



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

Mariana Noronha da Cunha

Um estudo de caso sobre a aquisição da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco.

Valor contábil, Valor de Mercado, Valor Econômico e a sinergia empresarial.

Brasília - DF

2021

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Sérgio Antônio Andrade de Freitas
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Mariana Noronha da Cunha

Um estudo de caso sobre a aquisição da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco.

Valor contábil VS Valor de Mercado VS Valor Econômico e a sinergia empresarial.

Trabalho de Conclusão de Curso Artigo apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira

Área: Finanças

Orientador: Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Brasília - DF, Maio de 2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Ne Noronha da Cunha, Mariana
Um estudo de caso sobre a aquisição da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco. Valor contábil, Valor de Mercado, Valor Econômico e a sinergia empresarial. / Mariana Noronha da Cunha; orientador Sérgio Ricardo Miranda Nazaré. -- Brasília, 2021.
40 p.

Monografia (Graduação - Ciências Contábeis) --
Universidade de Brasília, 2021.

1. Avaliação de empresas. 2. Valor contábil. 3. Valor econômico. 4. Valor de mercado. 5. Sinergia empresarial. I. Miranda Nazaré, Sérgio Ricardo, orient. II. Título.

MARIANA NORONHA DA CUNHA

Um estudo de caso sobre a aquisição da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco.

Valor contábil VS Valor de Mercado VS Valor Econômico e a sinergia empresarial.

Trabalho de Conclusão de Curso Artigo apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, sob a orientação do Prof. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Aprovado em ____ de maio de 2021.

Prof.^o. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Orientador

Prof. Dr. Eduardo Tadeu Vieira
Professor - Examinador

Brasília - DF, Maio de 2021

À Deus, Maridel e Marcelo que acompanharam e torceram do céu e da terra.

AGRADECIMENTOS

À minha irmã, Ana Luiza, pessoa que sempre me apoiou e comemorou minhas conquistas.

À minha avó, Zélia, por todo o cuidado que sempre teve com os filhos e netos.

Ao meu primo João Pedro que esteve em diversos momentos especiais e compartilha comigo sobre o mundo das finanças, obrigada pelas conversas.

À minha tia Maria Carolina, que está na torcida.

Ao meu avô, Jupy, pelas conversas construtivas por telefone e na mesa de refeições em sua casa, lugar que aprendi muito.

Ao Vitor Costa, que me apoiou nos momentos difíceis, me tratou com muito cuidado e amor e que acreditou que no final daria certo

À Universidade de Brasília e seus professores, lugar de muito aprendizado e experiências.

Aos gêmeos, Gabriel e Guilherme Caetano, meus parceiros de curso, sem vocês não teria sido igual.

À empresa Veroni e aqueles que lá trabalham, por me darem asas e contribuírem para a minha carreira profissional.

À Tatiana Marcondes, grande amiga, a qual compartilhei grande parte da vida e é colo.

À Eduarda Luz, pela amizade, companherismo, cuidado e carinho.

Às minhas amigas, Cecília Graf, Isadora do Amaral e Luiza Brilhante pelas noites na cozinha fazendo macarrão e tomando vinho, lá existiram conversas que contribuíram para o meu amadurecimento.

Aos meus amigos João Felipe Castro e Luiz Alberto Brant, pelas conversas que atingem todos os níveis de irrelevantes a relevantes.

Às amigas Rafaela Azevedo, Ingrid Amorim, Thereza Mattos e ao amigo Pedro Henrique Junqueira por manterem o sorriso no meu rosto nos momentos difíceis.

A todos os amigos, do Galois, da UnB e da igreja, que estavam desejando o meu melhor nesse período.

Ao professor Doutor Sérgio Ricardo, meu orientador, pelas aulas de excelente qualidade antes da orientação, conversas construtivas, paciência e apoio, a você minha enorme admiração.

E novamente, aos que me proporcionaram tudo isso, Deus, Marcelo (in memoriam) e Maridel. Mãe, obrigada por tudo que você fez e faz por mim.

**“Seja lá o que você pode fazer, ou sonhar... comece.
A ousadia sempre traz consigo a genialidade, poder e mágica.”
(Goethe)**

RESUMO

O objetivo deste trabalho é avaliar a diferença do valor contábil, valor de mercado e valor econômico e a relação que esses valores têm com o ativo intangível. Para isso, foi feita a análise do processo de fusão das empresas brasileiras XP Investimentos e Itaú Unibanco. Foram comparadas as demonstrações contábeis de cada empresa, dos anos de 2016 a 2019, para chegar no resultado dos cálculos de valores foi utilizado o método do fluxo de caixa descontado, com o cálculo do valor do custo de capital próprio, e comparação dos resultados obtidos, inclusive com seus respectivos valores de mercado. Constatou-se que: i) a fusão induziu positivamente os resultados das empresas; ii) houve aumento de valor de mercado de ambas; iii) houve sinergia positiva no caso.

Palavras-chave: Avaliação de empresas, Valor contábil, Valor econômico, Valor de mercado, Sinergia empresarial, Fusões e aquisições

ABSTRACT

This paper's objective is to assess the differences between economic value, book value and market value and its relationship to a company's intangible assets during the merger and acquisition process of two Brazilian companies: *XP Investimentos* and *Itaú Unibanco*. Their respective financial statements of 2016 through 2019 were analyzed taking into consideration the discounted cash flow method, in order to calculate the equity's cost value. Through this approach it was concluded that; i) the M&A had a positive correlation to both companies financial positions; ii) Market value for both companies peaked iii) A synergy merge scenario took place.

Keywords: Study of companies, Book value, Economic value, Market value, Business synergy, Merges and acquisitions

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Cálculo fluxo de caixa operacional utilizado Itaú e XP	33
Tabela 2 – Valor da Perpetuidade.....	34
Tabela 3 – Valor contábil 2016 a 2019 Itaú e XP	34
Tabela 4 – Valor de mercado 2016 a 2019 Itaú	34
Tabela 5 – Valor de mercado 2016 a 2019 XP.....	35
Tabela 6 – Valor econômico 2016 a 2019 Itaú e XP.....	35
Tabela 7 – Valor econômico 2016 a 2019 Itaú e XP.....	36

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Conceito de ativo.....	17
Figura 2 – Estrutura do Ativo.....	18
Figura 3 – Classificação dos Ativos.....	20
Figura 4 – Categorias de Inovação.....	22
Figura 5 – Cálculo do valor de mercado.....	25
Figura 6 – Linha do fusões e aquisições Itaú Unibanco.....	29
Figura 7 – Linha do Tempo XP Investimentos.....	30
Figura 8 – Estrutura de capital antes e depois aquisição XP.....	31

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil

BP – Balanço Patrimonial

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFC – Demonstração de Fluxo de Caixa

DRE – Demonstração de Resultado do Exercício

FCD – Fluxo de Caixa Descontado

FCO – Fluxo de Caixa Operacional

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 Estrutura do Trabalho	16
1.2 Objetivos	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 Ativos	17
2.1.1 Ativos Intangíveis	18
2.1.2 Reconhecimento e Mensuração do Ativo Intangível	19
2.1.3 Goodwill	20
2.2 Teoria da Sinergia do Goodwill	21
2.3 Ativos Intangíveis e Inovação	21
2.4 Criação de Valor	24
2.5 Valor Contábil, Valor de Mercado e Valor Econômico	25
2.6 Fusões e Aquisições	26
3 METODOLOGIA	27
3.1 Caracterização da Pesquisa	27
3.1 Amostra, Coleta e Análise de Dados	28
3.1 Apresentação das Empresas	28
3.1.1 Itaú Unibanco	29
3.1.2 XP Investimentos	30
3.1.3 XP Investimentos e Itaú Unibanco	29
3.2 Avaliando as empresas	30
3.2.1 Estimativa do Custo de Capital Próprio	31
3.2.4 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	31
3.2.5 Valor Contábil	34
3.2.6 Valor de Mercado	34
3.2.8 Ativo Intangível	35
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	36
5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS	36
REFERÊNCIAS	38

1 INTRODUÇÃO

Todo ativo, segundo Damondaran (1997) pode ser avaliado, seja financeiro ou real, ele possui valor, porém existem alguns ativos mais fáceis de serem avaliados do que outros. Existem diversos métodos para a avaliação de ativos, entretanto, neste trabalho, iremos tratar do método de avaliação do fluxo de caixa descontado, o mais usado e referenciado na compra e venda de empresas (Silva e Cunha, 2001).

Nesse contexto, o tema escolhido para análise e desenvolvimento do artigo abrange o estudo de caso da compra de 49,9% da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco. Na análise de dados, é feita a comparação dos valores de mercado, contábil e econômico-financeiro dos anos de 2016 a 2019, verificando se houve sinergia empresarial positiva.

1.1 Estrutura do Trabalho

O trabalho inicia se com uma revisão literária e uma pesquisa descritiva do estudo de caso de fusão. Pretende-se com a pesquisa, fazer a revisão de literatura, realizar cálculos de análise econômico financeira e aprofundar o estudo de fusões e os impactos gerado nas contas das empresas.

Este artigo está estruturado em:

1. Introdução
2. Referencial teórico
3. Metodologia
4. Análise de resultados
5. Conclusões e recomendações para trabalhos futuros

1.2 Objetivos

Os objetivos da pesquisa são:

- a) Contextualizar a compra de 49,9% da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco, ocorrida em 2017;
- b) Comparar os valores de mercado, valor contábil e valor econômico entre o período de 2016 a 2019;
- c) Avaliar o valor das empresas por meio de métodos de avaliação econômico financeira;
- d) Verificar se houve sinergia positiva na fusão.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Ativos

Ao decorrer dos anos, o ativo possuiu vários conceitos e definições. De acordo com Francisco D’Auria, citado por Iudícibus (1997), o ativo é o conjunto de meios ou a matéria posta à disposição do administrador para que esse possa operar de modo a conseguir os fins que a entidade entrega à sua direção e ao proprietário. Walter B. Meigs e Charles E. Johnson (1962) descrevem o ativo como recursos econômicos possuídos por uma empresa; segundo Paton (1924), apud Iudícibus (1997) ativo é qualquer contraprestação material ou não, possuída por uma empresa específica e que tem valor para aquela empresa; O *Accounting Terminology Bulletin no 1*, entre 1941 e 1953, definiu o ativo como algo representado por um saldo devedor que é mantido após o encerramento dos livros contábeis de acordo com as normas ou princípios de contabilidade, na premissa de que representa ou um direito de propriedade ou um valor adquirido, ou um gasto realizado que criou um direito; após alguns anos, Eliseu Martins (2010) define ativo como aquilo que, ao trazer benefícios imediatos ou futuros, transformará esses benefícios em entradas líquidas de caixa ou em economia de saídas líquidas de caixa; por fim, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 00, apresenta em 2019 uma redefinição do conceito de ativo, informando que para a elaboração e apresentação de demonstrações contábeis, o conceito de ativo é a de que é um recurso econômico presente controlado pela entidade como resultado de eventos passados o qual tem o potencial de produzir benefícios econômicos futuros.

Figura 1 – Conceito de ativo



Fonte: Evans (2002)

O ativo pertence as contas patrimoniais, e possui a seguinte estrutura:

Figura 2 – Estrutura do Ativo

1.1 ATIVO CIRCULANTE
1.1.1 Disponível
1.1.2 Realizável a curto prazo
1.1.3 Estoque
1.1. 4 Despesas antecipadas
2.1 ATIVO NÃO CIRCULANTE
2.1.1 Realizado a longo prazo
2.1.2 Investimentos
2.1.3 Imobilizado
2.1.4 Intangível

Fonte: Elaborado pela autora

- (1.1) Ativos com movimentação de curto prazo;
 - (1.1.1) Composto pela exigibilidade, possui contas como, caixas e bancos;
 - (1.1.2) Contas a receber realizadas no curto prazo;
 - (1.1.3) Produtos em posse da empresa;
 - (1.1.4) Despesas pagas com antecedência;
- (2.1) Ativos com movimentação de longo prazo;
 - (2.1.1) Sua realização é após o término do exercício social seguinte, como contas a receber a longo prazo, despesas antecipadas a longo prazo, empréstimos a receber a longo prazo;
 - (2.1.2) Participações societárias permanentes no capital social de outras sociedades, como investimento em ações ou quotas em empresas coligadas;
 - (2.1.3) Conjunto de bens e direitos destinados a manutenção das atividades da empresa como, terrenos, máquinas e equipamentos, móveis e utensílios;
 - (2.1.4) Conjunto de bens incorpóreos como, fundos de comércio, direitos autorais, marcas e patentes.

2.1.1 Ativos Intangíveis

A palavra tangível vem do latim *tangere*, assim, intangível são aqueles que não podem ser tocados pois não possuem corpo físico. A definição de ativo intangível, segundo o CPC 04 (2010), é a de que é um ativo não monetário identificável sem substância física ou incorpórea, sendo assim, possui um valor econômico, porém, não possui existência física. Representa os direitos de uso de um bem ou direitos associados a uma organização. Alguns exemplos de ativos intangíveis são: marcas; patente; *goodwill*; *equity*; direitos autorais; conhecimento mercadológico; propriedade

intelectual; licenças; sistemas, ágios decorrentes de benefícios a serem realizados no futuro e franquias. Por serem bens não perceptíveis ao toque, são de difícil mensuração e estimação de vida útil.

O CPC 04 define que um ativo é intangível quando:

- for um bem separável, em outros termos, capaz de ser separado ou dividido da entidade, podendo ser negociado, vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto a um contrato, independente da intenção de uso pela entidade;
- resultar de direitos contratuais ou de outros direitos legais, independente de serem transferíveis ou separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações;
- for provável que os benefícios econômicos futuros esperados atribuíveis ao ativo sejam gerados em favor da entidade;
- puder ter seu custo mensurado com confiabilidade.

O valor de uma empresa, não obrigatoriamente é o valor contábil. Citando Alfred Rappaport (1996), Hendriksen e Van Breda (1999) expressam que o valor contábil do patrimônio dos acionistas está se distanciando do seu valor de mercado, um dos motivos dessa diferença de valores são os ativos intangíveis que fornecerem valor de mercado, diferenciando-se da contabilidade.

2.1.2 Reconhecimento e Mensuração do Ativo Intangível

Para ser reconhecido e mensurado, segundo o CPC 04 (2010), o ativo intangível deve satisfazer a definição e os critérios de reconhecimento, sendo eles a provável geração de benefícios futuros, ter o seu custo mensurado com confiabilidade e ser reconhecido inicialmente ao seu custo.

Hitchner (2006) explica que a identificação dos ativos intangíveis é tão ampla quanto a mente é criativa, evidenciando a classificação em cinco categorias: ativos intangíveis relacionados ao marketing, aos clientes, artísticos, baseados em contratos e de base tecnológica.

Existem critérios de reconhecimento para ativos adquiridos separadamente; em uma combinação de negócios; por meio de subvenção ou assistência governamental; por permutas; por ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) gerado internamente; e do reconhecimento e mensuração iniciais dos ativos intangíveis gerados internamente.

Neste artigo, o critério de reconhecimento e de mensuração seguido é o de aquisição como parte de combinação de negócios. Sendo assim, seu custo deve ser pelo valor justo na data da aquisição, o qual reflete as expectativas dos participantes do mercado nessa data, sobre a probabilidade de que os benefícios econômicos futuros incorporados ao ativo serão gerados em favor da entidade. Se um ativo adquirido em uma combinação de negócios for separável ou resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais, considera-se que exista informação suficiente para mensurar com confiabilidade o seu valor justo. Portanto, o critério de mensuração com

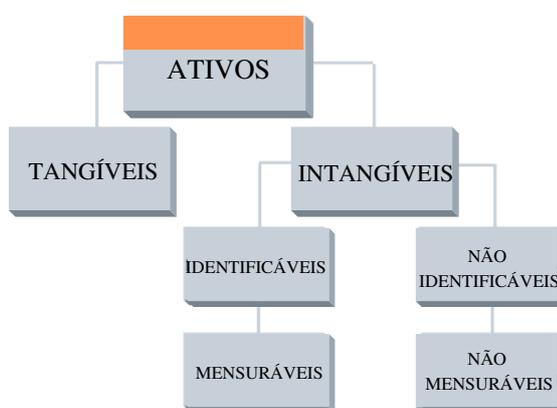
confiabilidade é sempre considerado atendido para ativos intangíveis adquiridos em uma combinação de negócios (CPC 04).

2.1.3 Goodwill

Segundo Iudícibus (2000) o *goodwill* é um conceito complexo na contabilidade e descreve o valor atual dos lucros futuros esperados, descontados por seus custos de oportunidade, originando-se de expectativas subjetivas sobre a rentabilidade futura do empreendimento.

Os ativos intangíveis são conceituados como identificáveis e não identificáveis, conforme demonstrado na figura 3. As marcas e patentes são exemplo de intangíveis identificáveis, já o *goodwill* é o principal exemplo de ativos não identificáveis.

Figura 3 – Classificação dos Ativos



Fonte: adaptado de Assunção et al. (2005)

Schmidt e Santos (2002) observam que o *goodwill* é representado de diferentes formas e em diferentes setores, com as seguintes classificações:

- Comercial => espaço físico privilegiado, serviços de entregas eficientes, otimização de processos, atributo de qualidade do produto em relação ao preço, hábito do consumidor perante a marca.
- Financeiro => mercadorias em melhores termos de preço, atitude dos investidores, fontes de financiamento e crédito em função da entidade possuir sólida situação para cumprir suas obrigações, oportunidade de aquisições.
- Político => um bom relacionamento com governo.
- Industrial => baixa rotatividade de empregados, oportunidades internas satisfatórias para acesso a posições hierárquicas, serviços médicos, redução de custo unitário da produção, sistema de segurança adequado.

Complementando, apresenta-se a seguinte passagem, extraída de Martins (2001, p.131):

“Quanto ao *goodwill*, destacamos a falta de consenso sobre os aspectos a ele relacionados (natureza, mensuração etc.). Assumimos [...] que ele representa um resíduo de valor não identificável. [...] Sempre que tal individualização e a capacidade de realização desvinculada da empresa forem possíveis, um novo item deve ser inserido no patrimônio, deixando de integrar o *goodwill* [...] que [...] englobará uma quantidade maior ou menor de resíduos, dependendo da qualidade do esforço dedicado à tarefa de identificar os itens patrimoniais da empresa. Quanto mais rigorosa for a busca do valor econômico, menor será a quantidade de ingredientes incluídos no *goodwill*.”

Supondo a identificação e a mensuração objetiva de cada elemento dos intangíveis o *goodwill* continuaria existindo segundo o conceito de *goodwill* sinérgico (Antunes; Martins, 2002; Seth; Song; Pettit, 2002). Entende-se por *goodwill* sinérgico, segundo Martins (2002), aquele que persiste, mesmo que todos os ativos tangíveis e intangíveis fossem economicamente identificados e mensurados. Continuaria, assim, existindo diferença entre a soma dos ativos individuais e o seu valor global, e, portanto, um *goodwill* perpétuo.

A sinergia pode ser identificada, num movimento de associação de ativos, à obtenção de um valor adicional ao dos ativos isoladamente. Assim, movimentos de aquisições, fusões ou incorporações devem trazer mais valor após a efetivação da operação.

2.2 Teoria da Sinergia do *Goodwill*

Ocorrendo um evento de fusão e aquisição, é feito o registro do *goodwill*. Foi argumentado que o “*goodwill* é um bem criado pela integração de processos de negócios e que sua magnitude é uma função das características de todos os constituintes da fusão” (GIBSON; FRANCIS, 1975, p. 167).

Iudicibus, Martins e Gelbcke (2008) defendem que as reorganizações societárias são operações que permitem às empresas, a qualquer momento, efetuar reformulações apropriadas, podendo ser de natureza e objetivos distintos.

Logo, percebe-se que pode ocorrer um avanço de mercado e de reestruturação da entidade proveniente das fusões, resultando em sinergia. Segundo Martins et al. (2010) o *goodwill* é um ativo intangível que surge quando a entidade possui uma capacidade de gerar lucros superiores ao normal para o setor no qual atua, por conta da sinergia de diversos ativos intangíveis que não podem ser isoladamente identificados. Assim, o *goodwill* é a consequência de sinergias dentro de uma empresa, com a melhoria de atividades de recursos humanos e novos esquemas de vendas que levam a uma adição no valor dos ativos da empresa.

2.3 Ativos Intangíveis e Inovação

A inovação pode ser uma forma de agregar valor, além da criação de novos produtos e serviços. Segundo Scherer e Carlomagno (2016) “inovação não é algo simplesmente novo. É algo

novo que traz resultados não esperados para a empresa. O mundo está cheio de inventores que nunca obtiveram sucesso com suas ideias brilhantes” (2016, p.19). Para Davila, Epstein e Shelton “inovação não é apenas a oportunidade de crescer e sobreviver, mas, também, de influenciar decisivamente os rumos da indústria em que se insere” (2006, p.21).

De acordo com Drucker (1989), para uma empresa ser inovadora precisa ser gerida de forma diferente de empresas “bem administradas”. Independentemente de seu tamanho, as empresas inovadoras sabem que inovações começam com ideias e é necessário otimizar e trabalhar em cima dessas ideias para que elas se tornem algo diferente das demais.

A inovação pode ser dividida por categoria em que atua, sendo as principais:

Figura 4 – Categorias de Inovação

Modelo de Negócio (1)
Processos (2)
Produtos e Serviços (3)
Organizacional (4)
De Marketing (5)
Incremental (6)
Radical (7)

Fonte: Elaborado pela autora

(1) A empresa faz a gestão do próprio negócio, está relacionado ao modo como a empresa é administrada. Criar uma lógica de funcionamento que nunca foi usada é uma tarefa que requer uma estratégia inovadora, pois é o modelo de negócio da empresa que determina o produto ou serviço que ela vai oferecer.

Empresas de serviços também precisam inovar. Serviço inovador é aquele que proporciona ao cliente uma experiência única que o satisfaz e o faz sentir vontade de buscar a empresa novamente. Como serviços são mais facilmente “imitados” do que produtos, o serviço inovador precisa ter componentes (parcerias, forma de atender, velocidade de atendimento, tratamento, etc.) diferenciados para dificultar a imitação pela concorrência. (CARVALHO; REIS; CAVALCANTE, 2011, p.18).

(2) Novas ações com o intuito de criação de novos métodos ligados a operação dos colaboradores.

(3) Criação de novos produtos, podendo fazer o lançamento de algo novo ou acrescentando e sofisticando os já existentes. E também, agregar experiência de cliente e valor no serviço prestado pela empresa, geralmente, há a implementação de tecnologia.

(4) Implementação de cultura e a transformação de processos internos e externos da empresa. É bastante abstrata por não envolver produtos e nem serviços.

(5) Pensamento constante de como atrair novos clientes, fidelizados e atingir o público alvo.

(6) Inovação que acrescenta no produto ou serviço já existentes, podendo ser melhorias no design ou no software.

(7) Inovação que transforma drasticamente os seus produtos e serviços por meio do seu modelo de negócio.

Quando uma empresa possui um modelo de negócio inovador, há um valor adicionado, pois ela está fazendo algo para se destacar das demais. Vale ressaltar que a inovação deve ser buscada, se adequando ao mercado, ao avanço da tecnologia e da globalização, o que pode vir a gerar um valor intangível.

2.4 Criação de Valor

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), os pré-requisitos de avaliação são de que ações da empresa se baseiem em uma série de eventos que proporcionam valor. Assim, a criação de valor e a mensuração de uma empresa, ocorrem a partir de cinco requisitos:

- No mercado cria-se valor por meio da obtenção de retornos dos investimentos, que seja superior ao custo de oportunidade do capital alocado;
- Quanto mais investimentos, com retornos superiores ao custo do capital, ocorrem os processos de crescimento e de criação do valor.
- Os processos de crescimento e de criação de valor ocorrem a partir de escolhas estratégicas que maximizem o lucro econômico da empresa;
- O valor das ações no mercado de capitais é baseado em expectativas de *performance* futura, assemelhando-se ao valor intrínseco;
- Os retornos dos acionistas estão mais sujeitos às mudanças comportamentais que incorporam suas diferentes expectativas.

Definir um valor no processo de avaliação é extremamente complicado, de acordo com Assaf Neto (2003, P.575), pois é uma análise subjetiva, afirmando que:

“A avaliação de uma empresa não se processa mediante os fundamentos de uma ciência exata, onde se permite a comprovação absoluta dos resultados apurados. Os fatores considerados na mensuração procuram retratar a realidade esperada do ambiente econômico da empresa, estando calcados em certas premissas e hipóteses comportamentais.”

A fim de projetar esses resultados os analistas buscam informações, fazendo análises de aspectos operacionais da empresa, realizando diagnóstico que proporcione compreensão clara e dinâmica do mercado em que ela atua (Perez e Famá, 2003). Ainda sobre Assaf Neto (2003), o autor complementa que, é natural o analista ter certo poder de arbítrio para chegar ao valor, portanto sem chegar a uma ideia firme do valor, passara a prevalecer outros fatores como [...] “ordem emocional, ideológica ou, até mesmo, de interesses especulativos. Não há fórmula mágica de avaliação que produza um valor final inquestionável” (ASSAF NETO, 2003, p.576).

Complementando Assaf Neto (2003), pode se afirmar que Kobori (2011) tem a mesma visão, sustentando que o sucesso ao investir, depende de uma análise concisa do ambiente econômico em que a empresa está inserida, demonstrando sua competência de almejar bons resultados, buscando superar as médias do mercado. Por meio desses processos o investidor ao buscar bons investimentos, pode se deparar com falhas de avaliação do mercado, obtendo negócios com ações, parcela do capital de uma companhia, com preços menores do que aqueles esperados. Sugere ao investidor que, [...] “leia os boletins nos jornais especializados ou análises dos economistas dos bancos de investimentos e corretoras, pois lá estará a visão deles de quais serão os impactos das políticas econômicas governamentais sobre os diversos setores da economia” (KOBORI, 2011, p. 7-8).

Ross, Westerfield e Jordan (2013, p.9) afirmam que “o objetivo da administração financeira é maximizar o valor atual unitário de uma ação”, devido aos acionistas serem os proprietários residuais, eles só recebem algo após os compromissos internos e externos, se não houver sobra, não recebem. É preciso que o administrador tome as decisões visando gerar o maior valor possível para os acionistas, assim, boas decisões geram maior valor e conseqüentemente, as decisões ruins geram menor valor para uma ação.

2.5 Valor Contábil, Valor de Mercado e Valor Econômico

Segundo a definição do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), o valor contábil é a quantia pela qual um ativo ou passivo está registrado na contabilidade da empresa, considerando a depreciação acumulada e as provisões para perdas por redução ao valor recuperável. Logo, o valor contábil é aquele reconhecido no balanço patrimonial da empresa e escriturado nos livros.

De acordo com Assaf Neto (2003), o valor contábil não se objetiva a refletir o valor de mercado de um ativo, sendo o valor contábil (de *book*) gerado pelos recursos próprios aplicados na empresa, com finalidade exclusiva de gerar lucro. É apresentado no Balanço Patrimonial para definir o valor financeiro e não econômico, pois o valor contábil não tem relação direta ao valor de mercado.

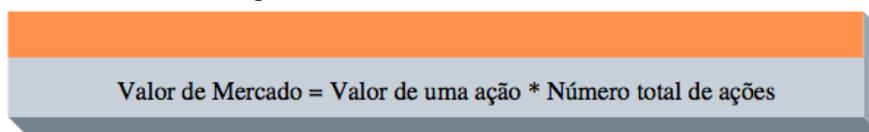
Logo, o montante do patrimônio líquido ou valor patrimonial de uma ação, que são medidos frequentemente em avaliações econômicas de investimento, nada tem a ver com o valor genuíno de mercado da empresa, estando mais diretamente vinculados ao valor de compra (custo) de seus ativos. Esses valores apurados pela contabilidade encontram-se disponíveis a preços de custos históricos de aquisição e, corrigidos monetariamente, em relatórios formais apurados e publicados pelas empresas (Assaf Neto, 2003).

Assim, Ross, Westerfield e Jordan (2013), enfatizam que o valor dos ativos demonstrados no balanço patrimonial são registrados conforme o que foi desembolsado e não o que realmente valem no momento atual. O valor de mercado corresponde ao preço da ação vezes a quantidade de ações,

refletindo as expectativas dos agentes em relação ao desempenho futuro da companhia, não somente as decisões passadas.

O cálculo do valor de mercado é o seguinte:

Figura 5 – Cálculo do valor de mercado


$$\text{Valor de Mercado} = \text{Valor de uma ação} * \text{Número total de ações}$$

Fonte: Elaborado pela autora.

O valor contábil não é comparável ao valor de mercado, é apenas um preço de referência, são observados de maneiras distintas. O valor de mercado é aquele que o bem pode ser vendido, o quanto o mercado está disposto a pagar pelo item, podendo ser maior, igual ou menor ao valor contábil. Essa diferença ocorre devido ao conjunto de fatos e eventos decorridos, por ativos intangíveis ou por oferta e procura.

Segundo Assaf Neto (2014), o valor de mercado pode ser gerado por expectativas de desempenho, é a capacidade de gerar riquezas, já os ativos não revelam preocupação em gerar valor de mercado. “O patrimônio líquido, por sua vez, envolve quantificar o volume de capital necessário para se constituir uma empresa no estado em que se encontra” (ASSAF NETO, 2003, p.585).

Para Carvalhosa (2002), o valor econômico é equivalente à perspectiva de rentabilidade da empresa (*forecast profit*). A adoção desse critério de aferição de valor empresarial, em todo o mundo, decorre do crescente uso do fluxo de caixa descontado como critério fundamental para a verificação do valor de mercado de uma companhia. Cabe ressaltar que faz se o uso de outras formas de mensuração do valor econômico, tais como: múltiplos, opções reais, dentre outros. A empresa vale não mais por seu patrimônio líquido, mas por sua capacidade de produção, ou seja, operações ativas. A capacidade de fluxo de caixa demonstra o quanto a companhia agrega valor por meio de suas operações.

Empresas que buscam expandir seus negócios e criar valor por intermédio de sinergia, podem utilizar de fusões e aquisições como alternativa de mercado.

2.6 Fusões e Aquisições

As fusões e aquisições são uma alternativa para empresas que buscam solidificar-se no mercado, podendo assim crescer tecnologicamente e expandir seu negócio, ao obter mais valor do que existia antes dessas operações.

Quando uma empresa planeja operações de fusão ou de aquisição está buscando algum benefício. Este benefício é chamado de sinergia. Segundo Ross, Westfield e Jaffe (2002), tais sinergias podem ser classificadas em quatro:

- aumento de receitas;
- redução de custos;
- ganhos fiscais; e
- redução do custo de capital.

Além disso, podem ser feitas por meio de três formas básicas: fusões ou consolidações, aquisição de ações, aquisição de ativos, (Ross, Westerfield e Jaffe, 2002).

Aumentando as receitas, as empresas poderão: ter maior poder de mercado – reduzir a concorrência; ter benefícios estratégicos –acelerar o avanço tecnológico; aperfeiçoar o marketing da empresa conjunta –adquirindo uma rede de distribuição mais solidificada; reduzir os custos – por intermédio de economia de escala ou corte de administradores ineficientes. Ainda podem ter ganhos fiscais que surgem de prejuízos operacionais líquidos acumulados em exercícios anteriores por uma das firmas envolvidas, que até o momento da aquisição não tinham sido aproveitados, podem ser utilizados no futuro (Camargos e Barbosa; 2010).

No entanto, segundo esses autores, as fusões e aquisições não devem ser encaradas como soluções fáceis para problemas gerenciais das empresas. Já que diversas vezes as operações são exaustivas e inoportunas, podendo não gerar os benefícios esperados e muitas vezes acarretando prejuízos para os acionistas.

Alguns casos famosos de aquisições e fusões são: Antarctica e Brahma (AmBev); Exxon e Mobil (ExxonMobil); Heinz e Kraft (Kraft Heinz Company); Banco Itaú e Unibanco (Itaú Unibanco); Perdigão e Sadia (Brasil Foods); e Itaú Unibanco e XP INC, caso onde o primeiro adquiriu 49% do segundo.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da Pesquisa

Neste capítulo será demonstrado como foi desenvolvido o estudo no aspecto metodológico, definindo a caracterização da pesquisa e o detalhamento dos métodos escolhidos para a análise de dados. Quanto à natureza, trata-se de uma pesquisa descritiva, contendo revisão bibliográfica, com análise quantitativa.

As pesquisas descritivas observam fatos que, após a observação, são registrados, analisados, classificados e interpretados. Assim, o presente trabalho possui parte descritiva devido a apresentação do estudo de caso, narrando a fusão da corretora XP Investimentos e do maior banco da América Latina, Itaú Unibanco.

Segundo Lakatos (1991, p. 183), a revisão bibliográfica “abrange toda a bibliografia tornada pública em relação ao tema estudado, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, teses, material cartográfico etc”. As fontes podem ser: imprensa escrita, meios audiovisuais, material cartográfico e publicações. Neste trabalho é feito um estudo para apurar valores, o levantamento bibliográfico foi necessário para apresentar os métodos de fluxo de caixa descontado e identificação de fórmulas matemáticas.

Em pesquisas quantitativas, segundo Beuren (2004), as principais características são o uso de instrumentos estatísticos, desde a coleta até a análise de dados. O trabalho se enquadra como quantitativo pois os cálculos têm como base os demonstrativos financeiros e dados econômicos dos anos de 2016 a 2019, além disso, será utilizado um teste quantitativo para verificar se os resultados de uma operação de fusão proporcionaram valores diferenciados dos ativos individuais

Foram objetos da pesquisa os dados financeiros de 2016 a 2019 do Itaú Unibanco e da XP Investimentos e o contexto econômico, trata-se de um curto período de tempo pois o intuito era observar se a fusão das empresas gerou sinergia empresarial positiva. Para calcular as questões anteriores, apurou-se a estimativa do custo de capital, os fluxos de caixa operacionais, o fluxo de caixa descontado e os valores contábeis, os econômicos e os de mercado.

3.1 Amostra, Coleta e Análise de Dados

Para fins desta pesquisa, as amostras são as empresas XP Investimentos e Itaú Unibanco, alvos da avaliação a ser feita. Após definidas as amostras, o estudo foi conduzido para a coleta e análise de dados.

A coleta é a etapa em que são extraídas as informações necessárias para a elaboração da pesquisa. A primeira técnica utilizada foi a revisão bibliográfica, com o intuito de fazer uma breve apresentação das empresas estudadas. A segunda técnica foi o estudo de caso, a fim de identificar quais documentos poderiam ser empregados na avaliação econômico-financeira.

Os principais documentos analisados foram os balanços patrimoniais, as demonstrações de resultado e as demonstrações do fluxo de caixa, em 31 de dezembro, referentes aos exercícios de 2016 a 2019.

Para a obtenção de outras informações que auxiliaram no trabalho, foram realizadas consultas, feitas pela autora em abril de 2021, em sítios como o de relação com investidores do Itaú Unibanco (<https://www.itaubr.com.br/relacoes-com-investidores/>), da XP Investimentos

(<https://xpin.riweb.com.br>), do Banco central do Brasil (<https://www.bcb.gov.br>) e da CVM (<http://sistemas.cvm.gov.br>).

3.1 Apresentação das Empresas

3.1.1 Itaú Unibanco

O Unibanco foi fundado primeiro em 27 de setembro de 1924, inicialmente como “Casa Moreira Salles” e fundado por João Moreira Salles, um excelente vendedor, em Poços de Caldas, ele recebeu uma carta patente do governo federal, que lhe permitia funcionar como seção bancária e que era somente dada a bancos importantes do estado.

O Itaú foi fundado em 1943, inicialmente denominado como Banco Central de Crédito S.A, fundado por Egidio de Souza Aranha e Aloysio Ramalho Foz. Sua primeira agência foi instalada em São Paulo capital.

A segunda geração dos fundadores foi comandada por Walther Moreira Salles no Unibanco, que assumiu a casa bancária jovem, enquanto ainda estudava direito, e concretizou diversos acordos. Olavo Setubal, sobrinho de Alfredo Egidio, assumiu no Itaú e colaborou para o aceleração do ciclo de transformações da instituição. Antes, fundou a Deca, trabalhou na Duratex e só então veio trabalhar no banco. Nesse período, houve crescimento, mudanças de nome, acordos de Fusões e Aquisições (F&A) e viveram mudanças na economia.

Em 1960, ambos os bancos alteraram o seu nome. De Casa Moreira Salles para Unibanco e de Banco Central de Crédito para Itaú. Em 2008 ocorreu a maior fusão da história do país. A parceria entre Itaú e Unibanco, gerando o maior banco privado da América Latina e um dos 20 maiores bancos do mundo em valor de mercado, resultando no Itaú Unibanco.

No ano de 1994, foi implementado o Plano Real, além disso, Roberto Setubal tornou se presidente do Itaú. Ele foi responsável por liderar o processo de reestruturação da atividade bancária para a adaptação à estabilidade da moeda, incrementou a expansão para o exterior e liderou diversas aquisições de bancos estaduais postos a leilão para o governo. Após a fusão do Itaú com Unibanco, Setubal tornou-se presidente da nova instituição.

A figura abaixo é uma linha do tempo das fusões e aquisições realizadas desde 1995.

Figura 6 – Linha do fusões e aquisições Itaú Unibanco.



Fonte: Itaú Unibanco (2017)

3.1.2 XP Investimentos

Fundada em 2001 em Porto Alegre/RS, como um escritório de agentes autônomos e um capital inicial de R\$15.000,00, Guilherme Benchimol e Marcelo Maisonnave, tinham o intuito de trazer pequenos investidores para o mercado financeiro, democratizando o acesso. Na época, o número de pessoas físicas na Bovespa era aproximadamente 80 mil e poucas pessoas sabiam investir.

Como não tinham clientes o suficiente, os dois sócios decidiram vender cursos de como investir na bolsa de valores. Após copiar carteiras de outras gestoras, conseguiu se firmar no sul do país e conseguiram a entrada de novos sócios.

Após um evento de finanças em Miami, a XP decide copiar o modelo da corretora norte americana Schwab e cria o primeiro “shopping financeiro” do Brasil, tornando produtos financeiros acessíveis. A XP contribuiu muito para o início da conscientização dos brasileiros sobre educação financeira, apesar de ainda termos um baixo número de CPFs registrados na B3, ao oferecer os produtos financeiros para quem se interessar e não a um grupo seletivo de clientes especiais, como faziam os bancos antigamente. Com a maior facilidade de acesso aos produtos, mais pessoas se interessaram e conseqüentemente gerou um interesse para produção de conteúdos sobre investimentos e se qualificação na área.

Uma estratégia de marketing usada pela XP é a da conscientização do termo desbancarização, que é o processo de migrar de grandes bancos para instituições financeiras, geralmente fintechs, devido a altas taxas cobradas. A XP é uma dessas instituições financeiras e focou principalmente em assessoria especializada e a promessa de taxas de serviços menores e justas.

Na figura a seguir, é possível visualizar a linha do tempo da XP desde a sua fundação, além de visualizar as aquisições e as vendas de cotas.

Figura 7 – Linha do Tempo XP Investimentos



Fonte: Itaú Unibanco (2017)

3.1.3 XP Investimentos e Itaú Unibanco

Em 2016, a XP Investimentos estava preparando o seu *IPO* (oferta pública de ações na bolsa de valores). A XP utilizaria o *IPO* para levantar dinheiro para melhores investimentos e seus acionistas teriam a possibilidade de embolsar alguns bilhões de reais. Bancos como J.P. Morgan, Morgan Stanley, BTG Pactual, Safra, Goldman Sachs, Bank of America, Bradesco e Itaú BBA estavam coordenando o *IPO* e avaliavam a empresa entre 10 a 15 bilhões, além disso, outros bancos como o Credit Suisse precificou a empresa em 20 bilhões de reais.

No início de 2017 o processo de *IPO* foi interrompido devido a uma negociação entre Itaú Unibanco e XP Investimentos. O Banco Itaú era a origem de 27% do dinheiro captado diariamente pela XP, e a desbancarização estava crescendo exponencialmente. Os benefícios seriam mútuos já que ser sócio do Itaú traria maior segurança e credibilidade à XP, o que é fundamental para um negócio inovador, assim, valia a pena considerar a futura negociação. E para o banco Itaú, seria um investimento com potencial de valorização, além de eliminar um concorrente que competia com o seu *Market share*. A negociação durou 4 meses e foi bem turbulenta, havendo desistência por parte da XP, porém, após diversas negociações, conseguiram fechar o contrato por R\$ 11,4 bilhões.

O Itaú comprou 49,9% do capital social da XP por R\$ 5,7 bilhões em ações, sendo 30,1% em ações ordinárias, além de realizar um aporte de R\$ 600 milhões no caixa da XP.

A figura 8 mostra os fluxogramas do antes e depois da participação do capital da XP após o processo de fusão.

Figura 8 – Estrutura de capital antes e depois aquisição XP



Fonte: Itaú Unibanco (2017)

3.2 Avaliando as empresas

3.2.1 Estimativa do Custo de Capital Próprio

Para a mensuração do custo de capital próprio, foi utilizada a seguinte equação:

$$K_e = \left[\frac{(1+R_f) * (1+inf_{BRL})}{(1+inf_{USD})} - 1 \right] + \beta * MRP + CR$$

Onde:

K_e : Custo de Capital Próprio

R_f : Taxa Livre de Risco

inf_{BRL} : Inflação no Brasil

inf_{USD} : Inflação nos Estados Unidos

β : Beta

MRP: Prêmio de Mercado

CR: Risco do País

Figura 9 – cálculo Ke

Taxa livre de risco - RF (1)	2,54%
Inflação brasileira - Inf BRL (2)	4,33%
Inflação americana - Inf USD (3)	2,10%
Beta - (4)	0,84
Prêmio de mercado - MRP (5)	6,00%
Risco do País - CR (6)	2,14%
Custo de capital próprio - Ke (7)	11,95%

Fonte: Elaborado pela autora

- (1) Retirada, com a data selecionada em 19/12/2019, do site macro.trends.com e determinada em 2,54%
- (2) Calculada pela média do IPCA dos anos de 2016 a 2019 totalizando em 4,33%,
- (3) Calculada pela média do *CPI, Consumer Price Index*, entre os anos de 2016 a 2019 sendo 2,10%;
- (4) Retirado do site br.investing.com com a empresa Itaú Unibanco selecionada e tendo o resultado de 0,84 no ano de 2016;
- (5) Retirado da planilha de MRP histórico calculada pela KPMG e sendo 6,00% em 30/06/2016.
- (6) Retirado do site ipeadata.gov.br que fornece o índice EMBI+ BR o qual era 2,14% no ano de 2016;
- (7) Ao aplicar os valores acima na equação, encontra-se o valor de 11,95%, ressaltando que a taxa média do anual dos rendimentos da poupança, CDI, e média de retorno já incluem a inflação do período

3.2.4 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O modelo do Fluxo de Caixa Livre é um dos mais aceitos pelas consultorias que mexem com avaliação de ativos e empresas. Muller e Teló (2003, p. 106) conceituaram o modelo da seguinte forma:

“Os modelos de fluxo de caixa são conceitualmente corretos para avaliação de empresas. Nesses modelos, as empresas são vistas como sendo geradoras de fluxo de caixa e seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, dada uma taxa de desconto. São modelos que se baseiam em cuidadosas previsões, para cada período, de cada item financeiro relacionado com a geração de fluxos de caixa correspondentes às operações corporativas, como por exemplo, o valor das vendas, os gastos com pessoal, matérias-primas, custos e despesas administrativas, comerciais, etc.”

(MULLER; TELÓ, 2003, p. 106)

O modelo de Fluxo de Caixa Livre utiliza o FCO para obter projeção de FCOs futuros. Nas tabelas abaixo, foram retirados os valores dos FCOs das DFCs entre os anos 2016 a 2019. Após o recolhimento dos dados, calculou-se a média dos FCOs e dividiu-se pelo Ke. O valor foi calculado a partir da seguinte equação.

$$FCO_x = \frac{FCO_{2016} + FCO_{2017} + FCO_{2018} + FCO_{2019}}{\frac{4}{Ke}}$$

Tabela 1 – Cálculo fluxo de caixa operacional utilizado Itaú e XP

ITAÚ UNIBANCO				
	2016	2017	2018	2019
FCOy	R\$36.702	R\$10.392	R\$29.723	R\$35.160
Média FCOs	R\$27.836.750,00			
(/) Ke	11,95%			
(=) FCOx	R\$232.943.514,64			

(em R\$ milhões)

XP INVESTIMENTOS				
	2016	2017	2018	2019
FCOy	R\$109.750	R\$224.156	R\$274.176	R\$665.878
Média FCOs	R\$318.490,00			
(/) Ke	11,95%			
(=) FCOx	R\$318.490,00			

(em R\$ milhares)

Fonte: Elaborado pela autora

- FCOy = Fluxo de caixa operacional sem desconto de provisão do IR
- Média FCOs = Média aritmética dos FCOy
- Ke = Custo de Capital Próprio
- FCOx = Fluxo de caixa operacional utilizado

Figura 10 – Cálculo do valor presente da perpetuidade

Valor Presente da Perpetuidade = Fluxo de Caixa Médio / Taxa de desconto

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 2 – Valor da Perpetuidade

VALOR DA PERPETUIDADE ITAÚ	R\$232.943.514,64
	(em R\$ milhões)
VALOR DA PERPETUIDADE XP	R\$318.490,00
	(em R\$ milhares)

Fonte: Elaborado pela autora

3.2.5 Valor Contábil

Por meio do balanço patrimonial (BP) publicado no final do exercício de 2016 e 2019, pelo Itaú Unibanco e pela XP investimentos, foi apurado o valor contábil de cada empresa, observando o valor indicado como total do patrimônio líquido.

Tabela 3 – Valor contábil 2016 a 2019 Itaú e XP

2016		2019	
Valor Contábil Itau	R\$134.814.000,00	Valor Contábil Itau	R\$149.465.000,00
Valor Contábil XP	R\$742.297,00	Valor Contábil XP	R\$4.040.283,00

(em R\$ milhões)

Fonte: Elaborado pela autora

3.2.6 Valor de Mercado

O valor de mercado do Itaú Unibanco foi retirado do relatório do 4T de 2016, na publicação, é informado que o valor da empresa naquela data é de R\$ 219.300.000.000,00.

O valor de mercado em 2019 foi retirado de uma matéria do Jornal Valor Econômico, indicando que o valor de mercado do Itaú em 2019 era de R\$342,1 bilhões.

Tabela 4 – Valor de mercado 2016 a 2019 Itaú

2016		2019	
Valor de Mercado Itau	R\$219.300.000.000,00	Valor de Mercado Itau	R\$342.100.000.000,00

(em R\$ bilhões)

Fonte: Elaborado pela autora

Como em 2016 ainda não era possível calcular o valor da XP Investimentos por ações, pois nessa época era uma empresa de capital fechado, foi utilizado o valor de mercado que os bancos apuraram enquanto faziam a avaliação para uma abertura de capital da XP Investimentos em 2016. Esse valor variava entre 10 a 15 bilhões, porém, na negociação inicial com o Itaú, combinaram que iriam fazer uma média e o preço seria de 12 bilhões, e por isso, foi o valor utilizado no presente estudo. (Filgueiras, 2019)

Em 2019, a XP Investimentos já era uma empresa de capital aberto, porém, nos Estados Unidos. Foi feito o cálculo do seu valor de mercado a partir da avaliação que ela obteve no dia do IPO em 2019 que totalizava U\$14.900.000.000,00, e multiplicado pela média da cotação de venda (R\$4,0307) e compra (R\$4,0301) do dólar, resultando em um valor de R\$60.052.960.000,00.

Tabela 5 – Valor de mercado 2016 a 2019 XP

2016		2019	
Valor de Mercado XP	R\$12.000.000.000,00	Valor de Mercado XP	R\$60.052.960.000,00

(em R\$ bilhões)

Fonte: Elaborado pela autora

3.2.7 Valor Econômico

O valor econômico foi calculado a partir da seguinte fórmula:

$$\text{valor} = \frac{\text{FCO}_n}{\text{Ke}}$$

Considerando que os FCOs analisados foram os de 2016 e 2019, respectivamente, e o Ke foi calculado previamente resultando no valor de 11,95%, foram obtidos os seguintes resultados para os valores econômicos.

Tabela 6 – Valor econômico 2016 a 2019 Itaú e XP

2016		2019	
Valor Econômico Itaú	R\$301.741.875,78	Valor Econômico Itaú	R\$294.113.006,00
Valor Econômico XP	R\$918.057,52	Valor Econômico XP	R\$5.570.062,01

(em R\$ milhões)

(em R\$ milhões)

Fonte: Elaborado pela autora

3.2.8 Ativo Intangível

O valor dos ativos intangíveis foi retirado do balanço patrimonial (BP) publicado no final do exercício de 2016 e 2019, pelo Itaú Unibanco e pela XP investimentos.

Tabela 7 – Ativos Intangíveis 2016 a 2019 Itaú e XP
2016

2016		2019	
Ativos Intangíveis Itaú	R\$7.381.000,00	Ativos Intangíveis Itaú	R\$19.719.000,00
			(em R\$ milhões)
Ativos Intangíveis XP	R\$109.446,00	Ativos Intangíveis XP	R\$553.452,00
			(em R\$ milhares)

Fonte: Elaborado pela autora

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A partir dos dados disponíveis no período de 2016 a 2019, foram geradas tabelas com cálculos de Fluxo de Caixa Operacional cujos resultados foram comparados com os Valores Contábil, de Mercado, Econômico e dos Ativos Intangíveis.

As tabelas de 1 a 7 resumem os resultados obtidos de cada variável. Nesta etapa do trabalho, será feita a análise e interpretação dos resultados. Ao fazer uma análise geral dos dados constantes das tabelas, pode-se observar que houve uma evolução positiva de ambas as empresas pois todos os valores de 2019 estão maiores referentes a 2016, exceto o valor econômico do Itaú em 2019, isso foi resultado do FCOx de 2016 ter sido maior do que o de 2019.

Pela análise dos dados constantes nas tabelas de 4 e 5 pode-se afirmar que o valor de mercado do Itaú aumentou 55,99% no período e o da XP 500,44%. Já o valor contábil obteve uma alta no Itaú de 10,86% e 544,29% na XP, de acordo com a tabela 3. Assim, pode-se inferir pela existência de sinergia empresarial positiva decorrente da fusão.

A sinergia vai ser interpretada pelo mercado como positiva, se o somatório dos valores de mercado das duas instituições, após a fusão, for maior ou superior ao valor econômico das duas instituições na mesma data. Assim, pode se concluir que o mercado está obtendo informações mais positivas do que aquelas consideradas no cálculo do valor econômico.

É importante ressaltar que a XP ainda é uma empresa em crescimento diferenciado devido ao seu modelo de negócio ser novo e ser uma empresa financeira do ramo de tecnologia, já o Itaú é uma empresa consolidada, o que provavelmente é a razão da XP crescer em proporção maior, além disso, a aquisição da XP pelo Itaú mostrou ao mercado que o Itaú dá credibilidade a XP, fazendo com que os consumidores se sintam mais seguros.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Este artigo teve o propósito de discutir diferentes formas de valor que uma empresa tem, por meio do estudo de caso da fusão da XP Investimentos pelo banco Itaú Unibanco, mediante comparação do resultado da avaliação das empresas por meio do método de fluxo de caixa

descontado, com os valores de mercado das empresas, evidenciando se houve sinergia empresarial positiva.

Foi feita a evidenciação do caso por meio da apresentação das empresas e como a negociação de fusão foi realizada; a apuração do valor presente de perpetuidade, do valor contábil, do valor econômico, do valor de mercado e do valor dos ativos intangíveis no período entre 2016 e 2019; e a comprovação, por meio desses dados de que houve sinergia empresarial positiva.

O resultado do estudo possibilita inferir que ocorreu sinergia empresarial positiva dado que o valor de mercado no final do período de análise foi superior do que o valor econômico da perpetuidade. Além disso, foi possível observar que o ritmo de crescimento da XP é maior do que o do Itaú, proporcionalmente, resultado daquela ser uma empresa menos consolidada e que vem explorando um novo modelo de negócio, ou seja, as *fintechs*.

Apesar dos objetivos do presente artigo terem sido atingidos, a partir de fundamentos teóricos previamente estudados e um estudo prático, os fluxos de caixa descontados, obtidos através das demonstrações de fluxo de caixa das instituições analisadas, como *proxy* da geração de caixa, não foram calculados para os próximos anos, foi utilizado o valor presente da perpetuidade, pois tratava-se de um evento específico, a fusão de uma corretora a um banco, em uma determinada data, 2019. Dessa forma, é necessário que outros estudos realizem as seguintes recomendações:

- Cálculo do fluxo de caixa descontado dos próximos anos;
- Utilização de outros modelos de avaliação com o intuito de comparar com o resultado obtido no presente artigo;
- Análise da venda de parte das participações do Itau Unibanco na XP Investimentos, em 2020, e o retorno de 300% sobre o capital investido na XP.

REFERÊNCIAS

- ANTUNES, Maria Thereza Pompa, MARTINS, Eliseu. O Capital Intelectual integra o Goodwill. **IOB - Informações Objetivas: Temática Contábil e Balanço**. n. 51, 2002, p. 1- 6.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. Sao Paulo: Atlas, 2003
- ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2014
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relação de Instituições Financeiras Autorizadas**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 24/04/2021.
- CARVALHO, Helio G. de; REIS, Dalcio R. dos; CAVALCANTE, Márcia B. **Gestão da Inovação**. Curitiba, PR: Aymará, 2011
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de sociedades anônimas**. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1
- COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **O Mercado de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br>. Acesso em: 24/04/2021.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **CPC 04(R1) - Ativo Intangível**, 2010. Disponível em: www.cpc.org.br Acesso em: 24/04/2021
- COPELAND, T.; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. Tradução Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Tradução de Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- DAVILA, Tony; EPSTEIN, Marc J.; SHELTON, Robert. **As regras da Inovação. Como gerenciar, como medir e como lucrar**. Porto Alegre: Artmed Editora, 2006
- DE CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade**. Contabilidade Vista & Revista, [S. l.], v. 21, n. 1, p. 69-99, 2010
- DRUCKER, Peter F. **As Fronteiras da Administração: onde as decisões do amanhã estão sendo determinadas hoje**. São Paulo : Pioneira, 1989
- FILGUEIRAS, Maria Luiza. **Na Raça**. 1. ed. [S. l.]: Intrínseca, 2019. 240 p.
- GIBSON, Robert W.; FRANCIS, Jere R. **Accounting for goodwill—A study in permissiveness**. Abacus, v. 11, n. 2, p. 167-171, 1975.
- HENDRIKSEN, Eldon e VAN BREDÁ, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo, Atlas, 1999.
- HITCHNER, J. R. **Financial valuation: applications and models**. 2. ed. Hoboken: Wiley, 2006.

THE ACCOUNTING REVIEW. ANOS DE 1941 A 1953. Published By: American Accounting Association

ITAÚ UNIBANCO. **Demonstrações Contábeis Completas em IFRS em 31 de dezembro de 2016**. Disponível em: <https://www.xpi.com.br/assets/documents/if-2019-demonstracoes-financeiras.pdf>. Acesso em: 24/04/2021

ITAÚ UNIBANCO. **Demonstrações Contábeis Completas em IFRS em 31 de dezembro de 2017**. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=sN4bap/ew1FLKdkM8wwLTg==>. Acesso em: 24/04/2021

ITAÚ UNIBANCO. **Demonstrações Contábeis Completas em IFRS em 31 de dezembro de 2018**. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=EintnpeHiGDhGHpP/+MJjw==> Acesso em: 24/04/2021

ITAÚ UNIBANCO. **Demonstrações Contábeis Completas em IFRS em 31 de dezembro de 2018**. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=31GRhXOaScijiUMSodxgaw==> Acesso em: 24/04/2021

ITAÚ UNIBANCO. **Relação com Investidores Itaú**. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/>. Acesso em: 24/04/2021.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 5a Ed. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. São Paulo: Atlas, 2008

IUDÍCIBUS, Sergio de, MARION, Jose Carlos. **Curso de Contabilidade para não Contadores**. São Paulo: Atlas, 2000.

KOBORI, J. **Análise fundamentalista: como obter uma performance superior e consistente no mercado de ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1991

MARTINS, E.; ALMEIDA, D. L.; MARTINS, E. A.; COSTA, P. S.. **Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 21, n. 52, janeiro / abril 2010

MARTINS, Eliseu **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MEIGS, Walter B., JOHNSON, Charles E. **Accounting: the basis for business decisions**. New York: McGraw-Hill, 1962.

MÜLLER, Aderbal Nicolas; TELÓ, Admir Roque. **Modelos de avaliação de empresas**. Rev. FAE, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 4

PORTON, Rosimere Alves de Bona; BEUREN, Ilse Maria. **Formulação de hipóteses e caracterização de variáveis em pesquisa contábil**. In: BEUREN, Ilse Maria (Org.); Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value*. New York, The Free Press, 1996.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2002

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Fundamentos da Administração Financeira**. 9. ed. São Paulo: Mcgraw-hill, 2013

SCHERER, Felipe Ost; CARLOMAGNO, Maximiliano Selistre. **Gestão da inovação na prática: como aplicar conceitos e ferramentas para alavancar a inovação**. 2a ed. [S.l.]: Atlas, 2016.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2002.

SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. **Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms**. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.23, n.10, p.921-940, 2002

SILVA, C. A. Tibúrcio; CUNHA, J. Reinaux da. In: CONGRESO DEL INSTITUTO INTERNACIONAL DE COSTOS, 7, 2001, León (Espanha). **Questões para avaliação de empresas na nova economia (Anais)**. León: Universidade de León.

XP INVESTIMENTOS. **Relação com Investidores XP**. Disponível em: <https://xpi.com.br>. Acesso em: 24/04/2021.

XP INVESTIMENTOS. **XP Investimentos Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários S.A. – Demonstrações Financeiras em 31 de dezembro de 2017 e 2016**. Disponível em: <https://www.xpi.com.br/assets/documents/df-2017-2-prud.pdf> . Acesso em: 24/04/2021.

XP INVESTIMENTOS. **XP Investimentos Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários S.A. – Demonstrações Financeiras em 31 de dezembro de 2019 e 2018**. Disponível em: <https://www.xpi.com.br/assets/documents/if-2019-demonstracoes-financeiras.pdf>. Acesso em: 24/04/2021