | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developing -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 171 | 2012 | Impact on Target Firm Risk-Return Characteristics of Domestic and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets | Zhu, PengCheng; Jog,<br>Vijay  | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos   | Developed (ing) –<br>Developing | Estratégia de criação de valor |
| 172 | 2012 | Cross-Border Mergers And Acquisitions: Malaysian Perspective  | Khin, Edward Wong<br>Sek; Lee, Leong Yen;<br>Yee, Cheok Mui                            | Teoria de Agência      | Estudo de Eventos   | Developed -<br>Developing       | Estratégia de criação de valor |
| 173 | 2011 | CEO Attributes, Board Composition, and Acquirer Value Creation: A Canadian Study  | Ben Amar, Walid;<br>Boujenoui, Ameer;<br>Francoeur, Claude                             | Teoria de Agência      | Modelo de regressão | Developed –<br>Developed (ing)  | Estratégia de criação de valor |
| 174 | 2011 | Consolidation in the European banking industry: how effective is it?  | Lozano-Vivas, Ana;<br>Kumbhakar, Subal C.;<br>Fethi, Meryem Duygun;<br>Shaban, Mohamed | Teoria da Decisão      | Modelo de regressão | Developed -<br>Developed        | Estratégia de criação de valor |
| 175 | 2011 | US takeovers in foreign markets: Do they impact emerging and developed markets differently?                                 | Burns, Natasha;<br>Liebenberg, Ivonne  | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos   | Developed -<br>Developed (ing)  | Estratégia de criação de valor |
|     |      | Cross-border Mergers and  | Feito-Ruiz, Isabel;  | Teoria Institucional   | Estudo de           | Developed -                     | Estratégia de criação          |

|     |      |   |  |                        |                          |                                      |                                |
|-----|------|---|--|------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| 176 | 2011 | Acquisitions in different legal environments  | Menendez-Requejo, Susana                                 |                        | Eventos                  | Developed (ing)                      | de valor                       |
| 177 | 2011 | Convergent synergies in the global market for corporate control   | Madura, Jeff; Ngo, Thanh; Viale, Ariel M.                | Literatura de Finanças | Modelo de regressão      | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 178 | 2011 | Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants    | Bhagat, Sanjai; Malhotra, Shavin; Zhu, PengCheng         | Teoria Eclética        | Estudo de Eventos        | Developing -<br>Developed (ing)      | Estratégia de criação de valor |
| 179 | 2011 | The effects of cross-border M&As on the acquirers' domestic performance: firm-level evidence                      | Stiebale, Joel; Trax, Michaela                           | Organização Industrial | Diferenças-em-diferenças | Developed -<br>Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 180 | 2011 | The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave               | Martynova, Marina; Renneboog, Luc                        | Teoria Institucional   | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 181 | 2011 | Should Acquiring Firms Pursue More Than One Value Creation Strategy? An Empirical Test of Acquisition Performance | Ambrosini, Veronique; Bowman, Cliff; Schoenberg, Richard | Organização Industrial | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 182 | 2011 | The double-edged effect of cultural distance on cross-border acquisition performance                              | Ahammad, Mohammad Faisal; Glaister, Keith W.             | Diferenças Culturais   | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 183 | 2011 | Wealth impact of cross-border US acquisitions of Chinese firms  | Kiyamaz, Halil; Alon, Ilan                               | Finance literaure      | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developing            | Estratégia de criação de valor |
|     |      | Cross-border mergers in a mixed   | Heywood, John S.;  | Organização            | Modelo                   | Developed -                          | Estratégia de criação          |

|     |      |  |  |                      |                     |                                   |                                |
|-----|------|--|--|----------------------|---------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| 184 | 2011 | oligopoly  | McGinty, Matthew   | Industrial           | Teórico             | Developed                         | de valor                       |
| 185 | 2011 | The cost of pride: Why do firms from developing countries bid higher?  | Hope, Ole-Kristian; Thomas, Wayne; Vyas, Dushyantkumar           | Diferenças Culturais | Modelo de regressão | Developing - Developed            | Estratégia de criação de valor |
| 186 | 2010 | Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal-principal perspective                       | Chen, Yuan Yi; Young, Michael N.                                 | Teoria Institucional | Modelo de regressão | Developing - Developed (ing)      | Estratégia de criação de valor |
| 187 | 2010 | Shareholders' reactions to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference? | von Eije, H (von Eije, Henk); Wiegerinck, H (Wiegerinck, Helene) | Teoria Institucional | Estudo de Eventos   | Developed (ing) - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 188 | 2010 | The Value of Control in Emerging Markets   | Chari, Anusha; Ouimet, Paige P.; Tesar, Linda L.                 | Teoria Institucional | Estudo de Eventos   | Developed - Developing            | Estratégia de criação de valor |
| 189 | 2010 | Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments   | Feito-Ruiz, Isabel; Menendez-Requejo, Susana                     | Teoria Institucional | Estudo de Eventos   | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 190 | 2010 | Minority shareholders' wealth effects and stock market development: Evidence from increase-in-ownership M&As               | Croci, Ettore; Petmezas, Dimitris                                | Teoria Institucional | Estudo de Eventos   | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 191 | 2010 | Value Creation of European Bank Mergers and Acquisitions in the 1998-2007 Period   | Teply, Petr; Starova, Hana; Cernohorsky, Jan                     | Teoria Institucional | Modelo de regressão | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
|     |      | Cross-border acquisitions and  | Bednarczyk, Tomasz P.;   | Organização          | Modelo de           | Developed -                       | Estratégia de criação          |

|     |      |   |  |                             |                                   |                                      |                                |
|-----|------|---|--|-----------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| 192 | 2010 | shareholder wealth: Evidence from the energy and industry in Central and Eastern Europe   | Schiereck, Dirk; Walter, Hardrik N.                                | Industrial                  | regressão                         | Developed                            | de valor                       |
| 193 | 2009 | Cross-Border Bank Acquisitions: Is there a Performance Effect?                            | Correa, Ricardo  | Literatura de Finanças      | Modelo de regressão               | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 194 | 2009 | M&A Operations and Performance in Banking   | Beccalli, Elena; Frantz, Pascal                                    | Literatura de Finanças      | Modelo de regressão               | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 195 | 2009 | The legal environment and corporate valuation: Evidence from cross-border takeovers       | Kuipers, David R.; Miller, Darius P.; Patel, Ajay                  | Teoria Institucional        | Estudo de Eventos                 | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 196 | 2009 | The double-edged sword of cultural distance in international acquisitions                 | Reus, Taco H.; Lamont, Bruce T.                                    | Diferenças Culturais        | Modelo de regressão               | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 197 | 2009 | Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals   | Aybar, Buelent; Ficici, Aysun                                      | Aprendizagem Organizacional | Estudo de Eventos                 | Developing -<br>Developed (ing)      | Estratégia de criação de valor |
| 198 | 2009 | Mergers and Long-Term Corporate Performance: Evidence from Cross-Border Bank Acquisitions | Fraser, Donald R.; Zhang, Hao                                      | Teoria Institucional        | comparative-descriptive statistic | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 199 | 2009 | Bondholders' wealth effects in domestic and cross-border bank mergers                     | Ongena, Steven; Penas, Maria Fabiana                               | Literatura de Finanças      | Estudo de Eventos                 | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 200 | 2009 | Mars-Venus marriages: Culture and cross-border M&A  | Chakrabarti, Rajesh; Gupta-Mukherjee, Swasti; Jayaraman, Narayanan | Diferenças Culturais        | Estudo de Eventos                 | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |

|     |      |  |   |                        |                          |                                      |                                |
|-----|------|--|---|------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| 201 | 2009 | The Role of Cross-border Mergers and Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the Chinese Stock Market                   | An, Yu Hua  | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos        | Developed (ing) -<br>Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
| 202 | 2008 | Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions                          | Dos Santos, Marcelo B.; Errunza, Vihang R.; Miller, Darius P. | Literatura de Finanças | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 203 | 2008 | Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions | Francis, Bill B.; Hasan, Iftekhar; Sun, Xian                  | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 204 | 2008 | Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US  | Hagendorff, Jens; Collins, Michael; Keasey, Kevin             | Teoria Institucional   | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 205 | 2008 | The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers  | Bris, Arturo; Cabolis, Christos                               | Teoria Institucional   | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 206 | 2008 | Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance?  | Bertrand, Olivier; Zitouna, Habib                             | Organização Industrial | Diferenças-em-diferenças | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 207 | 2008 | Cross-border mergers and acquisitions using ADRs as consideration  | Owers, James E.; Lin, Bing-Xuan; Rogers, Ronald C.            | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos        | Developed -<br>Developed             | Estratégia de criação de valor |
|     |      | The relevance of target accounting   | Black, Ervin L.; Carnes,                                      | Teoria Institucional   | Estudo de                | Developed -                          | Estratégia de criação          |

|     |      |   |  |                        |                     |                                   |                                |
|-----|------|---|--|------------------------|---------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| 208 | 2007 | quality to the long-term success of cross-border mergers  | Thomas A.; Jandik, Tomas; Henderson, B. Charlene |                        | Eventos             | Developed                         | de valor                       |
| 209 | 2007 | The determinants of target returns in European bank mergers   | Ismail, Ahmad; Davidson, Ian                     | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 210 | 2006 | Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics                               | Schoenberg, Richard                              | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos   | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 211 | 2006 | M&As performance in the European financial industry   | Manuel Campa, Jose; Hernando, Ignacio            | Literatura de Finanças | Estudo de Eventos   | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 212 | 2006 | Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance   | Weitzel, Utz; Berns, Sjors                       | Teoria Institucional   | Modelo de regressão | Developed - Developed (ing)       | Estratégia de criação de valor |
| 213 | 2006 | Does global diversification destroy firm value?   | Doukas, JA; Kan, OB                              | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 214 | 2006 | Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada                       | Ben-Amar, W; Andre, P                            | Teoria Institucional   | Estudo de Eventos   | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 215 | 2006 | Returns to acquirers of listed and unlisted targets   | Faccio, M; McConnell, JJ; Stolin, D              | Literatura de Finanças | Modelo de regressão | Developed - Developed             | Estratégia de criação de valor |
| 216 | 2005 | Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90 | Pinto Jr., Helder Queiroz; Iooty, Mariana        | Organização Industrial | Modelo de regressão | Developed (ing) - Developed (ing) | Estratégia de criação de valor |
|     |      | The impact on UK acquirers of   | Conn, RL; Cosh, A;                               | Literatura de          | Estudo de           | Developed -                       | Estratégia de criação          |

|     |      |   |   |                        |                          |                          |                                |
|-----|------|---|---|------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| 217 | 2005 | domestic, cross-border, public and private acquisitions                                 | Guest, PM; Hughes, AO                             | Finanças               | Eventos                  | Developed                | de valor                       |
| 218 | 2004 | Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors | Kiyamaz, H  | Literatura de Finanças | Modelo de regressão      | Developed -<br>Developed | Estratégia de criação de valor |
| 219 | 2003 | The effects of mergers: an international comparison                                     | Gugler, K; Mueller, DC; Yurtoglu, BB; Zulehner, C | Organização Industrial | Diferenças-em-diferenças | Developed -<br>Developed | Estratégia de criação de valor |

## CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS E FUNDOS NEGOCIADOS NA BM&amp;FBOVESPA

| SETOR ECONÔMICO                        | SUBSETOR                               | SEGMENTO                       | LISTAGEM    |          |
|--|--|--------------------------------|-------------|----------|
|  |  |                                | CÓDIGO      | SEGMENTO |
| <b>Petróleo, Gás e Biocombustíveis</b> | <b>Petróleo, Gás e Biocombustíveis</b> | <b>Exploração e/ou Refino</b>  |             |          |
|  |  | CHEVRON                        | CHVX        |          |
|  |  | COPHILLIPS                     | COPH        |          |
|  |  | EXXON MOBIL                    | EXXO        |          |
|  |  | NOVA OLEO                      | OGSA        |          |
|  |  | OGX PETROLEO                   | OGXP        | NM       |
|  |  | PET MANGUINH                   | RPMG        |          |
|  |  | <b>PETROBRAS</b>               | <b>PETR</b> |          |
|  |  | PETRORIO                       | PRIO        | NM       |
|  |  | QGEP PART                      | QGEP        | NM       |
|  |  | Y P F                          | YPFL        |          |
|  |  | <b>Equipamentos e Serviços</b> |             |          |
|  |  | HALLIBURTON                    | HALI        |          |
|  |  | OSX BRASIL                     | OSXB        | NM       |
|  |  | SCHLUMBERGER                   | SLBG        |          |

| SETOR ECONÔMICO          | SUBSETOR                       | SEGMENTO                      | LISTAGEM    |           |
|--------------------------|--------------------------------|-------------------------------|-------------|-----------|
|                          |                                |                               | CÓDIGO      | SEGMENTO  |
| <b>Materiais Básicos</b> | <b>Mineração</b>               | <b>Minerais Metálicos</b>     |             |           |
|                          |                                | ALCOA                         | AALC        |           |
|                          |                                | FREEPORT                      | FCXO        |           |
|                          |                                | LITEL                         | LTEL        | MB        |
|                          |                                | MMX MINER                     | MMXM        | NM        |
|                          |                                | <b>VALE</b>                   | <b>VALE</b> | <b>N1</b> |
|                          |                                | <b>Minerais Não Metálicos</b> |             |           |
|                          |                                | CCX CARVAO                    | CCXC        | NM        |
|                          | <b>Siderurgia e Metalurgia</b> | <b>Siderurgia</b>             |             |           |
|                          |                                | ARCELOR                       | ARMT        |           |
|                          |                                | FERBASA                       | FESA        | N1        |

|                        |                                   |      |    |
|------------------------|-----------------------------------|------|----|
|                        | GERDAU                            | GGBR | N1 |
|                        | GERDAU MET                        | GOAU | N1 |
|                        | SID NACIONAL                      | CSNA |    |
|                        | USIMINAS                          | USIM | N1 |
|                        | <b>Artefatos de Ferro e Aço</b>   |      |    |
|                        | ALIPERTI                          | APTI |    |
|                        | FIBAM                             | FBMC |    |
|                        | MANGELS INDL                      | MGEL |    |
|                        | PANATLANTICA                      | PATI |    |
|                        | TEKNO                             | TKNO |    |
|                        | <b>Artefatos de Cobre</b>         |      |    |
|                        | PARANAPANEMA                      | PMAM | NM |
| <b>Químicos</b>        | <b>Petroquímicos</b>              |      |    |
|                        | BRASKEM                           | BRKM | N1 |
|                        | DOW CHEMICAL                      | DOWB |    |
|                        | ELEKEIROZ                         | ELEK |    |
|                        | GPC PART                          | GPCP |    |
|                        | UNIPAR                            | UNIP |    |
|                        | <b>Fertilizantes e Defensivos</b> |      |    |
|                        | FER HERINGER                      | FHER | NM |
|                        | MOSAIC CO                         | MOSC |    |
|                        | NUTRIPLANT                        | NUTR | MA |
|                        | <b>Químicos Diversos</b>          |      |    |
|                        | CRISTAL                           | CRPG |    |
| <b>Madeira e Papel</b> | <b>Madeira</b>                    |      |    |
|                        | DURATEX                           | DTEX | NM |
|                        | EUCATEX                           | EUCA | N1 |
|                        | <b>Papel e Celulose</b>           |      |    |
|                        | CELUL IRANI                       | RANI |    |
|                        | FIBRIA                            | FIBR | NM |
|                        | KLABIN S/A                        | KLBN | N2 |
|                        | MELHOR SP                         | MSPA |    |
|                        | SANTHER                           | STTZ |    |
|                        | SUZANO HOLD                       | NEMO |    |
|                        | SUZANO PAPEL                      | SUZB | N1 |
| <b>Embalagens</b>      | <b>Embalagens</b>                 |      |    |

|  |                           |                           |      |    |
|--|---------------------------|---------------------------|------|----|
|  |                           | EVORA                     | PTPA |    |
|  |                           | METAL IGUACU              | MTIG |    |
|  | <b>Materiais Diversos</b> | <b>Materiais Diversos</b> |      |    |
|  |                           | MAGNESITA SA              | MAGG | NM |
|  |                           | SANSUY                    | SNSY |    |

| SETOR ECONÔMICO         | SUBSETOR                       | SEGMENTO                                | LISTAGEM |          |
|-------------------------|--------------------------------|---|----------|----------|
|                         |                                |   | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Bens Industriais</b> | <b>Material de Transporte</b>  | <b>Material Aeronáutico e de Defesa</b> |          |          |
|                         |                                | BOEING                                  | BOEI     |          |
|                         |                                | EMBRAER                                 | EMBR     | NM       |
|                         |                                | GEN DYNAMICS                            | GDBR     |          |
|                         |                                | LOCKHEED                                | LMTB     |          |
|                         |                                | UNITED TECH                             | UTEC     |          |
|                         |                                | <b>Material Ferroviário</b>             |          |          |
|                         |                                | COBRASMA                                | CBMA     |          |
|                         |                                | <b>Material Rodoviário</b>              |          |          |
|                         |                                | D H B                                   | DHBI     |          |
|                         |                                | FRAS-LE                                 | FRAS     | N1       |
|                         |                                | IOCHP-MAXION                            | MYPK     | NM       |
|                         |                                | MARCOPOLO                               | POMO     | N2       |
|                         |                                | METAL LEVE                              | LEVE     | NM       |
|                         |                                | PLASCAR PART                            | PLAS     |          |
|                         |                                | RANDON PART                             | RAPT     | N1       |
|                         |                                | RECRUSUL                                | RCSL     |          |
|                         |                                | RIOSULENSE                              | RSUL     |          |
|                         |                                | TUPY                                    | TUPY     | NM       |
|                         |                                | WETZEL S/A                              | MWET     |          |
|                         | <b>Equipamentos Elétricos</b>  | <b>Equipamentos Elétricos</b>           |          |          |
|                         |                                | METALFRIO                               | FRIO     | NM       |
|                         | <b>Máquinas e Equipamentos</b> | <b>Motores , Compressores e Outros</b>  |          |          |
|                         |                                | LUPATECH                                | LUPA     | NM       |
|                         |                                | SCHULZ                                  | SHUL     |          |
|                         |                                | WEG                                     | WEGE     | NM       |
|                         |                                | <b>Máq. e Equip. Industriais</b>        |          |          |

|  |                 |  |  |                      |
|--|-----------------|--|--|----------------------|
|  |                 | BARDELLA<br>INDS ROMI<br>INEPAR<br>KEPLER WEBER<br>NORDON MET<br>PRATICA | BDLL<br>ROMI<br>INEP<br>KEPL<br>NORD<br>PRCA | NM<br>N1<br>M2       |
|  |                 | <b>Máq. e Equip. Construção e Agrícolas</b>                              |  |                      |
|  |                 | ACO ALTONA<br>CATERPILLAR<br>METISA                                      | EALT<br>CATP<br>MTSA                         |                      |
|  |                 | <b>Máq. e Equip. Hospitalares</b>  |  |                      |
|  |                 | BAUMER   | BALM   |                      |
|  |                 | <b>Armas e Munições</b>  |  |                      |
|  |                 | FORJA TAURUS   | FJTA   | N2                   |
|  | <b>Serviços</b> | <b>Serviços Diversos</b>   |  |                      |
|  |                 | ALTUS S/A<br>CONTAX<br>CSU CARDSYST<br>DTCOM-DIRECT<br>VALID             | ALTS<br>CTAX<br>CARD<br>DTCY<br>VLID         | M2<br>N2<br>NM<br>NM |
|  | <b>Comércio</b> | <b>Material de Transporte</b>  |  |                      |
|  |                 | MINASMAQUINA<br>WLM IND COM  | MMAQ<br>SGAS                                 |                      |

| SETOR ECONÔMICO                | SUBSETOR                       | SEGMENTO  | LISTAGEM                     |          |
|--------------------------------|--------------------------------|---|------------------------------|----------|
|                                |                                |   | CÓDIGO                       | SEGMENTO |
| <b>Construção e Transporte</b> | <b>Construção e Engenharia</b> | <b>Materiais de Construção</b>                    |                              |          |
|                                |                                | CHIARELLI<br>ETERNIT<br>HAGA S/A<br>PORTOBELLO    | CCHI<br>ETER<br>HAGA<br>PTBL | NM<br>NM |
|                                |                                | <b>Construção Civil</b>                           |                              |          |
|                                |                                | BROOKFIELD<br>CONST A LIND<br>CR2<br>CYRELA REALT | BISA<br>CALI<br>CRDE<br>CYRE | NM<br>NM |

|                   |   |      |    |
|-------------------|---|------|----|
|                   | DIRECIONAL                                | DIRR | NM |
|                   | EVEN                                      | EVEN | NM |
|                   | EZTEC                                     | EZTC | NM |
|                   | GAFISA                                    | GFSA | NM |
|                   | HELBOR                                    | HBOR | NM |
|                   | JHSF PART                                 | JHSF | NM |
|                   | JOAO FORTES                               | JFEN |    |
|                   | MRV                                       | MRVE | NM |
|                   | PDG REALT                                 | PDGR | NM |
|                   | RODOBENSIMOB                              | RDNI | NM |
|                   | ROSSI RESID                               | RSID | NM |
|                   | TECNISA                                   | TCSA | NM |
|                   | TGLT                                      | TGLT |    |
|                   | TRISUL                                    | TRIS | NM |
|                   | VIVER                                     | VIVR | NM |
|                   | <b>Construção Pesada</b>                  |      |    |
|                   | AZEVEDO                                   | AZEV |    |
|                   | CONST BETER                               | COBE | MB |
|                   | LIX DA CUNHA                              | LIXC |    |
|                   | MENDES JR                                 | MEND |    |
|                   | SULTEPA                                   | SULT |    |
|                   | <b>Engenharia Consultiva</b>              |      |    |
|                   | SONDOTECNICA                              | SOND |    |
|                   | TECNOSOLO                                 | TCNO |    |
|                   | <b>Serviços Diversos</b>                  |      |    |
|                   | MILLS                                     | MILS | NM |
|                   | <b>Intermediação Imobiliária</b>          |      |    |
|                   | BR BROKERS                                | BBRK | NM |
|                   | LOPES BRASIL                              | LPSB | NM |
|                   | <b>Comércio de Material de Construção</b> |      |    |
|                   | BR HOME                                   | HCBR | MA |
|                   | HOME DEPOT                                | HOME |    |
| <b>Transporte</b> | <b>Transporte Aéreo</b>                   |      |    |
|                   | GOL                                       | GOLL | N2 |
|                   | LATAM AIRLN                               | LATM |    |
|                   | <b>Transporte Ferroviário</b>             |      |    |

|  |  |      |    |
|--|--|------|----|
|  | ALL AMER LAT                           | ALLL |    |
|  | ALL NORTE                              | FRRN | MB |
|  | ALL PAULISTA                           | GASC | MB |
|  | COSAN LOG                              | RLOG | NM |
|  | FER C ATLANT                           | VSPT |    |
|  | MRS LOGIST                             | MRSA | MB |
|  | RUMO LOG                               | RUMO | NM |
|  | UNIONPACIFIC                           | UPAC |    |
|  | <b>Transporte Hidroviário</b>          |      |    |
|  | LOG-IN                                 | LOGN | NM |
|  | TREVISA                                | LUXM |    |
|  | <b>Transporte Rodoviário</b>           |      |    |
|  | FEDEX CORP                             | FDXB |    |
|  | JSL                                    | JSLG | NM |
|  | TEGMA                                  | TGMA | NM |
|  | UPS                                    | UPSS |    |
|  | <b>Exploração de Rodovias</b>          |      |    |
|  | ARTERIS                                | ARTR | NM |
|  | AUTOBAN                                | ANHB |    |
|  | CCR SA                                 | CCRO | NM |
|  | CONC RAPOSO                            | RPTA |    |
|  | CONC RIO TER                           | CRTE | MB |
|  | CONCEPA                                | CNCP |    |
|  | ECON                                   | ERDV |    |
|  | ECONORTE                               | ECNT |    |
|  | ECOPISTAS                              | ASCP |    |
|  | ECORODOVIAS                            | ECOR | NM |
|  | ECOVIAS                                | ECOV |    |
|  | INVEPAR                                | IVPR | MB |
|  | ROD COLINAS                            | COLN |    |
|  | ROD TIETE                              | RDVT |    |
|  | RT BANDEIRAS                           | CRBD |    |
|  | TRIANGULOSOL                           | TRIA |    |
|  | TRIUNFO PART                           | TPIS | NM |
|  | VIAOESTE                               | VOES |    |
|  | <b>Serviços de Apoio e Armazenagem</b> |      |    |

|  |  |   |                                      |              |
|--|--|---|--------------------------------------|--------------|
|  |  | DOC IMBITUBA<br>PRUMO<br>SANTOS BRAS<br>SANTOS BRP<br>WILSON SONS | IMBI<br>PRML<br>STBR<br>STBP<br>WSON | NM<br><br>N2 |
|--|--|---|--------------------------------------|--------------|

| SETOR ECONÔMICO           | SUBSETOR     | SEGMENTO                     | LISTAGEM               |          |  |
|---------------------------|--------------|------------------------------|------------------------|----------|--|
|                           |              |                              | CÓDIGO                 | SEGMENTO |  |
| Consumo não Cíclico       | Agropecuária | <b>Agricultura</b>           |                        |          |  |
|                           |              | MONSANTO                     | MSTO                   |          |  |
|                           |              | POMIFRUTAS                   | FRTA                   | NM       |  |
|                           |              | SLC AGRICOLA                 | SLCE                   | NM       |  |
|                           |              | V-AGRO                       | VAGR                   | NM       |  |
|                           |              | <b>Alimentos Processados</b> | <b>Açúcar e Alcool</b> |          |  |
|                           |              | BIOSEV                       | BSEV                   | NM       |  |
|                           |              | COSAN                        | CSAN                   | NM       |  |
|                           |              | COSAN LTD                    | CZLT                   |          |  |
|                           |              | HERSHEY CO                   | HSHY                   |          |  |
|                           |              | MONDELEZ INT                 | MDLZ                   |          |  |
|                           |              | RAIZEN ENERG                 | RESA                   |          |  |
|                           |              | SAO MARTINHO                 | SMTO                   | NM       |  |
|                           |              | <b>Carnes e Derivados</b>    |                        |          |  |
|                           |              | BRF SA                       | BRFS                   | NM       |  |
|                           |              | EXCELSIOR                    | BAUH                   |          |  |
|                           |              | JBS                          | JBSS                   | NM       |  |
|                           |              | MARFRIG                      | MRFG                   | NM       |  |
|                           |              | MINERVA                      | BEEF                   | NM       |  |
|                           |              | MINUPAR                      | MNPR                   |          |  |
|                           |              | <b>Laticínios</b>            |                        |          |  |
|                           |              | LAEP                         | MILK                   |          |  |
|                           |              | VIGOR FOOD                   | VIGR                   | NM       |  |
| <b>Alimentos Diversos</b> |              |                              |                        |          |  |
| FORNODEMINAS              | FOMS         | MA                           |                        |          |  |
| J.MACEDO                  | JMCD         |                              |                        |          |  |
| JOSAPAR                   | JOPA         |                              |                        |          |  |
| KRAFT HEINZ               | KHCB         |                              |                        |          |  |

|   |   |  |                |
|---|---|--|----------------|
|   | M.DIASBRANCO<br>ODERICH<br>TEREOS   | MDIA<br>ODER<br>TERI   | NM<br>NM       |
| <b>Bebidas</b>                              | <b>Cervejas e Refrigerantes</b>   |  |                |
|   | AMBEV S/A<br>COCA COLA<br>FEMSA<br>PEPSICO INC<br><br>WOW   | ABEV<br>COCA<br>FMXB<br>PEPB<br>WWO<br>W   | MA             |
| <b>Fumo</b>                                 | <b>Cigarros e Fumo</b>  |  |                |
|   | PHILIPMORRIS  | PHMO   |                |
| <b>Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza</b> | <b>Produtos de Uso Pessoal</b>  |  |                |
|   | AVON<br>COLGATE<br>COTY INC<br>KIMBERLY CL<br>NATURA<br>PG  | AVON<br>COLG<br>COTY<br>KMBB<br>NATU<br>PGCO   | NM             |
|   | <b>Produtos de Limpeza</b>  |  |                |
|   | BOMBRIL   | BOBR   |                |
| <b>Saúde</b>                                | <b>Medicamentos e Outros Produtos</b>   |  |                |
|   | ABBOTT<br>AMGEN<br>BIOMM<br>BRISTOLMYERS<br>CELGENE CORP<br>CREMER<br>JOHNSON<br>LILLY<br>MERCK<br>NORTCQUIMICA<br>OUROFINO S/A<br>PFIZER | ABTT<br>AMGN<br>BIOM<br>BMYB<br>CLGN<br>CREM<br>JNJB<br>LILY<br>MRCK<br>NRTQ<br>OFSA<br>PFIZ | MA<br>MA<br>NM |

|  |                                |  |      |    |
|--|--------------------------------|--|------|----|
|  |                                | <b>Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos</b> |      |    |
|  |                                | DASA   | DASA |    |
|  |                                | FLEURY   | FLRY | NM |
|  |                                | ODONTOPREV   | ODPV | NM |
|  |                                | QUALICORP  | QUAL | NM |
|  |                                | TEMPO PART   | TEMP | NM |
|  | <b>Diversos</b>                | <b>Produtos Diversos</b>                                       |      |    |
|  |                                | HYPERMARCAS  | HYPE | NM |
|  | <b>Comércio e Distribuição</b> | <b>Alimentos</b>   |      |    |
|  |                                | AGRENCO  | AGEN |    |
|  |                                | P.ACUCAR-CBD   | PCAR | N1 |
|  |                                | TARGET CORP  | TGTB |    |
|  |                                | WAL MART   | WALM |    |
|  |                                | <b>Medicamentos</b>  |      |    |
|  |                                | BR PHARMA  | BPHA | NM |
|  |                                | DIMED  | PNVL |    |
|  |                                | PROFARMA   | PFRM | NM |
|  |                                | RAIADROGASIL   | RADL | NM |
|  |                                | WALGREEN   | WALG |    |

| SETOR ECONÔMICO        | SUBSETOR                             | SEGMENTO              | LISTAGEM |          |
|------------------------|--------------------------------------|-----------------------|----------|----------|
|                        |                                      |                       | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Consumo Cíclico</b> | <b>Tecidos, Vestuário e Calçados</b> | <b>Fios e Tecidos</b> |          |          |
|                        |                                      | BUETTNER              | BUET     |          |
|                        |                                      | CEDRO                 | CEDO     | N1       |
|                        |                                      | COTEMINAS             | CTNM     |          |
|                        |                                      | DOHLER                | DOHL     |          |
|                        |                                      | ENCORPAR              | ECPR     |          |
|                        |                                      | IND CATAGUAS          | CATA     |          |
|                        |                                      | KARSTEN               | CTKA     |          |
|                        |                                      | PETTENATI             | PTNT     |          |
|                        |                                      | SANTANENSE            | CTSA     |          |
|                        |                                      | SCHLOSSER             | SCLO     |          |

|  |                                  |  |  |              |
|--|----------------------------------|--|--|--------------|
|  |                                  | SPRINGS<br>TEC BLUMENAU<br>TECEL S JOSE<br>TEKA<br>TEX RENAUX<br>WEMBLEY | SGPS<br>TENE<br>SJOS<br>TEKA<br>TXRX<br>WMBY | NM           |
|  |                                  | <b>Vestuário</b>   |  |              |
|  |                                  | CIA HERING   | HGTX   | NM           |
|  |                                  | <b>Calçados</b>  |  |              |
|  |                                  | ALPARGATAS<br>CAMBUCI<br>GRENDENE<br>NIKE<br>VULCABRAS                   | ALPA<br>CAMB<br>GRND<br>NIKE<br>VULC         | N1<br><br>NM |
|  |                                  | <b>Acessórios</b>  |  |              |
|  |                                  | MUNDIAL<br>TECHNOS   | MNDL<br>TECN                                 | NM           |
|  | <b>Utilidades Domésticas</b>     | <b>Eletrodomésticos</b>  |  |              |
|  |                                  | BRASMOTOR<br>IGB S/A<br>SPRINGER<br>WHIRLPOOL                            | BMTO<br>IGBR<br>SPRI<br>WHRL                 |              |
|  |                                  | <b>Móveis</b>  |  |              |
|  |                                  | UNICASA  | UCAS   | NM           |
|  |                                  | <b>Utensílios Domésticos</b>   |  |              |
|  |                                  | HERCULES<br>NADIR FIGUEI   | HETA<br>NAFG                                 |              |
|  | <b>Automóveis e Motocicletas</b> | <b>Automóveis e Motocicletas</b>   |  |              |
|  |                                  | FORD MOTORS  | FDMO   |              |
|  | <b>Mídia</b>                     | <b>Produção e Difusão de Filmes e Programas</b>                          |  |              |
|  |                                  | COMCAST<br>NETFLIX<br>TIME WARNER  | CMCS<br>NFLX<br>TWXB                         |              |

|                              |                                    |      |    |
|------------------------------|------------------------------------|------|----|
|                              | WALT DISNEY                        | DISB |    |
|                              | <b>Jornais, Livros e Revistas</b>  |      |    |
|                              | SARAIVA LIVR                       | SLED | N2 |
|                              | SOMOS EDUCA                        | SEDU | NM |
|                              | <b>Publicidade e Propaganda</b>    |      |    |
|                              | BETAPART                           | BETP | MB |
| <b>Hoteis e Restaurantes</b> | <b>Hotelaria</b>                   |      |    |
|                              | HOTEIS OTHON                       | HOOT |    |
|                              | SAUIPE                             | PSEG |    |
|                              | <b>Restaurante e Similares</b>     |      |    |
|                              | IMC S/A                            | MEAL | NM |
|                              | MCDONALDS                          | MCDC |    |
|                              | STARBUCKS                          | SBUB |    |
| <b>Viagens e Lazer</b>       | <b>Bicicletas</b>                  |      |    |
|                              | BIC MONARK                         | BMKS |    |
|                              | <b>Brinquedos e Jogos</b>          |      |    |
|                              | ESTRELA                            | ESTR |    |
|                              | TECTOY                             | TOYB |    |
|                              | <b>Parques de Diversão</b>         |      |    |
|                              | PQ HOPI HARI                       | PQTM |    |
|                              | <b>Produção de Eventos e Shows</b> |      |    |
|                              | MAORI                              | MAOR | MB |
|                              | SPTURIS                            | AHEB |    |
|                              | TIME FOR FUN                       | SHOW | NM |
|                              | <b>Viagens e Turismo</b>           |      |    |
|                              | CVC BRASIL                         | CVCB | NM |
| <b>Diversos</b>              | <b>Serviços Educacionais</b>       |      |    |
|                              | ESTACIO PART                       | ESTC | NM |
|                              | KROTON                             | KROT | NM |
|                              | <b>Aluguel de carros</b>           |      |    |
|                              | LOCALIZA                           | RENT | NM |
|                              | LOCAMERICA                         | LCAM | NM |
|                              | MAESTROLOC                         | MSRO | MA |
|                              | UNIDAS                             | UNID |    |

|  |                 |                                      |      |    |
|--|-----------------|--------------------------------------|------|----|
|  |                 | <b>Programas de Fidelização</b>      |      |    |
|  |                 | MULTIPLUS                            | MPLU | NM |
|  |                 | SMILES                               | SMLE | NM |
|  | <b>Comércio</b> | <b>Tecidos, Vestuário e Calçados</b> |      |    |
|  |                 | AREZZO CO                            | ARZZ | NM |
|  |                 | GRAZZIOTIN                           | CGRA |    |
|  |                 | GUARARAPES                           | GUAR |    |
|  |                 | L BRANDS                             | LBRN |    |
|  |                 | LE LIS BLANC                         | LLIS | NM |
|  |                 | LOJAS HERING                         | LHER |    |
|  |                 | LOJAS MARISA                         | AMAR | NM |
|  |                 | LOJAS RENNER                         | LREN | NM |
|  |                 | <b>Eletrrodomésticos</b>             |      |    |
|  |                 | MAGAZ LUIZA                          | MGLU | NM |
|  |                 | VIAVAREJO                            | VVAR | N2 |
|  |                 | <b>Produtos Diversos</b>             |      |    |
|  |                 | AMAZON                               | AMZO |    |
|  |                 | B2W DIGITAL                          | BTOW | NM |
|  |                 | DUFREY AG                            | DAGB |    |
|  |                 | LOJAS AMERIC                         | LAME |    |
|  |                 | TIFFANY                              | TIFF |    |

| SETOR ECONÔMICO                 | SUBSETOR                           | SEGMENTO                           | LISTAGEM |          |
|---------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|----------|----------|
|                                 |                                    |                                    | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Tecnologia da Informação</b> | <b>Computadores e Equipamentos</b> | <b>Computadores e Equipamentos</b> |          |          |
|                                 |                                    | APPLE                              | AAPL     |          |
|                                 |                                    | BEMATECH                           | BEMA     | NM       |
|                                 |                                    | CISCO                              | CSCO     |          |
|                                 |                                    | DELL                               | DELL     |          |
|                                 |                                    | HP COMPANY                         | HPQB     |          |
|                                 |                                    | INTEL                              | ITLC     |          |
|                                 |                                    | ITAUTEC                            | ITEC     |          |
|                                 |                                    | POSITIVO INF                       | POSI     | NM       |
|                                 |                                    | QUALCOMM                           | QCOM     |          |

|  |                             |  |  |  |
|--|-----------------------------|--|--|--|
|  |                             | TEXAS INC<br>XEROX CORP  | TEXA<br>XRXB   |  |
|  | <b>Programas e Serviços</b> | <b>Programas e Serviços</b>  |  |  |
|  |                             | ACCENTURE<br>BRQ<br>EBAY<br>FACEBOOK<br>GAMA PART<br>GOOGLE<br>IBM<br>IDEIASNET<br>LINKEDIN<br>LINX<br>MICROSOFT<br>ORACLE<br>QUALITY SOFT<br>SENIOR SOL<br>TELEBRAS<br>TOTVS<br>TWITTER | ACNB<br>BRQB<br>EBAY<br>FBOK<br>OPGM<br>GOOG<br>IBMB<br>IDNT<br>LNKD<br>LINX<br>MSFT<br>ORCL<br>QUSW<br>SNSL<br>TELB<br>TOTS<br>TWTR | MA<br><br>MB<br><br>NM<br>NM<br><br>MA<br>MA<br><br>NM |

| SETOR ECONÔMICO         | SUBSETOR               | SEGMENTO   | LISTAGEM   |          |
|-------------------------|------------------------|--|--|----------|
|                         |                        |  | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Telecomunicações</b> | <b>Telefonia Fixa</b>  | <b>Telefonia Fixa</b>  |  |          |
|                         |                        | ATT INC<br>CTBC TELECOM<br>JEREISSATI<br>LA FONTE TEL<br>OI<br>TELEF BRASIL<br>VERIZON | ATTB<br>CTBC<br>MLFT<br>LFFE<br>OIBR<br>VIVT<br>VERZ | N1       |
|                         | <b>Telefonia Móvel</b> | <b>Telefonia móvel</b>   |  |          |
|                         |                        | ATOMPAR<br>TIM PART S/A  | ATOM<br>TIMP   | NM       |

| SETOR ECONÔMICO          | SUBSETOR                | SEGMENTO                | LISTAGEM |          |
|--------------------------|-------------------------|-------------------------|----------|----------|
|                          |                         |                         | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Utilidade Pública</b> | <b>Energia Elétrica</b> | <b>Energia Elétrica</b> |          |          |
|                          |                         | 524 PARTICIP            | QVQP     | MB       |
|                          |                         | AES ELPA                | AELP     |          |
|                          |                         | AES SUL                 | AESL     |          |
|                          |                         | AFLUENTE                | AFLU     |          |
|                          |                         | AFLUENTE T              | AFLT     |          |
|                          |                         | AGCONCESSOES            | ANDG     | MB       |
|                          |                         | ALUPAR                  | ALUP     | N2       |
|                          |                         | AMPLA ENERG             | CBEE     |          |
|                          |                         | BAESA                   | BESA     |          |
|                          |                         | BONAIRE PART            | BNPA     | MB       |
|                          |                         | BRASILIANA              | ENGP     |          |
|                          |                         | CACHOEIRA               | CPTC     | MB       |
|                          |                         | CEB                     | CEBR     |          |
|                          |                         | CEEE-D                  | CEED     | N1       |
|                          |                         | CEEE-GT                 | EEEL     | N1       |
|                          |                         | CELESC                  | CLSC     | N2       |
|                          |                         | CELGPAR                 | GPAP     |          |
|                          |                         | CELPA                   | CELP     |          |
|                          |                         | CELPE                   | CEPE     |          |
|                          |                         | CEMAR                   | ENMA     | MB       |
|                          |                         | CEMAT                   | CMGR     |          |
|                          |                         | CEMIG                   | CMIG     | N1       |
|                          |                         | CEMIG DIST              | CMGD     |          |
|                          |                         | CEMIG GT                | CMGT     |          |
|                          |                         | CESP                    | CESP     | N1       |
|                          |                         | COELBA                  | CEEB     |          |
|                          |                         | COELCE                  | COCE     |          |
|                          |                         | COPEL                   | CPLE     | N1       |
|                          |                         | COSERN                  | CSRN     |          |
|                          |                         | CPFL ENERGIA            | CPFE     | NM       |

|                          |                          |      |    |
|--------------------------|--------------------------|------|----|
|                          | CPFL GERACAO             | CPFG |    |
|                          | CPFL PIRATIN             | CPFP |    |
|                          | CPFL RENOVAV             | CPRE | NM |
|                          | EBE                      | EBEN |    |
|                          | ELEKTRO                  | EKTR |    |
|                          | ELETOBRAS                | ELET | N1 |
|                          | ELETROPAR                | LIPR |    |
|                          | ELETROPAULO              | ELPL | N2 |
|                          | EMAE                     | EMAE |    |
|                          | ENERGIAS BR              | ENBR | NM |
|                          | ENERGISA                 | ENGI |    |
|                          | ENERSUL                  | ENER |    |
|                          | ENEVA                    | ENEV | NM |
|                          | EQUATORIAL               | EQTL | NM |
|                          | ESCELSA                  | ESCE |    |
|                          | FORPART                  | FPRT | MB |
|                          | GER PARANAP              | GEPa |    |
|                          | INVESTCO                 | INVT |    |
|                          | ITAPEBI                  | ITPB |    |
|                          | LIGHT                    | LIGH |    |
|                          | LIGHT S/A                | LIGT | NM |
|                          | NEOENERGIA               | GNAN | MB |
|                          | PAUL F LUZ               | PALF |    |
|                          | PROMAN                   | PRMN | MB |
|                          | REDE ENERGIA             | REDE |    |
|                          | RENOVA                   | RNEW | N2 |
|                          | RIO GDE ENER             | RGEG |    |
|                          | STATKRAFT                | STKF | MA |
|                          | TAESA                    | TAEe | N2 |
|                          | TERMOPE                  | TMPE |    |
|                          | TRACTEBEL                | TBLE | NM |
|                          | TRAN PAULIST             | TRPL | N1 |
|                          | UPTICK                   | UPKP | MB |
| <b>Água e Saneamento</b> | <b>Água e Saneamento</b> |      |    |

|  |            |  |  |                          |
|--|------------|--|--|--------------------------|
|  |            | CABAMBIENTAL<br>CASAN<br>COPASA<br>DALETH PART<br>SABESP<br>SANEPAR<br>SANESALTO | CABB<br>CASN<br>CSMG<br>OPDL<br>SBSP<br>SAPR<br>SNST | MA<br><br>NM<br>MB<br>NM |
|  | <b>Gás</b> | <b>Gás</b>   |  |                          |
|  |            | CEG<br>COMGAS  | CEGR<br>CGAS   |                          |

| SETOR ECONÔMICO            | SUBSETOR                          | SEGMENTO      | LISTAGEM |          |
|----------------------------|-----------------------------------|---------------|----------|----------|
|                            |                                   |               | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Financeiro e Outros</b> | <b>Intermediários Financeiros</b> | <b>Bancos</b> |          |          |
|                            |                                   | ABC BRASIL    | ABCB     | N2       |
|                            |                                   | ALFA CONSORC  | BRGE     |          |
|                            |                                   | ALFA HOLDING  | RPAD     |          |
|                            |                                   | ALFA INVEST   | BRIV     |          |
|                            |                                   | AMAZONIA      | BAZA     |          |
|                            |                                   | BANCO PAN     | BPAN     | N1       |
|                            |                                   | BANESE        | BGIP     |          |
|                            |                                   | BANESTES      | BEEES    |          |
|                            |                                   | BANK AMERICA  | BOAC     |          |
|                            |                                   | BANPARA       | BPAR     |          |
|                            |                                   | BANRISUL      | BRSR     | N1       |
|                            |                                   | BANSANTANDER  | BSAN     |          |
|                            |                                   | BRADESCO      | BBDC     | N1       |
|                            |                                   | BRASIL        | BBAS     | NM       |
|                            |                                   | BRB BANCO     | BSLI     |          |
|                            |                                   | BTGP BANCO    | BPAC     |          |
|                            |                                   | CITIGROUP     | CTGP     |          |
|                            |                                   | DAYCOVAL      | DAYC     | N1       |
|                            |                                   | GOLDMANSACHS  | GSGI     |          |
|                            |                                   | INDUSVAL      | IDVL     | N2       |

|  |  |                                    |    |
|--|--|------------------------------------|----|
|  | ITAUSA                                   | ITSA                               | N1 |
|  | ITAUUNIBANCO                             | ITUB                               | N1 |
|  | JPMORGAN                                 | JPMC                               |    |
|  | MERC BRASIL                              | BMEB                               |    |
|  | MERC INVEST                              | BMIN                               |    |
|  | NORD BRASIL                              | BNBR                               |    |
|  | PARANA                                   | PRBC                               | N1 |
|  | PATAGONIA                                | BPAT                               |    |
|  | PINE                                     | PINE                               | N2 |
|  | SANTANDER BR                             | SANB                               |    |
|  | SOFISA                                   | SFSA                               | N2 |
|  | US BANCORP                               | USBC                               |    |
|  | WELLS FARGO                              | WFCO                               |    |
|  | <b>Soc. Crédito e Financiamento</b>      |                                    |    |
|  | ALFA FINANC                              | CRIV                               |    |
|  | FINANSINOS                               | FNCN                               |    |
|  | MERC FINANC                              | MERC                               |    |
|  | <b>Soc. Arrendamento Mercantil</b>       |                                    |    |
|  | BICLEASING                               | LBIC                               |    |
|  | BRADESCO LSG                             | BDLS                               |    |
|  | BV LEASING                               | BVLS                               |    |
|  | DIBENS LSG                               | DBEN                               |    |
|  | <b>Outros Intermediarios Financeiros</b> |                                    |    |
|  | BRAZILIAN FR                             | BFRE                               |    |
|  | <b>Securizadoras de Recebíveis</b>       | <b>Securizadoras de Recebíveis</b> |    |
|  | AETATIS SEC                              | AETA                               |    |
|  | ALTERE SEC                               | ALTR                               |    |
|  | BETA SECURIT                             | BTSC                               |    |
|  | BRAZIL REALT                             | BZRS                               |    |
|  | BRAZILIAN SC                             | BSCS                               |    |
|  | BRC SECURIT                              | BRCS                               |    |
|  | BRPR 44 SEC                              | WTCJ                               |    |
|  | BRPR 45 SEC                              | FDCS                               |    |
|  | BRPR 46 SEC                              | WTNS                               |    |



|  |  |                              |              |          |
|--|--|------------------------------|--------------|----------|
|  |  | SEG AL BAHIA<br>SUL AMERICA  | CSAB<br>SULA | N2       |
|  |  | <b>Corretoras de Seguros</b> |              |          |
|  |  | BR INSURANCE<br>PARCORRETORA | BRIN<br>PARC | NM<br>NM |

| SETOR ECONÔMICO            | SUBSETOR                       | SEGMENTO                       | LISTAGEM |          |
|----------------------------|--------------------------------|--------------------------------|----------|----------|
|                            |                                |                                | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Financeiro e Outros</b> | <b>Exploração de Imóveis</b>   | <b>Exploração de Imóveis</b>   |          |          |
|                            |                                | ALIANSC                        | ALSC     | NM       |
|                            |                                | BOSTON PROP                    | BOXP     |          |
|                            |                                | BR MALLS PAR                   | BRML     | NM       |
|                            |                                | BR PROPERT                     | BRPR     | NM       |
|                            |                                | BRASILAGRO                     | AGRO     | NM       |
|                            |                                | COR RIBEIRO                    | CORR     |          |
|                            |                                | CYRE COM-CCP                   | CCPR     | NM       |
|                            |                                | GENERALSHOPP                   | GSHP     | NM       |
|                            |                                | IGUATEMI                       | IGTA     | NM       |
|                            |                                | MENEZES CORT                   | MNZC     | MB       |
|                            |                                | MULTIPLAN                      | MULT     | N2       |
|                            |                                | SAO CARLOS                     | SCAR     | NM       |
|                            |                                | SIERRABRASIL                   | SSBR     | NM       |
|                            | <b>Holdings Diversificadas</b> | <b>Holdings Diversificadas</b> |          |          |
|                            |                                | 3M                             | MMM<br>C |          |
|                            |                                | AGPART                         | CANT     | MB       |
|                            |                                | BAHEMA                         | BAHI     |          |
|                            |                                | BATTISTELLA                    | BTTL     |          |
|                            |                                | BRADSPAR                       | BRAP     | N1       |
|                            |                                | DANAHER CORP                   | DHER     |          |
|                            |                                | GE                             | GEOO     |          |
|                            |                                | HABITASUL                      | HBTS     |          |
|                            |                                | HONEYWELL                      | HONB     |          |
|                            |                                | J B DUARTE                     | JBDU     |          |

|  |                         |               |    |
|--|-------------------------|---------------|----|
|  | MONT ARANHA<br>ULTRAPAR | MOAR<br>UGPA  | NM |
|  | <b>Outros</b>           | <b>Outros</b> |    |
|  | ALEF S/A                | ALEF          | MB |
|  | BELAPART                | PBEL          | MB |
|  | CABINDA PART            | CABI          | MB |
|  | CACONDE PART            | CACO          | MB |
|  | CAIANDA PART            | CAIA          | MB |
|  | CAPITALPART             | CPTP          | MB |
|  | CEMEPE                  | MAPT          |    |
|  | CIMS                    | CMSA          |    |
|  | DINAMICA ENE            | DNEN          | MB |
|  | DOMMO EMPR              | CALA          | MB |
|  | ELETRON                 | ETRO          | MB |
|  | FUTURETEL               | FTRT          | MB |
|  | GRUCAI                  | GRUC          |    |
|  | HARPIA PART             | HPIA          |    |
|  | INVEST BEMGE            | FIGE          |    |
|  | ITAITINGA               | SQRM          |    |
|  | LONGDIS                 | SPRT          | MB |
|  | MGI PARTICIP            | MGIP          |    |
|  | NEWTEL PART             | NEWT          | MB |
|  | OPPORT ENERG            | OPHE          | MB |
|  | PARCOM PART             | PCPA          | MB |
|  | POLPAR                  | PPAR          |    |
|  | PROMPT PART             | PRPT          | MB |
|  | RET PART                | OPRE          | MB |
|  | RJCP                    | RJCP          |    |
|  | SELECTPART              | SLCT          | MB |
|  | SUDESTE S/A             | OPSE          | MB |
|  | SUL 116 PART            | OPTS          | MB |
|  | SWEETCOSMET             | SWET          |    |
|  | TELINVEST               | TLVT          | MB |
|  | VALETRON                | VLTR          | MB |

|  |  |           |      |    |
|--|--|-----------|------|----|
|  |  | ZAIN PART | OPZI | MB |
|--|--|-----------|------|----|

| SETOR ECONÔMICO            | SUBSETOR      | SEGMENTO                   | LISTAGEM |          |
|----------------------------|---------------|----------------------------|----------|----------|
|                            |               |                            | CÓDIGO   | SEGMENTO |
| <b>Financeiro e Outros</b> | <b>Fundos</b> | <b>Fundos Imobiliários</b> |          |          |
|                            |               | FII A BRANCA               | FPAB     |          |
|                            |               | FII ABC IMOB               | ABCP     |          |
|                            |               | FII ABSOLUTO               | BPFF     |          |
|                            |               | FII AESAPAR                | AEFI     |          |
|                            |               | FII AG CAIXA               | AGCX     |          |
|                            |               | FII ALMIRANT               | FAMB     | MB       |
|                            |               | FII ANCAR IC               | ANCR     | MB       |
|                            |               | FII ANH EDUC               | FAED     | MB       |
|                            |               | FII AQUILLA                | AQLL     | MB       |
|                            |               | FII ATICO                  | ATCR     |          |
|                            |               | FII B VAREJO               | BVAR     |          |
|                            |               | FII BANRISUL               | BNFS     |          |
|                            |               | FII BB CORP                | BBRC     |          |
|                            |               | FII BB PRGII               | BBPO     |          |
|                            |               | FII BB PROGR               | BBFI     | MB       |
|                            |               | FII BB R PAP               | RNDP     |          |
|                            |               | FII BC FFII                | BCFF     | MB       |
|                            |               | FII BC FUND                | BRCR     |          |
|                            |               | FII BCIA                   | BCIA     |          |
|                            |               | FII BEES CRI               | BCRI     |          |
|                            |               | FII BM THERA               | THRA     | MB       |
|                            |               | FII BMBRC LC               | BMLC     | MB       |
|                            |               | FII BRASILIO               | BMII     |          |
|                            |               | FII BRHOTEIS               | BRHT     | MB       |
|                            |               | FII BTGMALLS               | BTGM     |          |
|                            |               | FII C BRANCO               | CBOP     |          |
|                            |               | FII C JARDIM               | BBVJ     |          |
|                            |               | FII C TEXTIL               | CTXT     |          |
|                            |               | FII CAMPUSFL               | FCFL     | MB       |

|  |  |              |      |    |
|--|--|--------------|------|----|
|  |  | FII CAPI SEC | CPTS | MB |
|  |  | FII CASTELO  | FCAS |    |
|  |  | FII CENESP   | CNES | MB |
|  |  | FII CEO CCP  | CEOC | MB |
|  |  | FII CRIANCA  | HCRI | MB |
|  |  | FII CSHG CRI | HGCR |    |
|  |  | FII CSHG LOG | HGLG |    |
|  |  | FII CSHGATSA | ATSA | MB |
|  |  | FII CSHGJHSF | HGJH |    |
|  |  | FII CSHGSHOP | HGBS |    |
|  |  | FII CX CEDAE | CXCE | MB |
|  |  | FII CX RBRAV | CXRI |    |
|  |  | FII CX TRX   | CXTL |    |
|  |  | FII D PEDRO  | PQDP |    |
|  |  | FII DOMO     | DOMC |    |
|  |  | FII DOVEL    | DOVL | MB |
|  |  | FII ELDORADO | ELDO | MB |
|  |  | FII EUROPAR  | EURO |    |
|  |  | FII EXCELLEN | FEXC | MB |
|  |  | FII FATOR VE | VRTA |    |
|  |  | FII FATORFIX | FIXX |    |
|  |  | FII FLORIPA  | FLRP | MB |
|  |  | FII GALERIA  | EDGA | MB |
|  |  | FII GAVEA    | GVFF |    |
|  |  | FII GEN SHOP | FIGS |    |
|  |  | FII GWI RI   | GWIR |    |
|  |  | FII HG REAL  | HGRE |    |
|  |  | FII HIGIENOP | SHPH |    |
|  |  | FII HOTEL MX | HTMX | MB |
|  |  | FII INDL BR  | FIIB |    |
|  |  | FII INFRA RE | FINF |    |
|  |  | FII JHSF FBV | RBBV |    |
|  |  | FII JPP CAPI | JPPC |    |
|  |  | FII JS REAL  | JSRE |    |





| Financeiro e Outros | Fundos | Fundos de Ações                       |      |    |
|---------------------|--------|---------------------------------------|------|----|
|                     |        | BB ETF SP DV                          | BBSD |    |
|                     |        | CAIXAETFBOV                           | XBOV |    |
|                     |        | FIA FATOR IV                          | SINQ |    |
|                     |        | FIA FATOR SG                          | SING |    |
|                     |        | FIA TOP DIV                           | XPTD |    |
|                     |        | FIP BRASCAN                           | BRCP |    |
|                     |        | FIP CONQUEST                          | FCCQ |    |
|                     |        | FIP IE I                              | ESUU |    |
|                     |        | FIP IE II                             | ESUD |    |
|                     |        | FIP IE III                            | ESUT |    |
|                     |        | FIP INSTITUT                          | OPEQ | MB |
|                     |        | FIP OPP HOLD                          | OPHF | MB |
|                     |        | FIP PORT SUD                          | FPOR |    |
|                     |        | FIP R BRAVO                           | RBF1 | MB |
|                     |        | FIP XP OMEGA                          | XPOM |    |
|                     |        | ISHARE SP500                          | IVVB |    |
|                     |        | ISHARES BOVA                          | BOVA |    |
|                     |        | ISHARES BRAX                          | BRAX |    |
|                     |        | ISHARES ECOO                          | ECOO |    |
|                     |        | ISHARES SMAL                          | SMAL |    |
|                     |        | IT NOW IDIV                           | DIVO |    |
|                     |        | IT NOW IFNC                           | FIND |    |
|                     |        | IT NOW IGCT                           | GOVE |    |
|                     |        | IT NOW IMAT                           | MATB |    |
|                     |        | IT NOW ISE                            | ISUS |    |
|                     |        | IT NOW PIBB                           | PIBB |    |
|                     |        | IT NOW SPXI                           | SPXI |    |
|                     |        | <b>Fundos de Direitos Creditórios</b> |      |    |
|                     |        | FDC BURITI                            | OPIM | MB |
|                     |        | FDC BV II                             | BVFD | MB |
|                     |        | FDC CCB                               | CCBF |    |
|                     |        | FDC CONCORDI                          | CONC |    |
|                     |        | FDC CPTM                              | CPTF | MB |

|  |                       |                                     |      |    |
|--|-----------------------|-------------------------------------|------|----|
|  |                       | FDC DANIELE                         | DANI | MB |
|  |                       | FDC DELTA LP                        | DLTL | MB |
|  |                       | FDC ENERGISA                        | FENE | MB |
|  |                       | FDC EXODUS I                        | EXOD | MB |
|  |                       | FDC GMAC                            | GMAC | MB |
|  |                       | FDC INFRA                           | BBVH |    |
|  |                       | FDC LECCA                           | LECA | MB |
|  |                       | FDC NP 48701                        | PRCF | MB |
|  |                       | FDC NP DB I                         | NPPF | MB |
|  |                       | FDC OMNI IV                         | OMVQ | MB |
|  |                       | FDC POLO                            | PLPF | MB |
|  |                       | FDC RURAL EC                        | RRLE | MB |
|  |                       | FDC TRADEMAX                        | TRDM | MB |
|  |                       | FDC UNION AG                        | UNAG | MB |
|  |                       | FDC UNIVERSI                        | IDLQ |    |
|  |                       | FDC V1 AGRO                         | FAGR | MB |
|  |                       | FDC VALECRE                         | VLCR | MB |
|  |                       | <b>Fundos de Incentivo Setorial</b> |      |    |
|  |                       | FINAM                               | FNAM |    |
|  |                       | FINOR                               | FNOR |    |
|  |                       | FISET FL REF                        | FSRF |    |
|  |                       | FISET PESCA                         | FSPE |    |
|  |                       | FISET TUR                           | FSTU |    |
|  |                       | FUNDES                              | FDES |    |
|  | <b>Outros Títulos</b> | <b>Outros Títulos</b>               |      |    |
|  |                       | CEPAC - CTBA                        | CTBA | MB |
|  |                       | CEPAC - MCRJ                        | MCRJ | MB |
|  |                       | CEPAC - PMSP                        | PMSP | MB |

(N1) Nível 1 de Governança Corporativa

(N2) Nível 2 de Governança Corporativa

(NM) Novo Mercado

(MA) Bovespa Mais

(M2) Bovespa Mais - Nível 2

(MB) Balcão Organizado Tradicional

