

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras



**AQUISIÇÃO DE CONTROLE EMPRESARIAL NO BRASIL:
UM ESTUDO SOBRE O DESEMPENHO DE EMPRESAS COMPRADORAS**

**ACQUISITION OF BUSINESS CONTROL IN BRAZIL:
A STUDY ON BUYER'S PERFORMANCE**

**ADQUISICIÓN DE CONTROL DE NEGOCIOS EN BRASIL:
UN ESTUDIO SOBRE EL DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS COMPRADORAS**

Rui Bezerra Silva

Mestre em Administração (Ibmec – RJ)

Email: rui141201@gmail.com

Roberto Marcos da Silva Montezano

Doutor em Economia (EPGE/FGV)

Professor Titular do Ibmec RJ

Email: Roberto.Montezano@ibmec.edu.br

RESUMO

Este artigo buscou identificar e descrever mudanças econômicas e financeiras enfrentadas por empresas adquirentes de controles acionários de outras empresas. A análise adotou indicadores econômicos e financeiros vistos em contabilidade e em finanças corporativas: liquidez, alavancagem, rentabilidade, desempenho operacional e sinergias. Para isto foi estudada amostra de operações de aquisição de controle de empresas realizadas no Brasil entre 2006 e 2013. De características descritiva e quantitativa, a pesquisa usou dados secundários e investigou se houve mudanças após aquisições nas métricas de desempenho das empresas compradoras após as aquisições. São três os resultados principais em termos estatísticos. Primeiro, houve queda nos indicadores de liquidez nos três anos após aquisição. Segundo, a pesquisa mostrou evidência fraca de queda em rentabilidade após aquisições. Terceiro, contrariamente à hipótese de ganhos de sinergia como motivadores de aquisições, não houve evidências de ganhos com sinergias. O estudo contribuiu para a literatura empírica do campo e mostrou indícios de que melhorias em desempenhos empresariais após aquisições de controles acionários de outras empresas é questão que deve ser avaliada com cautela.

Palavras Chave: Controle Acionário; Fusões e Aquisições; Indicadores de desempenho Financeiro e Econômico.

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

ABSTRACT

This study aimed to identify and describe economic and financial changes undergone by companies that have acquired at least 50% of the control of other companies. The analysis was based on economic and financial indicators widely adopted in the accounting literature and corporate finance, as liquidity, leverage, profitability, operating performance and synergies. For this study, we analyze a sample of operations of Mergers & Acquisitions carried on Brazil during the years 2006-2013. This research is descriptive and quantitative and based on secondary data. This article investigated whether there were changes in performance indicators of companies that acquired majority stakes at other companies after the acquisition. This research has led us to three results. First, there was a decrease in liquidity indicators in the three years after the acquisition. Second, there was weaker evidence of decline in profitability after the acquisitions. Third, contrary to the hypothesis of synergy gains as a motivator for acquisitions, there was no evidence of improvement in synergies adopted indicators. This study contributed to the empirical literature related to this subject and showed evidence that improvements in business performance following acquisitions of equity controls in other companies should be carefully evaluated.

Keywords: Shareholding Control, Mergers and Acquisitions, Financial and Economic Performance Indicators.

RESUMEN

El presente trabajo tuvo como objetivo identificar y describir cambios económicos y financieros enfrentados por empresas adquirentes de controles accionarios de otras empresas. El análisis se basó en indicadores económicos y financieros más adoptados en la literatura de contabilidad y finanzas corporativas, como la liquidez, el apalancamiento, la rentabilidad, el rendimiento operativo y las sinergias. Para ello se estudió una muestra de operaciones de adquisición de control de empresas realizadas en Brasil durante los años 2006 a 2013. Esta investigación es descriptiva y cuantitativa y se basa en datos secundarios. Este artículo investigó si hubo cambios en indicadores de desempeño de las empresas compradoras de controles accionarios de otras empresas tras las adquisiciones. Son tres los resultados principales. En primer lugar, hubo descensos en los indicadores de liquidez en los tres años después de la adquisición. En segundo lugar, la investigación muestra evidencia débil de caída en la rentabilidad después de las adquisiciones. Tercero, contrariamente a la hipótesis de las ganancias de sinergia como motivadores de adquisiciones, no se evidenciaron mejoras en los indicadores de sinergia adoptados. El presente trabajo contribuyó a la literatura empírica del campo y mostró evidencia de que las mejoras en el desempeño del negocio luego de la adquisición de controles de capital en otras compañías deben ser cuidadosamente evaluadas.

Palabras clave: Control de acciones, fusiones y adquisiciones, indicadores de desempeño financiero y económico.

1. INTRODUÇÃO

As operações de Fusões e Aquisições (F&A) de empresas mostraram alta relevância global e local desde a última década do século passado. Estudos da KPMG (2005) revelam que, entre 1994 e 2004, ocorreram 3.196 operações no Brasil, com 58% representando investimento de capital estrangeiro. Na comparação com 2005 a 2014, houve aumento de 95% nas transações

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

realizadas com empresas brasileiras, sendo 53% via investimento de capital estrangeiro. Na visão de Rossetti (2001), essas transações se intensificaram por vários fatores: redução de barreiras à entrada ao capital externo, melhor inserção do Brasil no mercado global, fim de monopólios e reservas de mercado, modernização institucional, principalmente com privatizações, e problemas em processos sucessórios nas empresas familiares.

Kode, Ford e Sutherland (2003) sugerem que motivações para F&A podem ter várias origens: 1) requerimentos específicos da indústria em que atuam empresas compradora e alvo; 2) globalização, levando à necessidade de escala na produção; 3) considerações de velocidade e dos custos de crescimento; 4) expansão da área de alcance de seus produtos e serviços; 5) diversificação e redução do risco. Ao contrário da era de fusões e aquisições internacionais das décadas de 1970 e 1980, onde os motivos predominantes eram a construção de impérios e de poder de mercado, um número relevante de aquisições globais a partir da década de noventa foi justificado pela obtenção de sinergias (KRISHNAN; KRISHNAM; LEFANOWICZ, 2009).

Estas razões levaram a pesquisas para mensuração de efeitos das F&A sobre rentabilidade, liquidez e alavancagem ou na melhoria operacional por sinergias. O termo “sinergia” tem definições distintas, como: “utilização de recursos que criam valor para a entidade resultante da combinação” (CHATTERJEE, 1986, p.120); “avaliação da combinação de unidades de negócios que excede a soma das avaliações das unidades isoladamente”. (DAVIS e THOMAS, 1993, p.1334); e como “incremento na competitividade e fluxo de caixa além do que as companhias esperavam obter isoladamente” (SIROWER, 1997, p.6).

O tema de F&A é explorado na literatura no quanto ao retorno para as ações no mercado de capitais ou à construção de poder de mercado das empresas. No entanto, ainda há potencial para investigações dos efeitos diretos auferidos pelas empresas adquirentes, dentre estes as sinergias geradas, campo que possui poucos estudos científicos publicados mesmo após três décadas de pesquisa sobre o fenômeno das fusões e aquisições (KRISHNAN *et al.* 2009).

Este artigo apresenta uma pesquisa quantitativa, que buscou identificar e descrever mudanças de desempenho de empresas brasileiras que adquiriram o controle acionário de outras empresas com a compra de pelo menos 50% das ações da firma vendida. A análise baseou-se nos indicadores econômicos e financeiros mais adotados na literatura de contabilidade e de finanças corporativas, como liquidez, alavancagem financeira, rentabilidade, desempenho operacional e sinergias. A amostra se restringiu a empresas compradoras que possuíam capital aberto e se constituiu de 63 operações de aquisição de controle de empresas realizadas no Brasil durante os anos de 2006 a 2013. Este artigo buscou resposta para a seguinte questão de pesquisa: Existe mudança significativa nos indicadores de desempenho das empresas após a aquisição de controles acionários de outras empresas?

Além da Introdução, este artigo contempla mais quatro seções. A segunda discute uma literatura relevante do tema. A terceira apresenta a descrição da metodologia adotada. A quarta seção documenta e analisa os resultados empíricos. Finalmente, a quinta seção mostra conclusões, limitações e sugestões de pesquisas futuras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Devido ao grande fluxo de operações de F&A, o tema tem despertado interesse entre pesquisadores de finanças, contabilidade e estratégia. Um ramo da literatura tem avaliado o processo de F&A, seus fundamentos e suas motivações. Outra vertente busca examinar

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

empiricamente o impacto destas operações no desempenho das empresas no mercado de capitais ou nos seus indicadores econômicos e financeiros.

2.1. FUSÕES E AQUISIÇÕES: FUNDAMENTOS E MOTIVAÇÕES.

A expectativa de sucesso em operação de F&A começa na constituição do plano de negócios e no planejamento da execução. (LAJOUX; REED, 2007). A literatura mostra que, em geral, o alto preço pago na aquisição e a falta de planejamento da integração entre organizações são as maiores causas de fracassos. A etapa de planejamento destaca a *due diligence*, que busca minimizar a incerteza nos resultados da operação. (MAIRE; COLLERETTE, 2011)

Uma avaliação incorreta da combinação de empresas, principalmente quanto aos seus benefícios, pode resultar num valor final combinado menor do que a soma dos seus valores individuais (SETH, 1990). Neste contexto, quanto maior for a capacidade de antecipação do comportamento de liquidez, endividamento, rentabilidade e sinergias (operacionais e financeiras), maior será a segurança para a remuneração do prêmio de aquisição pago. Quando o prêmio é alto, o valor das sinergias tem que ser substancial para alcançar o ponto de equilíbrio, fugindo do que Sirower (1997) chama de “a armadilha da sinergia”.

No que concerne à natureza da combinação, Damodaran (2004) destaca dois tipos: amigáveis e hostis. As amigáveis são aquelas mais propensas a gerar desempenho pós-aquisição superior - em comparação com aquisições hostis. No primeiro caso, os problemas de integração são mais simples. Segundo Loughran e Vijh (1997), aquisição é amigável se gestores da empresa-alvo forem favoráveis, o Conselho de Administração e acionistas aprovam a operação, e se há ausência de discordâncias fundamentais entre as partes. Uma aquisição será vista como hostil se o tom for não amigável e não houver aprovação dos acionistas.

Diante da possibilidade de aumento nos custos da operação por hostilidade dos acionistas da firma adquirida, não se justifica a compra ou fusão com outra empresa se a organização compradora possui margem para aumento de rentabilidade interna (COASE, 1937). Coase afirma que as firmas podem ficar maiores ou menores, conforme incremento ou abandono de negócios. Contudo, a decisão de crescimento deve comparar custos e benefícios incrementais alternativos. O crescimento interno traria benefício líquido para a firma se custos para organizar este crescimento forem no máximo iguais aos custos de realizar a mesma transação via troca no mercado ou os custos de organizar outra firma. O autor apresenta uma explicação racional para o surgimento, evolução e aumento do tamanho da firma e para a natureza do crescimento: orgânico ou por combinações de empresas.

Seth, Song e Pettit (2000) sugerem três hipóteses para a combinação de empresas: 1) hipótese da sinergia - valor da nova entidade é maior do que a soma dos valores individuais das empresas antes da união; 2) hipótese gerencial - gestores optam por F&A para maximizar sua própria utilidade em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas; 3) hipótese do orgulho exagerado - administradores da empresa adquirente erram na avaliação da empresa alvo, mas continuam com a negociação assumindo que o valor está correto.

Conceitualmente a sinergia é o valor potencial gerado da combinação de duas firmas e depende de fontes operacionais e financeiras (DAMORARAM, 2004). A sinergia operacional pode vir de crescimento maior, gerado por expansão nas receitas ou por custos menores, oriundos das economias de escopo, economias de escala, sobreposição de atividades e pessoal. A sinergia financeira surge de economia nos impostos e taxas, aumento da capacidade de endividamento ou aumento do caixa (Quadro 1).

Quadro 1 – Principais Tipos de Sinergias

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

CLASSES	COMPONENTES	FORMAS DE MENSURAÇÃO
OPERACIONAIS	Economias de custo: no mesmo nicho de negócio, oriundo das economias de escala.	Avalia as firmas isoladas. Estima valor de firmas combinadas com sinergias operacionais.
	Crescimento: potencial para um crescimento mais elevado.	Diferença entre valor individual das firmas antes da combinação e seu valor conjunto após fusão.
FINANCEIRAS	Economia fiscal: fornece um ganho fiscal aos adquirentes.	Valor da firma alvo acrescido do valor presente do benefício fiscal.
	Endividamento: Maior Capacidade.	Valor da firma alvo acrescido do aumento no valor da firma pós dívida.
	Folga de caixa: possibilita financiar novos projetos.	Valor da firma alvo acrescido do valor presente líquido dos projetos.

Fonte: Damodaran (2004).

Empiricamente, Sirower (1997), Lajoux e Reed (1997) e Rappaport (1998) correlacionaram positivamente o valor presente das sinergias esperadas da transação à antecipação de melhorias nos fluxos de caixa futuros. Chatterjee (1986) identificou sinergias operacionais decorrentes de semelhanças e complementaridades na cadeia de valor que resultam em economia de escala e de escopo. Lubatkin (1987) identificou sinergias financeiras surgidas da diversificação. As sinergias gerenciais surgem da aplicação de competências complementares e pela criação de um ambiente transacional mais eficiente (COASE, 1937).

Martin e Eisenhardt (2001) e Wang e Xie (2006) documentam que aquisições de empresas com gestores incompetentes por empresas com gestores competentes geram mais valor. Por outro lado, nas operações onde os presidentes da compradora e da empresa alvo têm grandes competências técnicas não há modificação no valor adicionado. Isto sugere que a eficiência da administração já mitigou os custos relacionados à ineficiência dos processos, sobreposição de atividades, excesso de custos fixos - eliminando as sinergias que poderiam advir da combinação de firmas. Finalmente, surgem sinergias originadas na complementação de recursos não encontrados entre outros potenciais compradores (CHATTERJEE, 1986).

Lemes Jr., Cherobim e Rigo (2002) identificaram que sinergia em combinação de empresas pode surgir de economias de escalas operacionais, economias financeiras, melhorias na eficiência gerencial, maior poder de mercado e economias fiscais. Para Damodaran (2004), a chave para a existência de sinergia é que a empresa alvo controle recursos específicos que se tornarão mais valiosos se combinados com os recursos da firma adquirente. Esses recursos poderão variar de acordo com o tipo de fusão: horizontal, vertical ou funcional. Fusões horizontais geram economias de escala que reduzem os custos ou aumento do poder de mercado, que aumenta as margens de lucro. Em fusões verticais, a fonte primária de sinergia vem do controle da cadeia de produção. Fusões funcionais ocorrem quando uma firma com pontos fortes em uma determinada área funcional adquire outra firma com pontos fortes em uma área funcional diferente. Neste caso os potenciais ganhos de sinergia decorrem da exploração dos pontos fortes destas áreas.

No Brasil há pouca pesquisa no assunto. Camargos e Barbosa (2010) mostram que combinações de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e gerenciais, mas sem aumento da rentabilidade contábil das empresas estudadas. Brito, Batistella e Famá (2005) investigaram estatisticamente os retornos anormais de ações no mercado de capitais, concluindo não ter ocorrido aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.

Apesar da importância do impacto que combinações de empresas produzem na economia e no mercado de capitais, Camargos e Coutinho (2008) afirmam que não há uma

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

teoria geral de fusões e aquisições. Atualmente, a combinação de empresas se confunde com a busca de economias de escala (sinergias operacionais e gerenciais), advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia. Sugerem ainda que a literatura empírica é inconclusiva, deixando em aberto a questão empírica de ganhos e benefícios para acionistas, principalmente das empresas adquirentes.

2.2 INDICADORES DE DESEMPENHO

Outros ramos da literatura empírica de fusões e aquisições examinam desempenhos de ações no mercado de capitais e desempenhos medidos por indicadores contábeis tradicionais. Este segundo campo é o foco deste artigo

2.2.1. Desempenho de Ações em Mercado

As avaliações em mercado são dominadas por mensurações de ganhos das ações nos estudos de eventos de combinações de empresas e estimativas empíricas de fatores que explicam estes desempenhos, conforme documentam Yaghoubi *et al.* (2016) e Mehrotra e Sahay (2018). De um lado, há investigações dos retornos anormais e retornos anormais acumulados no período de anúncio do evento. De outro lado, busca-se pesquisar o retorno anormal acumulado das ações em períodos longos após os eventos.

Uma investigação de curto prazo em torno do dia do anúncio da transação foi feita por Reddy, Qamar e Yahanpath (2019) para uma amostra de 70 casos na China e na Índia, para o período 2004-2007. Adotando três medidas de retorno esperado no cálculo do retorno anormal e janelas variáveis de alguns dias antes e após o dia do evento, os testes estatísticos mostraram que, na média, combinações de empresas não criaram valor de curto prazo para acionistas de firmas chinesas e indianas. Segmentando a amostra por país, os autores mostram que em uma medida de retorno esperado houve retorno anormal positivo para acionistas chineses e duas sem relevância estatística. Para as firmas indianas, o efeito foi nulo nos três modelos.

Em geral, a literatura encontra evidência nos períodos de anúncios: aumento significativo dos preços das ações das empresas alvo em janela temporal em torno do anúncio da operação. Isto é acarretado por altos prêmios exigidos por seus administradores e acionistas (preço da transação acima do preço de mercado das ações alvo). Entretanto, adquirentes experimentam o contrário: suas ações normalmente auferem retorno insignificante ou levemente negativo nos dias em torno do anúncio da operação (BESSLER e SCHNECK, 2015; YAGHOURI *et al.*, 2016).

Krishnakumar e Sethi (2010) mostram que retornos obtidos pelas ações em mercado são usados para estimação dos desempenhos futuros dos indicadores econômicos e financeiros da empresa após o processo de F&A. Neste sentido, Barraclough *et al.* (2013) afirmam que: anúncio revela novas informações dos valores isolados das firmas envolvidas; valor da oferta reflete avaliação do comprador sobre valor da empresa alvo; reação do preço das ações ao anúncio reflete a avaliação do mercado sobre sinergias potenciais da transação; e preço da ação reflete expectativa do mercado sobre como estes ganhos serão divididos entre acionistas da firma compradora e acionistas da empresa alvo.

Em termos de retornos de longo prazo, uma síntese da literatura mostra que, na média, combinações de empresas não criam retornos anormais para acionistas da empresa compradora (destruição de riqueza). Mas, este efeito sofre assimetrias relacionadas ao tamanho da empresa, forma de pagamento, fração de ações adquiridas, alvo relacionado ao foco da compradora ou visando diversificação, indústria, alvo doméstico ou internacional,

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

ambiente econômico e institucional, dentre outros (MEHROTRA E SAHAY, 2018). Uma evidência colateral deste campo, mostrada por Yagroubi *et al.* (2016), relata que combinações de empresas flutuam em ondas decorrentes de ciclos particulares de preços de ações da indústria ou de ciclos gerais do mercado de ações.

2.2.2. Indicadores Econômicos e Financeiros

A análise das demonstrações financeiras possui duas categorias: análise financeira e análise econômica. A análise financeira é o estudo da situação financeira e patrimonial da empresa. Ela possibilita identificar a saúde da empresa em termos de rentabilidade e riscos, adotando alguns índices principais: liquidez e solvência (MARIA *et al.*, 2014). A análise econômica geralmente é representada por: índices de rentabilidade, lucro líquido por ação e retorno de investimentos operacionais. Permite avaliar como a empresa vem utilizando os recursos dos investidores, além de possibilitar a interpretação das variações do patrimônio e da riqueza gerada pela empresa. A escolha do tipo análise (financeira, econômica ou conjunta) está relacionada à necessidade e interesse de cada usuário.

Nas áreas de pesquisa que examinam efeitos de combinações de empresas sobre indicadores extraídos da contabilidade, há medidas para captura de sinergias. Estas medem economias que empresas podem obter com o processo, costumando ser argumento central para justificar aquisições de empresas. Entretanto, Camargos e Barbosa (2005) sugerem que no exame dos impactos em sinergia, outros indicadores devem ser avaliados em pesquisas pós combinações de empresas: liquidez, endividamento (alavancagem financeira) e retorno ao acionista.

Os índices de liquidez representam a capacidade para honrar dívidas em um determinado momento (PÓVOA, 2012). Lima e Neto (2010, p.107) descrevem que “os indicadores de liquidez visam medir a capacidade de pagamento (folga financeira) de uma empresa, ou seja, sua habilidade em cumprir corretamente as obrigações passivas assumidas”. O endividamento é visto por Damodaran (2004) como a obtenção de qualquer financiamento por empresa e pode agir como instrumento disciplinador das aquisições. Kayo, Patrocínio e Martin (2009) afirmam que dívidas reduziriam o fluxo de caixa livre e faz o gestor usar os recursos disponíveis de modo alinhado aos interesses dos acionistas. Biegelmeier *et al.* (2014) apresentam a rentabilidade como sendo o nível de sucesso econômico da companhia em relação ao capital investido.

Uma pesquisa de Rao-Nicholson, Salaber e Cao (2016) investiga o desempenho de longo prazo de 57 fusões e aquisições feitas em países do sudeste asiático, no período 2001-2012, onde ocorreu a crise financeira interacional de 2007-2008. O estudo adotou retorno sobre ativos e margem líquida como medidas de desempenho, ajustados ou não por *benchmarks*. Suas evidências mostram, na média, os retornos sobre ativos tendem a cair após três anos após o ano das transações. Uma segunda etapa do trabalho construiu análise multivariada dos desempenhos. Em geral, os resultados não foram significativos. Mas, a queda no desempenho foi mais forte e estatisticamente significativa no período da crise para empresas que fizeram aquisições internacionais, buscaram alvos do mesmo setor e tinham alto saldo de caixa.

Grigorieva e Petrunina (2015) examinam desempenho pré e após combinações de empresas para amostra de 80 transações de 15 países emergentes (incluindo 12 casos brasileiros), no período 2003-2009. Usando períodos de 1 e 2 anos antes e após ano do evento, adotaram dois caminhos. Primeiro, escolheram medidas de fluxos de caixa operacional como proporção de ativos e de vendas, ajustados pelo efeito da indústria. Montando regressões de performance pós contra performance pré evento (mais variáveis de controle). Houve queda

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

estatisticamente relevante para os desempenhos no período após combinação de empresas e desempenho pós se mostrou fortemente dependente do desempenho anterior à transação. Segundo, os autores adotaram uma medida de valor adicionado via conceito de lucro econômico (inspirado no *economic value added*). Os resultados também mostraram que, na média, houve quedas significativas no lucro econômico, com e sem ajustes pela indústria.

Algumas pesquisas brasileiras analisaram impactos das combinações de empresas. Os resultados não são uniformes. Rocha, Iooty e Ferraz (2001) em pesquisa para a década de 1990, utilizaram indicadores de receita operacional líquida, rentabilidade do patrimônio líquido, aquisições de ativos permanentes e endividamento geral. Os resultados sugerem não haver diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro antes e após a transação. O estudo deixa em aberto para exames futuros: se a F&A é caminho para melhoria do desempenho ou apenas uma forma de reposicionamento no mercado.

Motta *et al.* (2013) utilizaram os indicadores: valor de mercado/valor patrimonial; valor da firma/ativo total; margem líquida, margem *Ebit*, geração bruta de caixa; e crescimento da receita operacional líquida. Os resultados encontrados mostraram que não houve melhorias nos indicadores em dois anos após uniões empresariais. Camargos e Barbosa (2005) utilizaram medidas de liquidez, endividamento, rentabilidade e sinergia antes e pós aquisição. Os resultados mostraram deterioração na situação financeira das empresas após a combinação, com evidências de piora na liquidez após combinação. Quanto ao endividamento, houve melhora na qualidade, pois os passivos foram alongados. Houve melhora nos indicadores de rentabilidade e constatou-se criação de sinergias.

Sarfati e Shwartzbaum (2013) realizaram pesquisa sobre sinergias do setor brasileiro de educação. Utilizaram os índices: crescimento da receita líquida; despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida; margem operacional; retorno sobre o patrimônio líquido. Concluíram que houve indícios de que a adoção da estratégia de crescimento por aquisições trouxe maior rentabilidade operacional e valor econômico para acionistas.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é descritiva e quantitativa e baseada em dados secundários. Tem objetivo de identificar e descrever o impacto do evento de aquisições de empresas por outras empresas sobre indicadores de desempenho das organizações compradoras.

3.1. AMOSTRAS DE EMPRESAS COMPRADORAS E FONTES DE DADOS

Foram objeto da pesquisa as companhias de capital aberto não financeiras, listadas na Bm&fBovespa que no período entre 2006 e 2013 adquiriram pelo menos 50% das ações de outras empresas. As operações incluídas no estudo foram obtidas no banco de dados de fusões e aquisições da Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais – AMBIMA. Construída a amostra inicial, os demonstrativos contábeis foram obtidos no banco de dados Economática em base anual. A pesquisa usou demonstrações financeiras não consolidadas, buscando analisar o impacto da aquisição sobre indicadores de determinada empresa e não do conglomerado empresarial vinculado.

Os critérios de escolha da amostra de eventos de aquisição foram: 1) identificação da data do evento; 2) aquisição de pelo menos 50% do controle acionário da empresa alvo; 3) companhias não financeiras; 4) a empresa compradora com apenas uma aquisição no período de 24 meses (em caso de mais de uma, foi selecionada a operação de maior valor). Foram

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

analisadas informações de 63 processos de aquisição, com foco no desempenho das compradoras (48 companhias), ao longo dos anos 2006-2013.

3.2. INDICADORES SELECIONADOS

Esta pesquisa selecionou doze indicadores de desempenho extraídos das demonstrações financeiras. Esses indicadores são usuais na literatura de finanças corporativas e de contabilidade e têm sido usados em estudos de fusões e aquisições. A definição do indicador, sigla, medida empírica, interpretação analítica e fontes de referência estão sumarizadas na Quadro 2. A construção dos indicadores e tratamentos estatísticos dos dados foram elaborados via ferramentas do Microsoft Excel.

Quadro 2: Indicadores

1 GRUPO	2 VARIÁVEL	3 SIGLA	MEDIDA	INDICAÇÃO TEÓRICA
Liquidez	Liquidez Geral	LG	$(AC+RLP)/(PC+PNC)$	Capacidade de honrar compromissos com terceiros, de curto e longo prazos. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
	Liquidez Corrente	LC	AC/PC	Capacidade de pagamento de obrigações de curto prazo. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
Alavancagem	Endividamento Curto Prazo	ECP	Dívida Financeira Curto Prazo/Dívida Financeira Total	Proporção da dívida financeira total que deverá ser paga no curto prazo. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
	Grau de Endividamento Financeiro	GEF	Dívida Financeira/Ativo Total	Mede dependência em relação a credores. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
	Participação de Capitais de Terceiros	PCT	Dívida Financeira Total/ PL	Proporção de uso de recursos de terceiros sobre recursos próprios. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
Rentabilidade	Retorno sobre Ativo	ROA	Lucro líquido/Ativo Total	Taxa de retorno dos investimentos (ativos) da firma. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
	Retorno sobre o PL	ROE	Lucro líquido/PL	Taxa de retorno para acionistas. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
Desempenho operacional/Sine rgias	Margem Bruta	MB	Lucro bruto/Receita Líquida	Ganhos por economias de escala com maior porte e poder de mercado das firmas. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

	Margem Líquida	ML	LL/Receita Líquida	Proporção do LL na Receita Líquida residual - após a dedução de todas as despesas e impostos. (MARION, 2009).
	Despesas Administrativas e Gerais como Proporção da Receita Líquida	DAG	Desp.Administrativas& Gerais /Receita Líquida	Indica se a união das empresas resultou em ganhos de sinergia. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005)
	Margem EBIT	MgEbit	EBIT/Receita Líquida	Medida do desempenho operacional da empresa, mensurando efeitos da estrutura de custos (sinergia). (CAMARGOS; BARBOSA, 2010).
	Geração Bruta de Caixa	GBC	EBITDA/Ativo Total	Geração de caixa pelos ativos operacionais. (SILVEIRA, 2004, apud CAMARGOS; BARBOSA, 2010; MARION, 2009)

Notações: AC (Ativo Circulante); RLP (Realizável a Longo Prazo); PC (Passivo Circulante); PNC (Passivo Não Circulante); PL (Patrimônio Líquido); LL (Lucro Líquido); EBIT = Lucro Operacional (*earnings before interest and taxes*); EBITDA = EBIT + Depreciação e Amortização (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*).

Fonte: Elaborada pelos autores.

As medidas foram construídas: a) um ano antes da aquisição ($T - 1$); b) um ano ($T + 1$), dois anos ($T + 2$) e três anos ($T + 3$) após o evento. Análise comparativa da evolução dos parâmetros não considerou o ano corrente da aquisição (T). Casos extremos (*outliers*) que pudessem causar vieses estatísticos foram desconsiderados, sendo eliminados da amostra valores situados fora do intervalo entre média mais ou menos três desvios padrão.

A amostra definitiva de empresas está apresentada na Tabela A.1 do Apêndice. Após a construção da amostra final, foram examinadas as mudanças entre indicadores antes e após o ano da aquisição, conforme as janelas temporais descritas acima.

3.3. HIPÓTESES

A pesquisa posteriormente investigou diferenças estatísticas entre medidas de desempenho empresarial através do teste paramétrico “t” de *Student*. Os indicadores analisados foram segmentados em quatro grupos: liquidez, alavancagem financeira, rentabilidade e desempenho operacional/sinergia. As hipóteses nulas dos testes (H_0) examinaram se a média de cada indicador das empresas compradoras se manteve inalterada entre ano anterior e ano posterior ao à aquisição da firma comprada. Este tipo de investigação é usual na literatura, como mostram, dentre outros, Camargos e Barbosa (2005), Marion (2009) e Camargos e Barbosa (2010).

4. RESULTADO

4.1. CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS NO ANO DO EVENTO

O Quadro 3 lista características financeiras das empresas compradoras no ano da aquisição.

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

Quadro 3 – Características das empresas compradoras - R\$ milhões

ANO DE AQUISIÇÃO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006-13
Número de Transações	5	14	10	1	8	4	1	20	63
Total das Transações (R\$)	46.851	12.005	13.681	1.270	6.813	2.286	350	53.108	136.365
Valor Médio por Operação (R\$)	9.370	858	1.368	1.270	852	572	350	2.655	2.165
MÉDIAS									
Ativo Circulante	1.976	4.115	2.013	36	13.569	2.686	3.768	4.250	4.052
Realizável a Longo Prazo	568	4.913	498	23	7.877	887	3.629	1.944	2.542
Passivo Circulante	2.752	5.043	1.371	17	8.966	1.363	2.640	3.252	3.176
Passivo não circulante	10.065	3.991	2.408	-	17.695	3.658	8.254	8.961	6.879
Empréstimo/Financ. Total	5.942	1.844	2.295	-	10.630	3.559	5.535	5.818	4.453
Empréstimo/Financ. Curto Prazo	428	282	487	-	1.110	504	1.656	957	678
Ativo Total	22.484	19.645	7.216	974	75.863	10.775	15.050	26.177	22.273
Patrimônio Líquido	9.400	10.611	3.437	957	45.571	5.754	4.156	12.476	11.545
Lucro Líquido	2.950	1.846	250	5	5.189	133	- 224	523	1.334
Receita Líquida Operacional	3.888	11.044	2.691	-	21.648	3.636	4.541	7.653	6.888
Lucro Bruto	1.657	4.595	813	-	8.355	335	1.239	3.180	2.522
Despesas Gerais (Venda + Adm)	199	1.046	308	19	1.908	286	503	709	622
EBIT	3.399	2.506	709	3	7.305	394	841	2.586	2.218
Caixa Gerado nas Operações	1.731	3.253	644	- 18	7.102	320	867	1.736	1.954

Fonte: Elaborada pelos autores.

As transações agregadas envolveram R\$ 136 bilhões no período 2006-2013, com média anual de R\$ 42,1 bilhões. A operação mais relevante foi a compra da INCO pela Vale em 2006 (R\$ 36,1 bilhões). Os dados mostraram a elevada quantidade de transações em 2013 (20) e reduzido número de negócios em 2009 e 2012 (um caso cada). Estes pontos extremos são questões de pesquisas em aberto. Mas, segundo a Consultoria KPMG (2013), as transações são explicadas fundamentalmente por aquisições de empresas brasileiras por empresas estrangeiras. Destaque também para o Ativo Total, com tamanho médio de R\$ 22 bilhões, variando entre mínimo de R\$ 0,97 bilhão e máximo de R\$ 75 bilhões. Na média, o Patrimônio Líquido atingiu R\$ 11,5 bilhões e o Lucro Líquido alcançou R\$ 1,3 bilhão. Considerando a liquidez, o que o ativo circulante é quase 1,3 vezes o passivo circulante, ou seja, na média, são empresas com bom volume de disponibilidades nos anos das aquisições de controles.

O exame do valor médio relativo das operações mostra que elas foram financeiramente relevantes. De um lado, a média do valor da aquisição correspondeu a 10% do ativo total das empresas compradoras. De outro lado, as operações médias de aquisições de controle representaram 18,7% do patrimônio líquido destas empresas. Estes dados sugerem que as operações investigadas não foram marginais. O tamanho típico das combinações representou aquisições relativamente importantes para os portes das empresas compradoras.

4.2. EVIDÊNCIAS DE MUDANÇAS

Esta seção apresenta a evolução do desempenho das compradoras. A base de comparação é o ano anterior ao ano da aquisição. Evoluções em um, dois, ou três anos posteriores à aquisição são documentadas. Em complemento ao exame aritmético, foram feitos testes estatísticos de diferenças de médias de indicadores entre período anterior e

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

posterior ao ano de aquisição. Vale destacar que os quadros que apresentam evolução percentual dos indicadores usarão expressões que destacam “piora” ou “melhora” dos indicadores, segundo critérios levantados na literatura. Será considerado “melhora” um aumento nas métricas de liquidez, rentabilidade e quatro dos cinco indicadores de sinergia (MB, ML, MEBIT e GBC), sendo considerada “piora” a observância de redução. Qualificação oposta será feita para o caso dos indicadores de endividamento e o indicador de sinergia DAG (ver ROCHA; IOOTY e FERRAZ, 2001; CARMARGOS e BARBOSA, 2005; MOTTA *et al.*, 2013).

4.2.1. Evolução do Ano Anterior para o Ano Posterior à Aquisição

a) Exame Qualitativo

O exame do Quadro 4 descreve comportamentos médios dos indicadores selecionados entre o ano seguinte e o ano anterior à aquisição para empresas compradoras.

Quadro 4 – Evolução média dos indicadores entre anos T-1 e T+1

INDICADORES	Nº de Casos	MÉDIA			
		T-1	T+ 1	Variação	Análise Qualitativa
LIQUIDEZ					
Liquidez Geral (LG)	60	1,039	0,721	- 30,66%	PIORA
Liquidez Corrente (LC)	57	1,796	1,513	- 15,72%	PIORA
ENDIVIDAMENTO					
Endividamento de Curto Prazo(ECP)	45	0,205	0,229	11,63%	PIORA
Grau de Endividamento Financeiro (GEF)	50	0,071	0,069	- 2,31%	MELHORA
Participação de capitais de terceiros(PCT)	30	0,338	0,346	2,44%	PIORA
RENTABILIDADE					
Retorno sobre Ativo (ROA)	62	0,102	0,055	- 46,56%	PIORA
Retorno sobre o PL (ROE)	61	0,147	0,084	- 43,10%	PIORA
SINERGIA					
Margem Bruta (MB)	42	0,326	0,310	- 5,05%	PIORA
Margem Líquida (ML)	40	0,136	0,104	- 23,62%	PIORA
Despesas Admin. e Gerais/ Receita Líquida (DAG)	41	0,145	0,152	4,64%	PIORA
Margem EBIT	39	0,214	0,221	3,29%	MELHORA
Geração Bruta de Caixa	54	0,068	0,054	- 19,64%	PIORA

Fonte: Elaborada pelos autores

Em termos aritméticos, em geral o primeiro ano após aquisição não foi favorável para a empresa compradora. Houve uso de recursos próprios e de recursos de terceiros, como mostra a liquidez geral com valor menor do que um e aumento do ECP, sugerindo que a empresa compradora tomou empréstimos curtos para honrar compromissos, provavelmente oriundos da aquisição. Destaque importante deve ser dado à expressiva queda nas medidas de rentabilidade que apresentaram mais de 43% de queda. Pelo menos no primeiro exercício após a aquisição, os indicadores de sinergia não resultaram positivos para a adquirente. Em geral são negativos. Houve pequena melhora na Margem EBIT e deterioração no DAG.

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

Destaque-se a queda de 23% apresentada na Margem Líquida e de 19% na Geração Bruta de Caixa, aparentemente correlacionadas com queda dos indicadores de rentabilidade.

Pode parecer peculiar que, um processo com melhoria esperada do desempenho da empresa compradora tenha seu primeiro exercício aquém da expectativa dos compradores. Mas, a literatura sugere que no primeiro ano após a aquisição os planos de integração são colocados em prática. Por isto, há tendência de piora nos indicadores de curto prazo, pois a integração traz a necessidade de execução de ajustes – na expectativa de obtenção de benefícios nos exercícios mais longos.

b) Evidência estatística

O Quadro 5 traz resultados dos testes para diferenças de médias dos indicadores entre os anos selecionados (última coluna) e algumas estatísticas complementares. Um primeiro exame comparativo mostra que todos os indicadores (exceção do RSP) possuem medianas inferiores às médias para o ano anterior e para o ano posterior à aquisição. Isto sugere certa assimetria para a direita, com algumas poucas operações atípicas influenciando os parâmetros médios. Com relação ao desvio padrão dos indicadores, há dois grupos de alterações. De um lado, a dispersão dos indicadores no ano posterior à aquisição torna-se inferior à sua dispersão no ano anterior para medidas de liquidez e de endividamento. Ou seja, parece haver maior semelhança destes indicadores após as aquisições. De outro lado, as dispersões das medidas de sinergia, em geral, mostram movimento apostado: aumento no ano pós-aquisições de controle.

Quadro 5 – Teste de diferenças de indicadores entre anos T-1 e T+1

INDICADORES	Nº de Casos	Média		Mediana		Desvio Padrão		p-valor
		T-1	T+1	T-1	T+1	T-1	T+1	T-1/T+1
LIQUIDEZ								
Liquidez Geral (LG)	60	1,039	0,721	0,767	0,710	0,923	0,452	0,006*
Liquidez Corrente (LC)	57	1,795	1,513	1,619	1,453	1,164	0,951	0,083***
ENDIVIDAMENTO								
Endividamento de Curto Prazo(ECP)	45	0,205	0,229	0,167	0,185	0,190	0,178	0,485
Grau de Endividamento Financeiro (GEF)	50	0,071	0,069	0,038	0,056	0,083	0,057	0,891
Participação Capitais de Terceiros (PCT)	30	0,338	0,346	0,215	0,285	0,258	0,237	0,853
RENTABILIDADE								
Retorno sobre ativo (ROA)	62	0,102	0,055	0,050	0,041	0,262	0,096	0,053***
Retorno sobre PL (ROE)	61	0,147	0,084	0,106	0,099	0,312	0,429	0,156
SINERGIA								
Margem Bruta (MB)	42	0,326	0,310	0,283	0,275	0,183	0,213	0,334
Margem Líquida (ML)	40	0,136	0,104	0,085	0,056	0,189	0,280	0,437
Desp. Admin. Gerais/Rec.Líquida (DAG)	41	0,145	0,152	0,113	0,111	0,128	0,159	0,621
Margem EBIT	39	0,214	0,221	0,138	0,130	0,196	0,231	0,778
Geração Bruta de Caixa	54	0,068	0,054	0,060	0,054	0,095	0,094	0,266

Fonte: Elaborada pelos autores.

Significâncias: 1% (*), 5% (**), 10% (***)

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

Estatisticamente, ao compararmos o exercício anterior à aquisição com o exercício posterior, nota-se que apenas três das variáveis testadas apresentaram o p-valor dentro de níveis de significância máxima de 10%. Houve quedas estatisticamente relevantes em três indicadores: LG e LC (liquidez) e ROA (retorno). Neste sentido, rejeitamos a hipótese a um nível de 1% de significância para LG e 10% para LC. Isto confirma o decréscimo estatisticamente significativo nestes indicadores sugerido pela análise aritmética. Já a variável ROA apresenta significância estatística a 10%, fazendo com que hipótese nula seja rejeitada para a rentabilidade sobre o ativo.

4.2.2. Evolução do Ano Anterior para Dois Anos Posteriores

a) Exame qualitativo

O Quadro 6 mostra uma análise numérica do comportamento das variáveis no período analisado. Observa-se que há uma queda natural do número de observações com o aumento do número de anos após a combinação de empresas, pois várias operações mostraram dados apenas para um ano após o evento.

Quadro 6 – Evolução dos indicadores entre anos T - 1 e T + 2

INDICADORES	Nº de Casos	MÉDIA			
		T-1	T+2	Variação	Análise Qualitativa
LIQUIDEZ					
Liquidez Geral (LG)	35	1,234	0,851	- 31,06%	PIORA
Liquidez Corrente (LC)	33	1,779	1,758	- 1,16%	PIORA
ENDIVIDAMENTO					
Endividamento de Curto Prazo(ECP)	24	0,189	0,224	18,30%	PIORA
Grau de Endividamento Financeiro (GEF)	28	0,079	0,052	- 34,17%	MELHORA
Participação de Capitais de Terceiros(PCT)	16	0,358	0,349	- 2,51%	MELHORA
RENTABILIDADE					
Retorno sobre Ativo (ROA)	36	0,127	0,076	- 39,86%	PIORA
Retorno sobre o PL (ROE)	35	0,166	0,122	- 26,71%	PIORA
SINERGIA					
Margem Bruta (MB)	24	0,328	0,286	- 12,77%	PIORA
Margem Líquida (ML)	23	0,125	0,126	1,03%	MELHORA
Despesas Adm. Gerais/Receita Líquida (DAG)	24	0,170	0,152	- 11,07%	MELHORA
Margem EBIT	22	0,190	0,211	11,20%	MELHORA
Geração Bruta de Caixa	29	0,069	0,057	- 16,63%	PIORA

Fonte: Elaborada pelos autores.

A comparação das médias obtidas no exercício anterior à aquisição e o segundo exercício após a operação, ratifica algumas evidências vistas no ano seguinte à aquisição e traz outras informações sobre desempenho. Os dados mostram queda forte na LG (31%) e redução mais suave (1,1%) na LC. Houve redução substancial no GEF (34%) e aumento no ECP (18%), sugerindo uma troca de endividamento financeiro por passivos de curto prazo. Entretanto, dos cinco indicadores de sinergias estudados, três apresentaram melhora, sugerindo que os primeiros resultados positivos oriundos das sinergias entre os negócios começaram a aparecer no segundo ano após as aquisições. Houve redução importante da DAG, cujo principal motivo pode ser a redução ou extinção de cargos e atividades

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

semelhantes que eram exercidos em ambas as empresas. Por fim, provavelmente relacionado à diminuição dos indicadores de liquidez e o aumento do endividamento de curto prazo, a GBC apresentou queda de 17%, quando comparados os dois exercícios.

b) Evidência estatística

O Quadro 7 traz resultados dos testes de mudanças nos indicadores entre o ano anterior e os dois anos posteriores à aquisição. De modo menos forte que na comparação anterior, vê-se que ainda predomina certa assimetria para a direita da maior parte dos indicadores mensurados (media superior à mediana). Com relação à dispersão das métricas, vê-se que os indicadores dois anos pós-aquisição são menos dispersos que no ano anterior para liquidez, endividamento e rentabilidade. A dispersão das medidas de sinergia tem movimentos mistos: alguns caem (ML, DAG, GBC) e outros sobem (MB e Margem EBIT).

Quadro 7 – Outras estatísticas e teste diferenças de indicadores entre anos T-1 e T+2

INDICADORES	Nº de Casos	Média		Mediana		Desvio Padrão		p-valor
		T-1	T+2	T-1	T+2	T-1	T+2	
LIQUIDEZ								
Liquidez Geral (LG)	35	1,235	0,851	0,796	0,684	1,097	0,687	0,040**
Liquidez Corrente (LC)	33	1,779	1,758	1,697	1,471	1,116	1,110	0,942
ENDIVIDAMENTO								
Endividamento de Curto Prazo (ECP)	24	0,190	0,225	0,147	0,165	0,180	0,162	0,533
Grau de Endividamento Financeiro (GEF)	28	0,080	0,052	0,045	0,055	0,096	0,036	0,171
Participação de Capitais de Terceiros (PCT)	16	0,359	0,350	0,242	0,373	0,285	0,184	0,894
RENTABILIDADE								
Retorno sobre ativo (ROA)	36	0,128	0,077	0,055	0,048	0,339	0,182	0,139
Retorno sobre o PL (ROE)	35	0,167	0,122	0,126	0,151	0,395	0,195	0,476
SINERGIA								
Margem Bruta (MB)	24	0,328	0,286	0,287	0,249	0,169	0,213	0,154
Margem Líquida (ML)	23	0,125	0,127	0,107	0,096	0,187	0,173	0,967
Despesas Adm. e Gerais/Receita Líquida (DAG)	24	0,171	0,152	0,122	0,126	0,149	0,126	0,117
Margem EBIT	22	0,190	0,212	0,140	0,145	0,165	0,204	0,393
Geração Bruta de Caixa	29	0,069	0,058	0,065	0,057	0,113	0,071	0,418

Fonte: Elaborada pelos autores.

Significâncias: 1% (***), 5% (**), 10% (*).

Apenas a mudança na liquidez geral pode ser considerada estatisticamente relevante na análise de variação entre períodos. A um nível de significância de 5% pode-se rejeitar a hipótese nula que as duas médias um ano antes e dois anos após as aquisições são iguais. Ou seja, a queda de liquidez dois anos após a aquisição é estatisticamente significativa. Os demais indicadores não mostraram diferenças estatisticamente relevantes.

4.2.3. Evolução do Ano Anterior para Três Anos Posteriores

a) Exame Qualitativo

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

O Quadro 8 mostra a evolução aritmética dos indicadores entre o terceiro ano pós-evento e o ano anterior à aquisição. Entre os doze parâmetros estudados oito apresentaram melhora – exceto as medidas de liquidez, ROE e GBC como ocorreu defasagens mais curtas vistas anteriormente. Observamos o aumento no ROA. Os destaques do terceiro ano após o evento são os indicadores médios de endividamento e sinergia.

Quadro 8 – Evolução dos indicadores entre anos T-1 e T+3

INDICADORES	Nº de Casos	MÉDIA				Análise Qualitativa
		T-1	T+3	Variação		
LIQUIDEZ						
Liquidez Geral (LG)	14	1,157	0,734	(36,59%)	PIORA	
Liquidez Corrente (LC)	14	1,858	1,156	(37,81%)	PIORA	
ENDIVIDAMENTO						
Endividamento de Curto Prazo(ECP)	10	0,252	0,213	(15,46%)	MELHORA	
Grau de Endividamento Financeiro (GEF)	11	0,078	0,074	(4,46%)	MELHORA	
Participação de capitais de terceiros(PCT)	6	0,335	0,287	(14,53%)	MELHORA	
RENTABILIDADE						
Retorno sobre ativo (ROA)	15	0,077	0,092	19,00%	MELHORA	
Retorno sobre o PL (ROE)	14	0,202	0,178	(11,74%)	PIORA	
SINERGIA						
Margem Bruta (MB)	10	0,352	0,371	5,56%	MELHORA	
Margem Líquida (ML)	9	0,147	0,151	2,40%	MELHORA	
Despesas Admin. Gerais/Receita líquida (DAG)	9	0,164	0,150	(8,10%)	MELHORA	
Margem EBIT	9	0,215	0,229	6,45%	MELHORA	
Geração Bruta de Caixa	11	0,071	0,062	(11,57%)	PIORA	

Fonte: Elaborada pelos autores.

A queda nos indicadores de endividamento sugere que o processo de aquisição reduziu a alavancagem da empresa compradora, tanto no curto prazo quanto a alavancagem geral, o que é refletida principalmente na redução do PCT. Há melhoras nos indicadores de sinergia (com exceção do GBC), pode ser notada na redução do DAG e no aumento das margens. A pesquisa considera o DAG o indicador de maior relevância para medir ganhos de sinergias, pois todos os demais são influenciados pelas despesas gerais e administrativas.

b) Evidência estatística

O Quadro 9 traz os resultados de estatísticas e testes complementares para o terceiro ano pós-aquisição em comparação com o ano anterior à aquisição. De modo geral se mantêm as mesmas evidências percebidas nas duas análises anteriores: distribuição de indicadores com certa assimetria para a direita e tendência de queda na volatilidade dos indicadores no terceiro ano em comparação com o ano anterior à aquisição.

Quadro 9 – Outras estatísticas e teste de diferença de indicadores entre anos T-1 e T+3

INDICADORES	Nº de Casos	Média		Mediana		Desvio Padrão		p-valor
		t-1	t+3	t-1	t+3	t-1	t+3	t-1/t+3
		LIQUIDEZ						

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

Liquidez Geral (LG)	14	1,157	0,734	0,861	0,682	0,863	0,437	0,066*
Liquidez Corrente (LC)	14	1,858	1,156	1,528	1,119	1,133	0,625	0,074*
ENDIVIDAMENTO								
Endividamento de Curto Prazo (ECP)	10	0,252	0,213	0,201	0,173	0,241	0,152	0,644
Grau de Endividamento Financeiro (GEF)	11	0,078	0,074	0,056	0,045	0,070	0,069	0,878
Participação Capitais de Terceiros (PCT)	6	0,335	0,287	0,242	0,235	0,326	0,146	0,765
RENTABILIDADE								
Retorno sobre ativo (ROA)	15	0,077	0,092	0,040	0,066	0,091	0,090	0,475
Retorno sobre o PL (ROE)	14	0,202	0,178	0,115	0,158	0,248	0,143	0,725
SINERGIAS								
Margem Bruta (MB)	10	0,352	0,371	0,305	0,331	0,151	0,171	0,242
Margem Líquida (ML)	9	0,147	0,151	0,040	0,072	0,215	0,182	0,930
Despesas Admin. Gerais/Receita Líquida (DAG)	9	0,164	0,150	0,118	0,127	0,127	0,111	0,424
Margem EBIT	9	0,215	0,229	0,106	0,218	0,236	0,160	0,827
Geração Bruta de Caixa	11	0,071	0,062	0,074	0,054	0,079	0,075	0,704

Fonte: Elaborada pelos autores.

Significâncias: 1% (***), 5% (**), 10% (*).

Em sentido contrário aos resultados aritméticos e suas sugestões, a análise estatística traz apenas a confirmação de que os indicadores de liquidez apresentaram queda também no terceiro ano após a aquisição. Isto sugere que a empresa compradora usa liquidez disponível para aquisições. Entre todos os indicadores incluídos no horizonte trienal, apenas as mudanças na liquidez se mostraram estatisticamente relevantes (a nível de 10%).

5. CONCLUSÕES

Este artigo investigou mudanças de desempenho de empresas brasileiras que adquiriram o controle de outras empresas. Foram investigadas companhias de capital aberto não financeiras, listadas na Bm&fBovespa, que adquiriram pelo menos 50% de outras empresas, passando a deter seu controle acionário. O objetivo do estudo foi identificar e descrever quais mudanças foram percebidas nas empresas adquirentes no período 2006-2013. A análise adotou indicadores econômicos e financeiros da literatura de contabilidade e de finanças corporativas: liquidez, alavancagem financeira, rentabilidade, desempenho operacional e sinergias.

A partir dos resultados das diferenças de médias, o estudo concluiu que apenas os indicadores de liquidez apresentaram resultados de quedas significantes em cinco dos seis testes realizados. Quanto aos indicadores de rentabilidade, foi mostrado que o ROA sofreu decréscimo estatisticamente relevante entre um ano antes e um ano pós aquisição. Não foram evidenciadas mudanças estatisticamente significativas nos indicadores de endividamento.

Quanto à sinergia, os testes não apresentaram resultados estatisticamente significativos para mudanças das *proxies* adotadas. Logo, não haveria fundamento para aumentos de valor das ações das empresas compradoras. Esta evidência parece confirmar o que Sirower (1997) chama de armadilha da sinergia.

Em suma, os resultados suportados estatisticamente sugerem três ilações principais. Primeira, há uma queda da liquidez das empresas após a aquisição. Como esperado, os

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

gestores usam o caixa da empresa não para pagar dividendos ou investir em crescimento orgânico, mas para comprar outras firmas. Segundo, há uma evidência de queda de rentabilidade sobre os ativos após a aquisição. Terceiro, não foram documentadas melhorias nos indicadores de endividamento e de sinergia adotados na pesquisa. Esta última evidência sugere uma possível refutação da hipótese de ganhos de sinergia como fator motivador das aquisições, em favor, por exemplo, da hipótese gerencial sugerida por Seth, Song e Pettit (2000). Nesta visão a utilidade dos gestores predomina sobre o interesse dos acionistas.

Há limitações que levam a sugestões de pesquisas futuras. Primeira, a amostra não é extensa, pois foi limitada pela regra de compra de uma empresa por outra empresa com aquisição de pelo menos cinquenta por cento das ações alvo e em um período de oito anos. Ampliação do número de casos e da extensão de tempo seria um caminho interessante para novas pesquisas. Segunda, as empresas compradoras são companhias de capital aberto. Um estudo que agregue empresas de capital fechado poderia corroborar ou não as evidências deste artigo. Terceira, foram examinadas mudanças no período máximo de três anos após o ano de aquisição. É possível que alterações nos desempenhos da compradora após aquisições ocorram em prazos mais longos, sendo questão empírica em aberto. Quarta, foram realizados testes de diferenças de médias antes e após o evento de compra de outras empresas. Este artigo não estudou empiricamente possíveis determinantes das mudanças dos indicadores, associados com tamanho, setor, ciclo do mercado, forma de pagamento e outros. A construção de modelos econométricos que expliquem os indicadores financeiros e econômicos após combinações de empresas representa outro caminho de pesquisa futura.

REFERÊNCIAS

- BARRACLOUGH, K. et alia. **Using option prices to infer overpayments and synergies in m&a transactions**. *Review of Financial Studies*, v. 26, n. 3, p. 695–722, 28 nov. 2013.
- BESSLER, W.; SCHNECK, C. **Excess premium offers and bidder success in European takeovers**. *Eurasian Econ Rev*, n. 5, p. 23–62, 2015.
- BIEGELMEYER, G. et alia. **Ferramentas Financeiras Em Um Comércio De Instrumentos Musicais: Elaboração Do Fluxo De Caixa E Demonstração Dos Indicadores Financeiros**. *Revista Global Manager*, p. 188–213, 2014.
- BRITO, G.; BATISTELLA, F.; FAMÁ, R. **Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações**. *Revista de Administração da USP - RAUSP*, n. 2003, p. 353–360, 2005.
- CAMARGOS, M. A. DE; BARBOSA, F. V. **Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras : Sinergias Operacionais , Gerenciais e Rentabilidade**. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, v. 21, n. 1, p. 69–99, 2010.
- CAMARGOS, M. A. DE; COUTINHO, E. S. **A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições : uma Análise de suas Interfaces**. *RAC Eletronica*, p. 273–295, 2008.
- CAMARGOS, M. DE; BARBOSA, F. **Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999**. *REGE Revista de Gestão*, p. 99–115, 2005.
- CHATTERJEE, S. **Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms**. *Strategic management journal*, v. 7, n. 2, p. 119–139, 1986.

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

- COASE, R. **The nature of the firm**. *Economica*, v. 4, p. 386-405, 1937.
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. 2 edição ed. [s.l.] Bookman, 2004.
- DAVIS, R.; THOMAS, L. **Direct estimation of synergy: A new approach to the diversity-performance debate**. *Management Science*, n. 11, p. 1334–1347, 1993.
- GRIGORIEVA, S.; PETRUNINA, T. **The Performance of Mergers and Acquisitions in Emerging Capital Markets**. *Journal of Management Control*, v. 26, n. 4, p. 377-403, 2015.
- LEMES Jr., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro, 2002. 698 p
- KAYO, E.; PATROCÍNIO, M.; MARTIN, D. **Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento**. *Revista de Administração da USP - RAUSP*, p. 59–69, 2009.
- KODE, G. V. M.; FORD, J. C.; SUTHERLAND, M. M. **A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature**. *South African Journal of Business Management*, p.27-38, 2003.
- KPMG FINANCIAL ADVISORY SERVICES. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2005 – 4º trimestre** Mirror of transactions undertaken in Brazil, 2005.
- KPMG FINANCIAL ADVISORY SERVICES. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2013 – 4º trimestre** Mergers & Acquisitions. 2013.
- KRISHNAKUMAR, M. D.; SETHI, D. M. **Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions' Performance**. *Academy of Accounting and Financial Studies Journ*, v. 16, n. 3, p. 1–20, 2012.
- KRISHNAN, H. A.; KRISHNAM, R.; LEFANOWICZ, C. E. **Market perception of synergies in related acquisitions**. *Academy of Strategic Management Journal*, v. 8, n. 1, p. 99–120, 2009.
- LAJOUX, A.; REED, S. **The art of M & A integration: a guide to merging resources, processes, and responsibilities**. 4. ed. [s.l.] McGraw-Hill Education, 2007.
- LIMA, F. G.; NETO, A. A. **Fundamentos de Administração Financeira**. São Paulo. Atlas, p.100-125, 2010.
- LOUGHRAN, T.; VIJH, A. **Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?** *The Journal of Finance*, v. 13, n. 5, 1997.
- MAIRE, S.; COLLERETTE, P. **International post-merger integration: Lessons from an integration project in the private banking sector**. *International Journal of Project Management*, v. 29, n. 3, p. 279–294, abr. 2011.
- Vieira, E; Santos, A; Lagioia, U; Vieira, G; Santos, J; **Melhores Grupos de Índices e Demonstrações Contábeis para Análise da Situação Econômico-Financeira das Empresas na Percepção de Analistas do Mercado de Capitais**. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 17, n. 3, p. 29–46, 2014.
- MARTIN, J.; EISENHARDT, K. **Exploring Cross-Business Synergies**. *Academy of Management Proceedings*, p. 1–7, 2001.

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

- MEHROTRA, A.; SAHAY, A. **Systematic Review on Financial Performance of Mergers and Acquisitions in India**. *Vision: The Journal of Business Perspective*, v. 22, n. 2, p.211-221, 2018.
- MOTTA, L. F. J. DA et al. **Criação de Valor em Fusões e Aquisições Brasileiras**. *Revista de Administração FACES Journal*, 19 dez. 2013. Disponível em: <<http://fumeec.br/revistas/facesp/article/view/1827>>. Acesso em: 21 out. 2015
- PÓVOA, A. *Valuation: Como Precificar Ações*. [s.l.] Elsevier B.V., 2012.
- RAO-NICHOLSON, R.; SALABER, J.; CAO, T. H. **Long-Term Performance of Mergers and Acquisitions in ASEAN Countries**. *Research in International Business and Finance*, v. 36, J, p. 373-387, January, 2016.
- REDDY, K.; QAMAR, M.; YAHANPATH, N. **Do Mergers and Acquisitions Create Value?** *The Post-M&A Performance of Acquirings Firms in China and India*. *Studies in Economics and Finance*, v. 36, n. 2, p. 240-264, 2019.
- ROCHA, F.; IOOTY, M.; FERRAZ, J. **Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas**. *Revista de Economia Contemporânea*, v.5, Especial, p.2-36, 2001.
- ROSSETTI, José Paschoal. **Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos**. In: BARROS, Betânia Tanure de (Org.). *Fusões, aquisições & parcerias*. São Paulo: Atlas, 2001. 184 p. cap. 3, p. 67-87.
- SARFATI, G.; SHWARTZBAUM, A. **Sinergias nas Fusões e Aquisições do Setor de Educação Superior no Brasil**. *Pensamento Contemporâneo em Administração*, v. 7, n. 4, p. 1–23, 2013.
- SETH, A. **Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation**. *Strategic Management Journal*, v. 11, n. January, p. 431–446, 1990.
- SETH, A.; SONG, K.; PETTIT, R. **Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms**. *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, No. 3 (3rd Qtr., 2000), pp. 387-405.
- SIROWER, M. L. **The Synergy Trap - How Companies Lose the Acquisition Game**. Simon and Schuster, 1997 - 288 p.
- WANG, C.; XIE, F. **Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions**. *Review of Financial Studies*, v. 22, n. 2, p. 829–858, 13 nov. 2006.
- YAGHOUBI, R.; YAGHOUBI, M.; LOCKE, S.; GIBB, J. **Mergers and Acquisitions: A Review (part 2)**, *Studies in Economics and Finance*, v. 31, n. 3, p. 437-464, 2016.

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

APÊNDICE

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

Tabela A.1: Operações de Aquisição Analisadas na Pesquisa

#	Ano da operação	Empresa Compradora	Empresa Alvo	% Negociado	Valor
1	2006	ALL NORTE	Brasil Ferrovias / Novoeste	100	3.363.290.835,84
2	2006	Companhia Vale do Rio Doce	Inco Ltd	86,57	42.561.501.812,70
3	2006	CPFL ENERGIA S.A.	Ipê Energia / PSEG Brasil / PSEG Trader	100	413.603.000,00
4	2006	Cyrela Empreendimentos	RJZ Participações e Investimentos	100	129.099.024,00
5	2006	Gafisa	AlphaVille Urbanismo	60	383.500.000,00
6	2007	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	Shopping Tamboré S/A	100	221.500.000,00
7	2007	Companhia Brasileira de Distribuição	Barcelona Com. Varejista e Atacadista (Assai)	60	208.000.000,00
8	2007	Diagnóstico da América S/A	Científica Lab. Produtos Laboratoriais e Sistemas S/A	100	85.000.000,00
9	2007	ECORODOVIAS INFRA E LOG S.A.	Rodovia das Cataratas	100	425.600.000,00
10	2007	Gerdau	Quanex Corporation	100	2.943.308.900,00
11	2007	Hypermarcas	D.M. Farmacêutica Ltda	100	1.238.640.000,00
12	2007	JBS S/A	Swift Foods Company	100	2.773.192.500,00
13	2007	Klabin Segall	Cia. Setin de Empreendimentos e Participações	100	202.707.800,00
14	2007	Lojas Americanas S/A	BWU Comércio e Entretenimento S/A	100	186.200.000,00
15	2007	MARFRIG ALIMENTOS S.A.	Quickfood S/A	70,51	244.004.895,00
16	2007	Petróleo Brasileiro S/A - Petrobras	Suzano Petroquímica S/A	76,1	3.274.642.456,71
17	2007	Suzano Papel e Celulose S/A	BLDSPE Empr. e Part S/A (Unidade Fabril de Embu da Ripasa)	100	41.792.000,00
18	2007	Tegma	Bonifácio Logística e Transportes Ltda	100	140.453.340,00
19	2007	Tempo Participações S/A	Med-Lar Internações Domiciliares	100	20.000.000,00
20	2008	Brasil Brokers Participações	Abyara Brokers Intermediação Imobiliária S/A	51	250.000.000,00
21	2008	Braskem S.A.	Grust Holding	100	2.218.292.000,00
22	2008	Cosan S/A Ind. e Com.	Esso Brasileira de Petróleo	100	2.097.285.000,00
23	2008	Livraria Saraiva	Siciliano S/A	100	73.630.000,00
24	2008	Magnesita Refratários S/A	LWB Refractories	100	1.813.917.870,00
25	2008	REDE ENERGIA S.A.	Enersul	100	1.200.539.000,00
26	2008	TOTVS	Datasul	100	640.577.000,00
27	2008	Tractebel Energia S/A	Ponte de Pedra Energética	100	894.682.000,00
28	2008	Ultrapar Participações S/A	Chevron Brasil Ltda e Sociedade Anônima de Óleo Galena Signal (Texaco)	100	1.161.000.000,00
29	2008	Usiminas	Mineração J. Mendes / Somisa Sid. Oeste de Minas / Global Mineração	100	3.330.890.000,00
30	2009	Invepar	Concessionária Metroviária do Rio de Janeiro	100	1.269.672.000,00
31	2010	CETIP	GRV Solutions	100	2.003.613.000,00
32	2010	CSN	Grupo AG (Balboa, Azpeitia, Lasao)	100	-
33	2010	Gafisa	Alphaville Urbanismo	80,0	155.494.700,00
34	2010	Gerdau	Aços Villares	87,4	-

Aquisição de Controle Empresarial no Brasil: Um
Estudo Sobre o Desempenho de Empresas Compradoras

Tabela A.1: Operações de Aquisição Analisadas na Pesquisa (Cont.)

35	2010	Kroton Educacional	IUNI Educacional	100	268.193.856,19
36	2010	PDG Realty S.A	Agre	100	4.386.137.000,00
37	2010	Petróleo Brasileiro S/A - Petrobras	Açúcar Guarani	54,3	-
38	2010	Suzano Papel e Celulose S/A	Conpacel	100	-
39	2011	Brasil Pharma S.A.	Drogaria Mais Econômica	100	323.872.000,00
40	2011	Klabin Segall	Florestal Vale do Corisco	51,0	-
41	2011	TARPON INVESTIMENTOS S.A.	AGV Holding	51,2	134.000.000,00
42	2011	Usiminas	Ativos Minerários da MBL Materiais Básicos Ltda	100	1.828.496.250,00
43	2012	MARFRIG ALIMENTOS S.A.	Ativos da BRF	100	350.000.000,00
44	2013	Abril Educação S.A	Wise-Up	100	939.600.000,00
45	2013	Braskem S.A.	Solvay Indupa	70,59	475.359.413,10
46	2013	CIA PARANAENSE DE ENERGIA	Casa do Ventos Energias Renováveis	100	286.070.000,00
47	2013	Companhia Brasileira de Distribuição	Nova PontoCom	52,06	63.373.909,48
48	2013	Companhia Vale do Rio Doce	Aliança Geração de Energia	55	2.029.900.000,00
49	2013	Energisa	Grupo Rede	100	5.261.504.000,00
50	2013	Gafisa	Alphaville - exercício opção	100	367.000.000,00
51	2013	Grupo Unipar	Carbocloro Indústrias Químicas	100	604.047.274,00
52	2013	JBS S/A	Seara Alimentos / Zenda	100	5.850.000.000,00
53	2013	JULIO SIMOES LOGISTICA S.A.	Movida Locação de Veículos	100	39.525.000,00
54	2013	Kroton Educacional	Anhanguera Educacional	100	5.599.804.128,89
55	2013	Minerva S.A	Divião de Bovinos - BRF	100	585.607.571,55
56	2013	OI S.A.	Portugal Telecom	100	28.695.969.518,76
57	2013	Panatlantica	Atkore Brasil	100	98.700.000,00
58	2013	Randon	Suspensys Sistemas Automotivos	100	443.313.000,00
59	2013	São Martinho S.A	Usina São Carlos	100	199.600.000,00
60	2013	Sul América	Sul América Capitalização - SULACAP	83,27	285.000.000,00
61	2013	Technos	Dumont Saab do Brasil	95,84	182.102.041,96
62	2013	Tractebel Energia S/A	Andrade Energia	100	96.000.000,00
63	2013	Ultrapar Participações S/A	Extrafarma	100	1.006.000.000,00

Elaborada pelos autores sobre dados coletados do software Economática