



Universidade de Brasília

Faculdade de economia, administração, contabilidade e gestão de políticas públicas
Departamento de administração

Junior Musafiri Lufanka

**UM ESTUDO EXPLORATÓRIO SOBRE A FUSÃO
HAPVIDA E NOTREDAME INTERMÉDICA**

Brasília – DF

2021

Junior Musafiri Lufanka

**UM ESTUDO EXPLORATÓRIO SOBRE A FUSÃO HAPVIDA E NOTREDAME
INTERMÉDICA**

Monografia apresentada ao Departamento
de Administração como requisito parcial à
obtenção de título de bacharel em
Administração

Prof. Orientador: Dr. Carlos Henrique
Marques da Rocha

Brasília – DF

2021

Junior Musafiri Lufanka

**UM ESTUDO EXPLORATÓRIO SOBRE A FUSÃO HAPVIDA E NOTREDAME
INTERMÉDICA**

A comissão examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de conclusão de curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno:

Junior Musafiri Lufanka

Dr. Carlos Henrique Marques da Rocha
(Professor-orientador)

Dr. João Gabriel Souza
(Professor-examinador)

Brasília, 19 de novembro de 2021.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente Deus pelo dom da vida.

Aos meus queridos pais: Musafiri Alibaba Athos (espero que esteja feliz onde está), Marietta Makungu, Moise Amadi Muningo e Julie Amadi Aisha.

Ao meu orientador do trabalho, Carlos Henrique Marques da Rocha, por me orientar, aconselhar, ajudar e por seu tempo dedicado ao meu trabalho.

Aos meus professores de língua portuguesa, particularmente, a professora Veronica Vinecky e Lucia Barbosa, e a todas as pessoas que contribuíram na minha aprendizagem de língua portuguesa.

Às minhas irmãs, meus irmãos, tias e primos pelos seus apoios e incentivos.

Aos meus amigos, conhecimentos e todas as pessoas que me ajudaram de forma direta ou indireta.

Muito obrigado a todos!

RESUMO

O crescimento e expansão dos negócios de uma empresa pode ser impulsionados pela decisão estratégica de uma operação de fusão. Recentemente, as operadoras de planos de saúde (OPS) Hapvida e Notredame se fundiram. A Hapvida adquiriu a Notredame com o propósito de ampliar a sua carteira de clientes. Esta fusão ainda não foi estudada. Esta brecha justifica este trabalho de conclusão de curso. O trabalho contribui para a literatura empírica sobre fusões e aquisições (F&A), em particular, para as F&A de operadoras de planos de saúde. Emprega-se (a) o quociente q de Tobin para avaliar a sinergia após a combinação das duas empresas e (b) o método do fluxo de caixa descontado para determinar se a transação de fusão foi benéfica para a empresa adquirida NotreDame. Os cálculos do q de Tobin são aproximados, uma vez que não estão disponíveis as demonstrações do resultado da Hapvida após a fusão. Os resultados mostram que a companhia NotreDame se beneficiou da transação e obteve ganho financeiro, ou seja, o valor pago pela adquirente foi maior do que o valor estimado da operadora adquirida. Em relação à sinergia, verificou-se que houve valor sinérgico posteriormente a incorporação da NotreDame pela Hapvida.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa Descontado. Fusão. q de Tobin. Sinergia. Ganho Financeiro.

ABSTRACT

The growth and expansion of a company's business can be driven by the strategic decision of a merger operation. Recently, health insurance providers (OPS) Hapvida and Notredame merged. Hapvida acquired Notredame with the purpose of expanding its clients portofolio. This merger has not yet been studied. This gap justifies this final paper. The work contributes to the empirical literature on mergers and acquisitions (M&A), in particular, to the M&A of health plan operators. (a) Tobin's q quotient is used to assess synergy after the combination of the two companies and (b) the discounted cash flow method to determine whether the merger transaction was beneficial to the targed company NotreDame. Tobin's q calculations are approximate as Hapvida's post-merger income statements are not available. The results show that the company NotreDame benefited from the transaction and obtained a financial gain, that is, the amount paid by the acquirer was greater than the estimated value of the acquired operator. Regarding synergy, it was found that there was a synergistic value after the incorporation of NotreDame by Hapvida.

Keywords: Discounted Cash Flow. Fusion. q of Tobin. Synergy. Financial gain.

LISTAS DE TABELAS

Tabela 1: Registros de Fusões e Aquisições (F&A) no Brasil em 2020.....	10
Tabela 2: Tabela demonstrativo de fluxo de caixa livres.....	24
Tabela 3: Tabela da necessidade de fluxo de caixa da NotreDame.....	39
Tabela 4: Tabela de q de Tobin da Hapvida.....	39

LISTA DE SIGLAS

F&A:	Fusão e aquisição.
CEO:	Diretor geral.
P&D:	Pesquisa e desenvolvimento.
FCE:	Fluxo de caixa da empresa.
WACC:	Weighted average cost of capital (Custo médio ponderado de capital).
EBIT:	Lucro antes dos juros e tributos sobre lucro.
EBITDA:	Lucro antes dos juros, tributos sobre lucro, depreciação, amortização e exaustão.
CAPM:	Capital asset pricing model (Precificação de ativos financeiros).
VPL:	Valor presente líquido.
NAFC:	Necessidade anual de fluxo de caixa.
DCF:	Discounted Cash Flow (Fluxo de caixa descontado).

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
1.1 Contextualização	9
1.2 Objetivo geral.....	11
1.3 Problema.....	11
1.4 Justificativa	11
2. REFERENCIAS TEÓRICOS	14
2.1 Fusões e aquisições	14
2.1.1 Fusões	15
2.1.1.1 Modelos de fusões.....	16
2.1.1.2 Classificação das fusões.....	17
2.1.1.3 Os objetivos de uma transação de fusão	18
2.2 Avaliação de empresas.....	21
2.2.1 Métodos de Fluxo de caixa descontado.....	22
2.2.1.1 Fluxo de caixa	24
2.2.1.2 Taxas de desconto.....	24
2.2.1.3 Valor terminal.....	27
2.3 q DE TOBIM.....	29
3. METODOLOGIA.....	31
4. REVISÃO DA LITERATURA	32
5. APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS FUSIONADAS	34
5.1 HAPVIDA	34
5.2 NOTREDAME	35
6. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	37
6.1 Fluxos de caixa descontado.....	37
6.2 q de Tobin.....	38
7. RESULTADOS E ANÁLISES	39
7.1 Ganhos da NotreDame Intermédica	39
7.2 Valor sinérgico (Hapvida-NotreDame)	40
8. CONCLUSÃO	40
REFERENCIAS.....	42

1.INTRODUÇÃO

As empresas usam diferentes estratégias para o crescimento e expansão de seus negócios, produtos e abrangência geográfica. Embora existam muitos caminhos possíveis para empreender o crescimento, tais como o desenvolvimento orgânico ou interno, é notável a extensão em que as empresas atingem ao optarem por fusões e aquisições (F&A).

Segundo Caixeta (2010), os processos de fusão e aquisição de empresas constituem uma maneira rápida de uma firma crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas e aproveitar oportunidades de investimento.

Este estudo, busca analisar a operação de fusão entre NotreDame e Hapvida, utilizando o método do fluxo de caixa descontado para determinar se a transação foi benéfica para a Hapvida e se ela gerou valor agregado ou sinérgico após a combinação através o uso de q de Tobin. O método de fluxo de caixa descontado se baseia na teoria de que, o valor de um negócio depende dos benefícios futuros que ele irá produzir, descontados para um valor presente, através da utilização de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados (ENDLER, 2004, p.3).

Segundo Martins (2001 *apud* Machado, 2007), o fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento. Em seguida, a sinergia será calculada com base no q de Tobin que é a razão entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos.

1.1 Contextualização

De acordo com Hiratuka et al. (2016), o setor de serviços de saúde tem passado por mudanças profundas no cenário mundial, assim como no Brasil. No contexto internacional, as estratégias dos grandes grupos empresariais têm sido marcadas por fusões e aquisições, de modo a ganhar escala e enfrentar os custos decorrentes das mudanças regulatórias e da incorporação de equipamentos e tecnologias mais avançados.

Caldas et. Al. (2003), afirmam que no Brasil, como em muitas outras economias emergentes, o crescimento do número de fusões e aquisições acompanhou o

processo de liberalização econômica. Esse fator favoreceu os processos de F&A de três diferentes modos: primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas nacionais; segundo, programas de privatização criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, de telecomunicações e bancário; e terceiro, a elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigou empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras.

Em 2020, mesmo que o mundo tenha sido afetado pela pandemia mundial de COVID-19, as operações de fusões e aquisições não pararam de acontecer no Brasil, embora o número de F&A tenha sido menor do que o de 2019. Segundo o levantamento feito pela KPMG (2021), que é uma das grandes empresas de auditoria mundial, o mercado de F&A se manteve ainda alto e foram registradas 1.117 fusões e aquisições no Brasil em 2020, portanto, o volume de transações diminuiu entre 2019 e 2020 de 9,3% comparando com as 1.231 operações de 2019.

De acordo com a KPMG (2021), o segmento de empresas de Internet manteve a liderança entre os setores com o maior número de fusões e aquisições no último ano, saltando de 293, em 2019, para 314 negócios fechados em 2020, com uma alta de 7%. Também ganharam destaque os setores de tecnologia da informação, com 168 F&A, companhias energéticas com 56, e de hospitais e laboratórios de análises clínicas com 55. O número de fusões e aquisições de hospitais e laboratórios de análises clínicas caíram 37% em 2020, se comparado ao ano anterior. Com o decréscimo de 32 operações em relação ao volume registrado em 2019, o segmento realizou 55 transações em 2020.

Tabela 1: Registros de Fusões e Aquisições no Brasil em 2020

Setor	Transações (F&A)
Empresas de Internet	314
Tecnologia da informação	168
Companhias energéticas	56
Hospitais e laboratórios de análises clínicas	55
Imobiliário	54

Serviços para empresas	54
Instituições financeiras	52
Alimentos, bebidas e fumo	40
Educação	27

Fonte: Adaptado de KPMG(2021).

1.2 Objetivo geral

O objetivo principal deste trabalho é analisar se a fusão entre as operadoras de planos de saúde Hapvida (adquirente) e NotreDame (adquirida) foi benéfica para ambas OPS. O benefício líquido resultante para a NotreDame foi avaliado pelo método do fluxo de caixa descontado e o benefício líquido da Hapvida foi avaliado pelo indicador sinérgico q de Tobin.

1.3 Problema

Segundo Refsnes (2012), o estudo de fusões e aquisições representa um amplo campo interdisciplinar de pesquisa. As fusões e aquisições estão sempre presentes no mundo corporativo e se tornaram parte cada vez mais importante das estratégias corporativas. No entanto, nem todas as tentativas de realizar uma fusão entre duas empresas são bem-sucedidas: a taxa de fracasso relatada em fusões e aquisições é realmente alta.

Nesse sentido, o problema do estudo questiona: é possível avaliar o valor agregado ou sinérgico, assim como os ganhos financeiros de uma fusão empresarial a partir de uma metodologia aplicada?

Santos et al (2011) afirmam que, mesmo após décadas de pesquisas sobre esta questão, os achados empíricos não fornecem um consenso claro sobre o impacto dessas transações no desempenho das empresas.

1.4 Justificativa

Laamanen e Keil (2008, apud Santos et al. 2011), afirmam que a pesquisa de fusões e aquisições é importante porque essas transações têm implicações significativas para desempenho das empresas e, por sua vez, da economia em geral.

Segundo Miciula et al. (2020), o termo "empresa" pode ser entendido como uma entidade econômica separada, entidade que produz e vende por conta própria bens e serviços com o objetivo de maximizar os lucros. Uma empresa é uma especial forma de investimento. Os proprietários, ao investir os seus próprios recursos de capital, esperam obter certos benefícios decorrentes da multiplicação do capital investido desta forma, o que leva diretamente ao aumento do valor da empresa que possuem.

Assim, para os seus crescimentos e aumento do valor das empresas, certas empresas procuram realizar operações de fusões e aquisições. Estas operações de fusões e aquisições se tornaram entre os eventos corporativos mais importantes de finanças e mundo dos negócios em termos de tamanho e impacto.

Segundo Santos et al. (2011), o crescimento corporativo por meio de fusões e aquisições tem diversas vantagens em relação a outros modos de crescimento, nomeadamente porque permite um crescimento acelerado e uma resposta mais rápida ao mercado, bem como uma redução no número de concorrentes operando no setor.

As empresas são geralmente criadas para gerar benefício para seus proprietários, e estes buscam meios pelos quais podem investir para gerar benefício financeiro, como por exemplo através de fusões e aquisições. Considerando que o Brasil tem registrado, não somente grandes volumes, mas também valores importantes nas operações de fusões e aquisições, a justificativa do estudo é buscar analisar a operação de fusão de através de fluxo de caixa descontado e q de Tobin, sendo esses métodos de grande importância tanto para as empresas quanto para as pessoas relacionada ao campo acadêmico, pois, os processos de fusão e aquisição como Torres et al. (2020) afirmam, tem atraído como um campo de estudo, grande atenção de líderes empresariais e acadêmicos em diferentes disciplinas nos últimos anos. Ademais, tem aumentado o reconhecimento da relevância da adoção e gestão dos processos de fusões e aquisições mais adequados, especialmente no mundo globalizado de hoje. Além disso, a Hapvida e NotreDame são entre as maiores empresas no setor de saúde que é conhecer os resultados das suas transações que tem impactos para vários stakeholders é de grande importância.

Damodaran (2006) declara que existe um papel para a avaliação em cada estágio do ciclo de vida de uma empresa. A avaliação desempenha um papel fundamental nas finanças corporativas.

Conforme observado por Pablo Fernández (2007), para qualquer pessoa envolvida na área de finanças corporativas, compreender os mecanismos da avaliação da empresa é um requisito indispensável. Isso não é só por causa da importância de avaliação em aquisições e fusões, mas também porque o processo de avaliação da empresa e suas unidades de negócios ajudam a identificar fontes de criação e destruição de valor econômico dentro da empresa.

Capel (2014 apud Miciula, 2020, p.4) argumenta que, a avaliação torna-se necessária para a venda, privatização, fusões e aquisições ou criação de empreendimentos e muitos outros processos relacionados a empresas. Geralmente, o objetivo da avaliação de negócios é sempre para facilitar a tomada de decisões estratégicas em termos de organização, ações ou investimentos. A avaliação permite a seleção de opções de propriedade e financeiras em ativos e passivos. Na verdade, é o parecer sobre o valor, elaborado por especialistas especializados, analistas e avaliadores com base das informações coletadas e devidamente utilizadas sobre a empresa e o ambiente de suas operações.

Perez e Famá (2004), afirmam que a economia globalizada, o processo brasileiro de privatizações, o grande número de processos judiciais de cisão, dissolução parcial ou total de sociedades, além das enormes oscilações de preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo, principalmente nas ações das chamadas empresas da nova economia, são razões que por si justificariam a elaboração de trabalhos acadêmicos sobre avaliação de empresas.

Estes autores mostram não somente em qual momento é importante e quando é usado a avaliação de uma empresa, mas também destaca a sua importância para os processos de empresas. Então, usar dos métodos de avaliação das empresas para avaliar a fusão da NotreDame é benéfico para as duas empresas e os stakeholders.

Simonassi e Gonçalves (2009), afirmam que a avaliação é uma das ferramentas que dão suporte ao tomador de decisão em operações cuja incerteza e risco de investimento podem comprometer o retorno de um negócio. Em processos de abertura de capital, Fusões e Aquisições, apenas para citar algumas, o critério consagrado para um parecer favorável é a geração de valor que esse negócio irá

gerar, ou seja, a condição para que tais operações sejam levadas adiante é a “geração de valor” para os proprietários das empresas envolvidas.

Embora os volumes de fusões e aquisições que tem acontecido no mundo e no Brasil, continua tendo a controvérsia a respeito do resultado dessas operações. Camargo e Barbosa (2008) salientam que, a controvérsia existente na literatura sobre o resultado dos processos de fusões e aquisições na perspectiva de criação de valor para o acionista aparentemente se prolongará indefinidamente por meio do embate teórico e das evidências empíricas favoráveis e desfavoráveis. O que mostra que, apesar de várias pesquisas ainda não chegou a um consenso a respeito do resultado das operações de fusões e aquisições.

2.REFERENCIAS TEÓRICAS

2.1 Fusões e aquisições

Segundo Gaughan (2015), empresas que buscam expandir seus negócios enfrentam a escolha entre crescimento interno ou orgânico e crescimento externo por meio de fusões e aquisições. Para Gaughan (2007), o crescimento interno pode ser um processo lento e incerto, o crescimento por meio de fusões e aquisições pode ser um processo muito mais rápido, embora traga consigo suas próprias incertezas.

O crescimento interno corresponde a um desenvolvimento progressivo e contínuo da empresa fundada no aumento das capacidades existentes ou na criação de novas capacidades produtivos ou comerciais. Essa estratégia ajuda a preservar a independência de negócios econômicos e financeiros. É particularmente adequado para estratégias de especialização através de uma política de reforço ou extensão de atividades existentes. No entanto, esse modo de crescimento encontra rapidamente seus limites, devido à dificuldade da empresa em ter recursos internos suficientes para continuar progredindo e inovando (Meier e Schier, 2009 p.10-11).

O crescimento externo é um modo de desenvolvimento permitindo à empresa controlar ativos já produtivos no mercado e inicialmente detidos por outras empresas. Dá ao comprador a possibilidade de aumentar rapidamente sua capacidade de produção, economizando maturidade de um investimento produtivo. Crescimento externo como outras opções de política são consideradas como tendo uma forte

influência sobre a criação ou destruição do valor da empresa. Em geral, a escolha entre esses dois modos de desenvolvimento (crescimento interno versus crescimento externo) é intimamente dependente do tipo de negócio e da estratégia adotada (MEIER; SCHIER, 2009 p.10-11).

Posto isso, o crescimento externo é tido como forma da empresa expandir a sua atividade típica, e essa concretização pode ocorrer por meio de uma fusão ou aquisição. Vale ressaltar que o objetivo do presente estudo é a análise de uma estratégia de fusão empresarial.

Segundo Santos et al. (2011, p.1), geralmente, o termo fusão é usado junto com o termo aquisição. Eles (fusões e aquisições) são modos importantes pelos quais as empresas realizam suas estratégias domésticas e internacionais, e foram apontadas como o crescimento preferido da estratégia dos CEOs.

Bianconi (2014, p.2), considera que as fusões e aquisições é um termo geral usado para se referir à consolidação de empresas. É parte da estratégia corporativa, finanças corporativas e gestão que lida com o compra, venda, divisão, fiação e combinação de diferentes empresas e entidades semelhantes que pode ajudar uma empresa a crescer rapidamente em seu setor ou local de origem, ou em um novo campo ou nova localização, sem criar uma subsidiária, outra nova entidade ou usar uma *joint venture*.

Para que esses dois termos não causem confusão, considerando que geralmente são utilizados juntos, é necessário conceituá-los adequadamente. Meier e Schier (2009 p.10-11) afirmam que, superficialmente, a distinção no significado de "fusão" e "aquisição" pode não importar realmente, uma vez que o resultado líquido é muitas vezes o mesmo: duas empresas (ou mais) que tinham propriedade separada agora operam sob o mesmo teto, geralmente para obter algum objetivo estratégico ou financeiro.

Caixeta (2010. p.10), define fusão como a junção de duas ou mais empresas em uma única firma e aquisição como uma compra de participação acionária de uma dada empresa já existente, sem que isso implique necessariamente seu controle por meio da propriedade total das ações nem desaparecimento de sua personalidade jurídica.

2.1.1 Fusões

De acordo com Gaughan (2005, p.3), uma fusão é uma combinação de duas empresas, onde somente uma empresa sobrevive mantendo sua personalidade jurídica, e a empresa incorporada deixa de existir.

A Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), que dispõe sobre as sociedades por ações, no art .228, define que a “fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”.

2.1.1.1 Modelos de fusões

Segundo Britto e Rocha (2018), admite-se três possibilidades de fusão. Na primeira delas, as empresas A e B se atam, encerram sua existência legal, e criam a empresa C. Na segunda hipótese, as empresas ou conglomerados A e B se juntam, sendo que A ou B mantém seu nome e sua identidade e compra todos os ativos e passivos da outra empresa. Na terceira, as empresas A e B se unem, mas ambas são mantidas existentes.

Meier e Schier (2009, p.80-87) usam o nome fusão-absorção e fusão por criação para identificar as duas primeiras possibilidades de fusões. A fusão-absorção que, é uma operação durante a qual a empresa incorporada desaparece enquanto o seu patrimônio é transmitido na sua totalidade à sociedade absorvente. Ela envolve o desempenho "simultâneo" de várias operações e, em particular:

- o aumento de capital do absorvente;
- a troca de valores mobiliários entre as ações das sociedades incorporadas e incorporadoras;
- a transmissão universal do patrimônio do absorvido ao absorvente; e
- a dissolução da parte absorvida.

A fusão por criação, por sua vez, é uma operação durante a qual as duas empresas iniciais desaparecem em favor de uma nova terceira criada. Seus mecanismos de fusão são relativamente semelhantes aos da absorção de fusão. A principal diferença decorre das próprias consequências da criação de uma nova empresa e a dissolução das outras duas sociedades (MEIER; SCHIER, 2009, p.80-87).

2.1.1.2 Classificação das fusões

Gaughan (2005, p.3-4), classifica as fusões e aquisições como horizontais, verticais e conglomeradas. Segundo Motis (2007, p.3-4), as fusões são consideradas horizontais quando as duas empresas estão em contato direto com a concorrência e compartilham as mesmas linhas de produtos e mercados. Eles são considerados verticais quando um é cliente do outro, ou seja, quando eles têm uma estrutura *downstream-upstream*, em que o primeiro compra insumos para o segundo para produzir a saída final. Finalmente, as fusões são consideradas como conglomerado quando as empresas estão em mercados diferentes e / ou não têm negócios em comum.

Para Meier e Schier (2009), uma quarta classificação deve ser considerada. A organização *Federal Trade Commission*, sediada nos Estados Unidos, define como fusão concêntrica aquela que envolve determinado grau de proximidade profissional entre as empresas reagrupadas, além da relevância no mercado pretendida pela empresa, com uma possível nova liderança.

Fusões horizontais: Caixeta (2010, p.4), afirma que a fusão horizontal tem a finalidade de expandir as atividades da empresa e a sua integração ocorre porque as companhias entendem os problemas dos negócios e conhecem o ramo de atuação. As aquisições deste tipo aumentam o poder de mercado de uma empresa ao explorar as sinergias baseadas em custos e receitas.

Fusões verticais: As fusões verticais são combinações de empresas que têm uma relação comprador-vendedor (GAUGHAN, 2015).

Fusões conglomerados: Fusão de conglomerado ocorre quando as empresas não são concorrentes e não têm uma relação comprador-vendedor. Os conglomerados eram populares na década de 1960, quando a aplicação da lei antitruste impediu as empresas de se envolverem facilmente em transações horizontais ou mesmo verticais (GAUGHAN, 2005).

Fusões e aquisições concêntricas: As operações referem-se a consolidação entre empresas de profissões complementares, com vista a alargar o seu âmbito de oferta e sua base de clientes. Nesse tipo de fusão e aquisição, a lógica da operação é tipo concêntrico, isto é, de uma congruência complementar através de produtos, know-how ou clientes (MEIER; SCHIER, 2009, p.14).

2.1.1.3 Os objetivos de uma transação de fusão

Segundo Santos et al. (2011, p.3), o crescimento corporativo por meio de fusões e aquisições tem diversas vantagens em relação a outros modos de crescimento, nomeadamente porque permite um crescimento acelerado e uma resposta mais rápida ao mercado, bem como uma redução no número de concorrentes operando no setor.

As empresas se fundem por vários motivos, Soundarya et al. (2018, p.4) afirmam que existem diferentes motivos para as empresas entrarem em fusão e aquisições, ou seja, ganhos de acionistas, ganhos gerenciais, economias de escala, economias de escopo, redução de custos, isenção de impostos, diversificação, para aumentar as barreiras de entrada, para obter contato multimercado e para ter melhor pesquisa e desenvolvimento. Neste trabalho, citamos alguns desses motivos:

Reduzir os custos de produção: De acordo com Meier e Schier (2003), ao realizar uma transação de fusão-aquisição, a empresa pode aumentar seu volume de produção. Assim, seus custos fixos serão compartilhados ao longo de um maior número de unidades, permitindo obter retornos aumentos dimensionais quando a produção aumenta em uma proporção mais importante do que os fatores de produção.

A busca por sinergias: a sinergia é o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis para essas empresas que operam de forma independente (DAMODARAN, 2006, p.541).

Segundo Gaughan (2015, p.136), sinergia se refere ao fenômeno de “2 + 2 = 5”. Em fusões, isso se traduz na capacidade de uma combinação corporativa ser mais lucrativa do que as partes individuais das empresas que foram combinadas.

Meier e Schier (2009, p.15), consideram que o conceito de sinergia está associado à teoria da eficiência segundo a qual as transações de F&A criam valor por meio da implementação de sinergias. Alcançar sinergias geralmente corresponde à criação de valor montante adicional obtido através do agrupamento das empresas em causa e que não teria sido obtido sem a implementação efetiva deste reagrupamento. Nós geralmente distinguimos três tipos de sinergias que podem ser implementadas sem uma transação de fusão e aquisição.

Pode-se categorizar as sinergias em sinergias financeiras e operacionais. Em relação à sinergia operacional, conceitua-se:

Sinergias operacionais são geradas pela otimização das atividades agrupadas como parte da operação. Os ganhos associados à combinação de entidade sem causa podem, portanto, vir de uma sinergia de crescimento (aumento em volume de negócios) ou sinergias de custos (redução de custos). Dentro de muitos casos, as sinergias de custos resultam da existência de um efeito de escala resultante diretamente da fusão de entidades agrupada (GAUGHAN, 2007, p.151).

As sinergias operacionais afetam as operações da empresa combinada e incluem economias de escala, aumentando o poder de precificação e maior potencial de crescimento. Eles geralmente aparecem como maiores fluxos de caixa esperados. (DAMODARAN 2006, p.3).

Para Gaughan (2007), a sinergia financeira está associada à possibilidade de que o custo de capital pode ser reduzido pela combinação de uma ou mais empresas, e prossegue:

As sinergias financeiras referem-se ao impacto de uma fusão ou aquisição corporativa nos custos de capital para a empresa adquirente ou para os sócios na fusão. Até que ponto financeiro existe sinergia nas combinações de empresas, os custos de capital devem ser reduzidos (GAUGHAN, 2007).

Meier e Schier (2009), salientam que as sinergias financeiras podem assumir diferentes formas, eles passam por exemplo, aumentando a capacidade de endividamento do novo grupo ou pela possibilidade de otimização tributária decorrente diretamente da incorporação. Outras formas de sinergias financeiras foram destacadas, como a possibilidade de minimizar o custo de acesso ao mercado de capitais ou de reduzir o custo de capital.

Damodaran (2006) destaca que as sinergias financeiras são mais focadas e incluem benefícios fiscais, diversificação, maior capacidade de endividamento e usos para excesso de caixa. Eles às vezes aparecem como fluxos de caixa mais elevados e às vezes assumem a forma de menores taxas de desconto.

Meier e Schier (2009, p.16), acrescentam que se pode encontrar sinergias gerenciais também. Elas correspondem à transferência de conhecimento e know-how do adquirente ao destinatário e vice-versa. Essas sinergias podem ser importantes

nas áreas de pesquisa, inovação tecnológica ou comercial ou ao mudar a escala de atividade do alvo, como exemplo, a internacionalização de suas atividades que podem se beneficiar da experiência de um comprador no assunto.

A sinergia pode trazer outros benefícios para a organização:

Adquirir um tamanho crítico: a globalização está fazendo com que as empresas cresçam para entrar no jogo competitivo internacional. As características desta competição global estão, portanto, empurrando muitas empresas a gradualmente tomarem o caminho de crescimento como a fusão e aquisição (MEIER; SCHIER, 2003).

Melhorar a pesquisa e o desenvolvimento: Gaughan (2007, p 164-182) salienta que P&D são extremamente importantes para o crescimento futuro de muitas empresas, principalmente farmacêuticas. O autor confirma que a pesquisa e desenvolvimento foram umas das razões para a consolidação ocorrida na indústria farmacêutica na quinta onda de fusões. Como exemplo, cita a grande fusão de US\$ 73 bilhões entre *Glaxo Wellcome* e *SmithKline Beecham* em 1999, que formou a maior empresa do setor e fundiu os orçamentos de P&D das duas empresas. Esta combinação foi estimada em um total anual de US\$ 4 bilhões, que era, naquela época, mais do que o dobro dos orçamentos de P&D de alguns de seus maiores rivais, como a Pfizer e Merck. Em resposta, outras empresas começaram a procurar seus próprios alvos de fusão para como permanecer competitivo em P&D farmacêutico. Isso ajuda a explicar o sucesso de 2000 aquisições pela Pfizer da *Warner Lambert*. (GAUGHAN, 2007, p 164-182)

Taxa de juros: Motis (2007, p.12-13), explica que muitas vezes, as pequenas empresas não podem obter empréstimos a taxas de juros competitivas devido à liquidez, restrições ou assimetrias de informação no mercado externo de capitais. Desde que uma grande corporação tem melhor acesso ao mercado de capitais externo do que uma pequena, diz a fusão ser motivado pela possibilidade de tomar empréstimos mais baratos do que unidades separadas.

Diversificação: a diversificação teve um papel importante nas aquisições e fusões que ocorreram na terceira fusão onda, a era do conglomerado (GAUGHAN, 2007, p.154). Segundo Damodaran (2006), a diversificação é a fonte mais controversa de sinergia financeira. Os investidores podem diversificar a um custo muito menor e com mais facilidade, ao optarem por uma empresa com perfil diversificado.

Capacidade de endividamento: Damodaran (2006) explica que a capacidade de endividamento pode aumentar, porque quando duas empresas se combinam, seus ganhos e dinheiro os fluxos podem se tornar mais estáveis e previsíveis. Isso, por sua vez, permite que eles tomem emprestado mais do que poderiam ter como entidades individuais, o que cria um benefício fiscal para a empresa combinada. Este benefício fiscal geralmente se manifesta como um menor custo de capital para a empresa combinada.

Ganhos para acionistas: Motis (2007), entende por ganhos dos acionistas o aumento do valor de mercado da empresa devido à fusão. Uma vez que o aumento no valor da empresa beneficia diretamente seus proprietários (acionistas) diz-se que os acionistas ganham. Uma empresa pode aumentar seu valor de mercado aumentando seus lucros. O aumento dos lucros, por sua vez, é possível diminuindo custos, operando com mais eficiência, implementação de incentivos ótimos para gerentes ou aumento do poder de mercado.

Aumentar as barreiras de entrada: segundo Motis (2007), barreiras de entrada pós-concentração podem facilitar o aumento do poder de mercado. Além disso, os efeitos unilaterais da fusão sobre os preços são menos prováveis de ocorrer se houver barreiras de entrada são baixos, uma vez que a firma que está se incorporando enfrenta a probabilidade de uma concorrência mais acirrada. Então, aumentando barreiras à entrada é um meio de aumentar o poder de mercado. Essas barreiras de entrada podem ser alcançadas por fusão.

2.2 Avaliação de empresas

Perez e Famá (2004), postulam que vários modelos e métodos de avaliação de empresas podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, porém, nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exato. Todavia, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se revelar tecnicamente mais adequados dada à circunstância de avaliação e a qualidade das informações disponíveis. De acordo com a literatura de finanças corporativas, o processo de avaliação de empresas consiste na busca de um valor econômico, ou seja, um valor que expresse o potencial de geração futura de riqueza da empresa.

Considerando a existência de vários métodos de para a avaliação de uma empresa, Damodaran (2006) propõe três abordagens: a primeira é a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, que relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados desse ativo; a segunda, avaliação relativa, estima o valor de um ativo observando o preço de ativos comparáveis em relação a uma variável comum como ganhos, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas; e a terceira, avaliação de reivindicações contingentes, usa modelos de precificação de opções para medir o valor dos ativos que compartilham opções características.

Segundo Soutes et al. (2006), o modelo de fluxo de caixa descontado é citado pela literatura como sendo um dos mais utilizados em avaliação de empresas, particularmente quando se objetiva mensurar o desempenho das ações no mercado acionário e, como consequência, traçar as políticas de aquisição, venda ou manutenção de investimentos.

Para muitos autores, o método mais adequado é fluxo de caixa descontado. Damodaran (2006, p.10), afirma que para os verdadeiros crentes, o fluxo de caixa descontado é a única maneira de abordar a avaliação, mas os benefícios podem ser mais matizados que eles estão dispostos a admitir. Do lado positivo, a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, bem-feito, requer analistas para entender os negócios que eles estão avaliando e fazer perguntas sobre a sustentabilidade dos fluxos de caixa e risco.

Segundo Fernandez (2007, p.5), os métodos que estão se tornando cada vez mais populares (e são conceitualmente "corretos") são aqueles com base no desconto do fluxo de caixa. Esses métodos veem a empresa como uma geradora de fluxo de caixa e, portanto, avaliável como um ativo financeiro.

2.2.1 Métodos de Fluxo de caixa descontado

Segundo Damodaran (2007, p.11-17), existem duas maneiras pelas quais podem ser abordados a avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado. O primeiro é valorizar todo o negócio, com ambos ativos existentes e ativos de crescimento, isso geralmente é denominado empresa ou avaliação de empresa. Os fluxos de caixa antes dos pagamentos da dívida e após as necessidades de reinvestimento são chamados de fluxos de caixa livres para a empresa, e a taxa de

desconto que reflete o custo composto de financiamento de todas as fontes de capital é chamado de custo de capital.

A segunda maneira é apenas avaliar a participação acionária na empresa, e isso é chamada de avaliação patrimonial. Os fluxos de caixa após o pagamento da dívida e as necessidades de reinvestimento são chamadas de fluxos de caixa livres para o patrimônio, e a taxa de desconto que reflete apenas o custo do financiamento de capital próprio é o custo do capital próprio (DAMODARAN, 2007, p. 11-17).

Steiger (2010, p.4), destaca que processo de avaliação de uma empresa pelo método DCF (*Discounted Cash Flow*) contém diferentes etapas. Em os cenários da primeira fase são desenvolvidos para prever os fluxos de caixa livre futuros para os próximos cinco a dez anos. Depois, uma taxa de desconto apropriada, a média ponderada custo de capital (WACC) deve ser determinado para descontar todos os fluxos de caixa livres futuros para calcular seus NPVs. Na próxima etapa, o valor do terminal deve ser identificado. O valor termina é o valor presente líquido de todos os fluxos de caixa futuros que se acumulam após o período que é coberto pela análise de cenário. Na última etapa, os valores presentes líquidos dos fluxos de caixa são resumidos com o valor terminal.

Segundo Fernandez (2007, p.14) o método de fluxo de caixas descontados procura determinar o valor da empresa, estimando os fluxos de caixa que irá gerar no futuro e, em seguida, descontá-los a uma taxa de desconto combinada com o risco dos fluxos. hoje em dia, o método de fluxo de caixa desconto é geralmente usado porque é o único método de avaliação conceitualmente correta. Neste método, a empresa é vista como um gerador de fluxo de caixa e o valor é obtido calculando o valor presente desses fluxos usando uma taxa de desconto adequada.

O valor da empresa através do fluxo de caixa descontado pode ser obtido pela equação (1) (ASSAF NETO; LIMA, 2014):

$$VE = \frac{FC_1}{(1+K)^1} + \frac{FC_2}{(1+K)^2} + \frac{FC_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FC_n}{(1+K)^n} \quad (1)$$

onde:

- VE – Valor da empresa
- FC – Fluxo de Caixa Livre
- K – Taxa de desconto

2.2.1.1 Fluxo de caixa

Os fluxos de caixas para calcular o valor da empresa podem ser calculados se baseando na receita operacional da empresa segundo Damodaran (2006, p.196), e a fórmula pode ser expressa assim:

$FCE = EBIT (1 - \text{Taxa de imposto}) - (\text{Despesas de capital} - \text{Depreciação}) - \text{Mudança no capital de giro não monetário.}$

Segundo Silva (2007, apud Machado, 2007), o fluxo de caixa livre ilustra o valor da companhia. Ele pode ser apresentado como a tabela abaixo.

Tabela 2 – Fluxo de Caixa Livre

FLUXO DE CAIXA LIVRE
Receitas líquidas de vendas
(-) Custos das vendas
(-) Despesas operacionais
(=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro (EBIT)
(+) Ajustes das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa
(=) Lucro antes dos juros, tributos sobre lucro, depreciação, amortização e exaustão (EBITDA)
(-) Imposto de renda/contribuição social
(=) Geração de caixa operacional
(-) Investimentos permanentes (ou desinvestimentos)
Permanentes
Circulantes
(=) Fluxo de caixa livre

Fonte: Martins (2001, apud Machado, 2007, p.4).

2.2.1.2 Taxas de desconto

Segundo Fernandez (2007), determinar a taxa de desconto é uma das tarefas mais importantes e deve considerar o risco e volatilidades históricas. Na prática, a taxa de desconto mínima é muitas vezes definida pelas partes interessadas (os compradores ou vendedores não estão preparados para investir ou vender por menos do que um certo retorno etc.).

Damodaran (2006), destaca que a taxa de desconto será em função do risco dos fluxos de caixa estimados, com taxas mais altas para ativos mais arriscados e taxas mais baixas para os mais seguros. Usar modelos de fluxos de caixas descontados é, em certo sentido, um ato de fé. Acredita-se que cada ativo tem um valor intrínseco e tentamos estimar esse valor olhando para o fundamento do conjunto.

Para Endler (2004, p.9), a taxa apropriada de desconto a ser utilizada é a taxa mínima de retorno esperada que uma empresa ou investimento precisa oferecer para ser atraente. A grande subjetividade intrínseca a essa taxa e a falta de informações seguras constituem fatores que podem levar a erros no cálculo de avaliação da empresa.

Machado (2007), avalia que a taxa de desconto determinada pelo custo médio ponderado de capital (WACC) deve ser utilizada na mensuração do fluxo de caixa operacional ou livre. Para Endler (2004), o custo médio do capital ponderado é o retorno exigido sobre seu capital investido para que a empresa atinja o equilíbrio na aplicação efetuada. Ele representa o valor do dinheiro no tempo, utilizado para converter os fluxos de caixa futuros a valor presente.

O WACC pode ser calculada pela fórmula (2) (MACHADO, 2007, p.5):

$$WACC = k_e * \frac{E}{(E+D)} + k_d * \frac{D}{(E+D)} \quad (2)$$

Onde:

- k_e : Corresponde ao custo do capital próprio
- k_d : Custo do capital de terceiros
- E: Valor total do capital próprio
- D: Valor total do capital de terceiros
- E+D: Valor total da empresa

Segundo o relatório do Ministério da Fazenda (BRASIL, 2018), sobre a metodologia de calcular WACC, o custo da dívida depois de impostos e o custo do capital próprio são ponderados respectivamente pelo valor da dívida registrado nos demonstrativos financeiros da companhia e pelo valor de mercado do capital próprio. Utiliza-se o valor de balanço da dívida, dado que este tende a se aproximar do valor de mercado da dívida, pois as empresas tendem a refinanciar ou renegociar a dívida ao longo do tempo a taxas marcadas a preços de mercado.

Para calcular o custo de capital de terceiros pode ser usada a fórmula (MACHADO 2007, p.5):

$$k_d = R_d \cdot (1 - t) \quad (3)$$

Onde:

- R_d é o custo da dívida de longo prazo da empresa e t representa a alíquota de impostos, geralmente representada pela somatória das alíquotas de imposto de renda e contribuição social (parâmetros brasileiros).

Segundo Machado (2007, p.6), o custo de capital próprio pode ser obtido pela adoção do modelo de precificação de ativo – CAPM. Materlanc et al (2014 apud Ledo et al., 2019, p.14) recomendam utilizar a referência norte-americana no cálculo do prêmio pelo risco de mercado no Brasil devido à ausência de uma série longa de dados e pela instabilidade observada no mercado nacional.

Considerando a argumentação acima de Materlanc et al (2014 apud Ledo et al., 2019, p.14), o relatório do Ministério da Fazenda (BRASIL, 2018), destaca que é utilizado para a estimação do custo de capital próprio (K_e) o método do CAPM adaptado, para os casos em que o mercado norte-americano é utilizado como base para o cálculo do retorno em outro país. A equação pode ser expressa da equação:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R'_f) + R_p \quad (4)$$

Onde:

- K_e = retorno esperado da ação (custo de capital próprio);
- R_f = retorno do ativo livre de risco;

- $R'f$ = retorno histórico do ativo livre de risco;
- β = sensibilidade da ação em relação ao mercado de ações;
- Rm = retorno esperado para a carteira de mercado; e
- Rp = risco país.

2.2.1.3 Valor terminal

Steiger (2010), destaca que o valor terminal é o VPL de todos os fluxos de caixa futuros que se acumulam após o período que é coberto pela análise de cenário. Devido ao fato de ser muito difícil estimar números precisos que mostram como uma empresa se desenvolverá durante um longo período de tempo. O valor terminal é baseado nas expectativas de crescimento médio, que são mais fáceis de prever. Segundo autor, o valor terminal é estimado no último ano do período de previsão e capitaliza o valor presente de todos os fluxos de caixa futuros além do período de previsão.

Segundo Rocha e Brito (2018, p.5), o valor da empresa calculado pelo fluxo de caixa descontado pode ser expresso na equação:

$$VE = VE_{PE} + VE_{PP} \quad (5)$$

Onde:

- VE_{PE} : é o valor da empresa para período explícito; e
- VE_{PP} : é o valor da empresa para período perpétuo.

A fórmula para calcular o valor da empresa para o período explícito é dada na equação (ASSAF NETO; LIMA, 2014):

$$VE_{PE} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + K)^t} \quad (6)$$

Onde:

- VE_{PE} é o valor da empresa, considerando o período explícito de projeção;
- FC_t é o fluxo de caixa projetado para o período t;
- K é a taxa de desconto;

- N é o horizonte de tempo do período perpétuo

Considerando, no entanto, que os fluxos de caixa cresçam todo ano a uma taxa g constante, a formulação do valor presente de um fluxo perpétuo apresenta-se da conforme a equação (ASSAF NETO; LIMA, 2014, p.755):

$$VE_{PP} = \frac{FC_1}{K-g} \quad (7)$$

Em que:

- VEPP é o valor da empresa, considerando o período perpétuo de projeção;
- FCPP é o fluxo de caixa projetado para o período perpétuo;
- K é a taxa de desconto;
- g é o crescimento periódico constante.

Assim, o valor da empresa pelo método de fluxo de caixa descontado pode ser expresso pela fórmula (DOMADARAN, 2006):

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K)^t} + \frac{FC_n * (1+g)}{(1+K)^n} \quad (8)$$

Segundo (Berk e Demarzo, 2010; Ross et al, 2015 apud ROCHA e BRITO 2018, p.5) a taxa de g pode ser calculada conforme equação:

$$g = \theta * RSPL \quad (10)$$

Para calcular se houve ganho financeiro da empresa adquirida, a formula a ser utilizada segundo Haleblan et al, (2009 apud Rocha e Brito, 2018, p.5) pode ser apresentado de acordo com a fórmula:

$$GF = VA - VE \quad (11)$$

Em que:

- GF é o ganho financeiro da empresa adquirida;
- VA é o valor de aquisição pago pela empresa adquirente;

- VE é o valor da empresa adquirida.

Se GF for maior do que zero, diz-se, então, que houve uma compra desvantajosa. Se GF for menor do que zero, diz-se, portanto, que houve uma compra vantajosa. Se GF for igual a zero, não há ganho para a adquirida (ROCHA; BRITO, 2018, p.5).

2.3 q DE TOBIM

Famá e Barros (2001, p.1) definem o q de Tobin como o quociente entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. Segundo Pereira et al. (2014, p.4), a ideia de Lindenberg e Ross (1981) era desenvolver um modelo prático que se aproximasse adequadamente do Q de Tobin, sem perder a essência trazida pela metodologia original. Para tal, os autores utilizaram a equação (12) para mensurar o valor de reposição dos ativos:

$$VRA = AT + VRI - VNI + VRE - VHE \quad (12)$$

Onde:

- VRA: valor de reposição dos ativos,
- AT: ativo total contábil, VRI: valor de reposição do imobilizado (instalação e equipamento),
- VNI: valor histórico do imobilizado (instalação e equipamento),
- VRE: valor de reposição dos estoques, e VHE: valor histórico dos estoques.

Devido às dificuldades de mensuração do modelo proposto por Tobin (1969), tais como o valor dos custos de reposição dos ativos físicos e valor de mercado da dívida, bem como do modelo desenvolvido por Lindenberg e Ross (1981), Chung e Pruitt (1994) propuseram um modelo simplificado visando torná-lo praticável. A metodologia desenvolvida por Chung e Pruitt (1994) é amplamente aceita na literatura, sendo utilizada na maioria das pesquisas desenvolvidas dada a facilidade na obtenção da informação e por ser considerada pelos pesquisadores como uma aproximação adequada do Q de Tobin. No modelo de Chung e Pruitt (1994), o valor do custo de reposição dos ativos do modelo original de Tobin (1969) é substituído pelo valor contábil dos ativos totais, sob os argumentos da inexistência de mercados ativos para todos os bens, bem como pela complexidade e dificuldade na mensuração de tais valores (PEREIRA et al. 2014).

Em sua formulação básica, o q de Tobin pode ser expresso conforme equação (13):

$$q = \frac{VMA+VMD}{VRA} \quad (13)$$

onde:

- VMA: é o valor de mercado das ações, ou capital próprio da firma,
- VMD é o valor de mercado das dívidas, ou capital de terceiros empregados e
- VRA é o valor de reposição dos ativos da firma.

Assim sendo, VMA + VMD representa o valor de mercado total da empresa. (FAMÁ; BARROS, 2001, p.2).

Dentro da metodologia proposta por Tobin (1969), se o valor de mercado da empresa for maior que o custo de reposição, ou seja, o “ q ” for maior que um, a investidora deverá fazer o investimento, visto que o retorno será positivo. Para os casos em que a razão for inferior a um a análise do “ q ” sinaliza que o investimento não trará retorno, logo deve ser considerado inviável (PEREIRA et al. 2014).

A intenção de Tobin era examinar uma relação causal entre q e investimento. Ele argumentou que, se na margem, q ultrapassasse a unidade, as empresas teriam um incentivo para investir, uma vez que o valor de seu novo investimento de capital ultrapassaria seu custo. É claro que, se todas essas oportunidades de investimento fossem exploradas, o valor marginal de q tenderia para a unidade (LINDENBERG; ROSS,1981, p.2).

O q de Tobin é geralmente utilizado para medir o valor criado pela administração de uma empresa. Quanto maior for o valor de mercado em relação ao seu valor patrimonial (VM/VP), maior é a perspectiva de geração de valor por parte da companhia. Ele também é conhecido como indicador do valor agregado da empresa, já que sinaliza a riqueza gerada por um empreendimento em termos da percepção do mercado relativa ao valor das suas ações. Geralmente as medidas QT, VM/VP e FV são utilizadas como proxies do valor de uma empresa, bem como do seu desempenho no mercado, em uma perspectiva de longo prazo (CAMARGO e BARBOSA,2008, p.4).

A fórmula (14) de q de Tobin utilizada no estudo segue a proposta de Chung-Pruitt (1994, apud Rocha e Brito, 2018):

$$q = \frac{VMA+D}{AT} \quad (14)$$

Onde:

- VMA é o valor de mercado das ações da companhia
- D é o valor da dívida (dívida de curto prazo menos ativo circulante mais dívida de longo prazo) e
- AT é o ativo total.

3. METODOLOGIA

Este trabalho usou a pesquisa bibliográfica para explicar o conceito da fusão, do fluxo de caixa descontado e o q de Tobin através de leitura de livros e artigos. Buscou-se também, através de sítios eletrônicos corporativos, as informações das empresas Notredame e Hapvida, assim como informações relacionadas à fusão das duas empresas.

De acordo com Prodanov e Freitas, a pesquisa bibliográfica pode ser assim descrita:

Quando elaborada a partir de material já publicado, constituído principalmente de: livros, revistas, publicações em periódicos e artigos científicos, jornais, boletins, monografias, dissertações, teses, material cartográfico, internet, com o objetivo de colocar o pesquisador em contato direto com todo material já escrito sobre o assunto da pesquisa. (PRODANOV; FREITAS, 2013).

Para investigar se houve ganho por parte da NotreDame e se houve sinergia na combinação das duas empresas, que é nosso objetivo principal, utilizamos a metodologia proposta por Rocha e Britto (2018), na qual avaliam a fusão entre a Webjet e a Gol, buscando saber se houve sinergia após a combinação das duas empresas e se houve ganhos financeiro por parte da Webjet, companhia adquirida.

4. REVISÃO DA LITERATURA

Camargo e Barbosa (2008) avaliaram se os processos de fusões e aquisições de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas, utilizando também o q de Tobin. A partir dos resultados da pesquisa dos autores constatou-se que: i) as fusões e aquisições avaliadas resultaram em sinergias operacionais e na criação de valor para as empresas estudadas; as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias operacionais, quando comparadas com fusões e empresas adquiridas.

Healy et al (1990, p.10) examinaram o desempenho operacional pós-aquisição das empresas fundidas usando uma amostra de 50 maiores fusões entre empresas industriais públicas dos EUA concluídas no período de 1979 a 1983. Os resultados indicaram que as empresas fundidas apresentam melhorias significativas na produtividade dos ativos em relação às suas indústrias após a fusão, levando a maiores retornos de fluxo de caixa operacional pós-fusão. As empresas de amostra mantiveram suas despesas de capital e taxas de P&D em relação às suas indústrias após fusão, indicando que as empresas fundidas não reduzem seus investimentos de longo prazo. Houve uma forte relação positiva entre aumentos pós-fusão nos fluxos de caixa operacionais e retornos anormais de ações em anúncios de fusão, indicando que as expectativas de melhorias econômicas fundamentam avaliações do patrimônio líquido das empresas que se fundem.

Britto e Rocha (2018) analisaram a transação da incorporação Webjet pelo Gol. usando o método do fluxo de caixa descontado para investigar se a compra foi favorável aos acionistas da Webjet e o q de Tobin para averiguar se houve ganho sinérgico. O resultado mostrou que os acionistas da Webjet ganharam e não foi possível apurar ganho sinérgico.

O espectro de análise de F&A foi abrangente, e abordou-se uma análise empírica, na qual abordava o desempenho das empresas listadas de manufatura da China da perspectiva de fusões e aquisições. Considerando 285 manufaturas das empresas chinesas listadas, cujas fusões e aquisições ocorreram e foram concluídas entre o ano de 2010 e 2013 como objeto, e adotando os métodos de análise de índice financeiro, pesquisou-se o impacto de diferentes tipos de fusão e aquisição, em escalas distintas. Foi descoberto que as fusões e aquisições horizontais têm o melhor

desempenho e, em segundo lugar, as fusões e aquisições verticais, mas o conglomerado de fusões e aquisições tem o pior desempenho, e a escala das empresas adquiridas sem relevância para o desempenho de fusões e aquisições (XU et al. 2016).

Constatou-se que fusões de hospitais estão associadas estatisticamente a reduções significativas tanto no custo quanto na receita, em relação aos hospitais de comparação não integrados (NOETHER; MAY, 2017).

Em Finanças, apesar da existência de diferentes abordagens dos processos de fusões e aquisições, observa-se o predomínio, na literatura econômico-financeira dos 20 anos, de questões envolvendo o impacto desses processos no valor de mercado das firmas envolvidas (CAMARGO; BARBOSA, 2003).

As pesquisas com foco mais na lucratividade, frequentemente relata resultados negativos do que pesquisas com foco em outras medidas. Um problema com lucratividade em relação a uma janela média de eventos de 5 anos estudada é que pode ser uma perspectiva muito curta. A posição da teoria na área de fusões e aquisições ainda não chegou ao estado pleno de desenvolvimento por três razões. Primeiramente a literatura existente sobre F&A é fragmentada e descontinuada. Outro ponto ressaltado é que não há clareza sobre determinados aspectos ainda desconhecidos sobre F&A, como a falta de consenso quanto ao valor social relativo de ter um mercado de ativos corporativos em bom funcionamento. O terceiro aspecto é que, para identificar os dilemas potenciais em uma política pública, a avaliação empírica tende a ser inexata e sofre, entre outros, de problemas de agregação significativos entre os micros (desempenho da empresa) e nível macro (crescimento econômico) (JENSEN, 2010).

O método de fluxo de caixa desconto de fluxo é baseado na previsão detalhada e cuidadosa, para cada período, de cada um dos itens financeiros relacionados com a geração dos fluxos de caixa correspondentes às operações da empresa, como, por exemplo, coleta de vendas, pessoais, matérias-primas, despesas administrativas e de vendas, amortizações de empréstimos. Conseqüentemente, a abordagem conceitual é semelhante ao do orçamento de caixa. Em avaliações baseadas em fluxo de caixa desconto, uma taxa de desconto adequada é determinada para cada tipo de fluxo de caixa (FERNANDEZ, 2007).

Outro problema é se concentrar nos dados do EBIT para tributação e práticas de escrita de amortização. O EBITDA pode ser um candidato melhor para calcular a

lucratividade também dependendo do regime fiscal e contábil específico de cada país. Em relação ao problema de escolher a medida de desempenho certa, também são questões sobre a unidade de análise (por exemplo, alvo, comprador e vendedor ou combinações destes) e a duração do evento janela. (JENSEN, 2010, p.13).

5. APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS FUSIONADAS

5.1 HAPVIDA

A operadora de plano de saúde Hapvida é um grande Hospital cuja história começou em 1979, quando o médico oncologista Candido Pinheiro Koren de Lima inaugurou a Clínica Antônio Prudente na cidade de Fortaleza – CE. Durante os anos seguintes, a Companhia passou a expandir suas atividades na capital do estado, principalmente com a ampliação da clínica, de modo que ela se tornasse um hospital. Hoje a companhia já realizou várias combinações para expandir mais suas atividades. As atividades de combinação da companhia através de aquisição e fusão começaram desde 1993, ano em que a companhia inicia as atividades da operadora de saúde suplementar por meio da Hapvida Assistência Médica. A partir do ano de 1996, os acionistas tomaram a decisão estratégica de separar os negócios de operadora e hospitais, com foco na maximização de valor de ambos os segmentos. Em 1999 acontece a primeira aquisição inorgânica da companhia, com a compra de um hospital no estado do Rio Grande do Norte, hoje conhecido como Hospital Antônio Prudente de Natal. No decorrer dos anos, a Hapvida realizou várias outras aquisições, como pode-se observar em 2019 e 2020, antes que aconteça a fusão com a NotreDame.

Hoffmann et al. (2017) e por Miranda e Tardin(2021, p.6), por sua vez, constataram que melhores resultados foram obtidos por empresas que já contavam com experiência prévia em fusão e aquisição, seja como alvo ou adquirente, e, por isso, detinham conhecimento a respeito do processo, proporcionando a geração de sinergias para a criação de valor.

Para a companhia, o ano 2019 foi um ano intenso e transformacional. Em maio, foi anunciado a aquisição do Grupo São Francisco, uma das principais empresas do setor de saúde suplementar do Brasil. Ainda em maio, foi adquirido o Hospital das

Clínicas e Fraturas do Cariri em Juazeiro do Norte, estado do Ceará, visando a expansão da área de atuação da Companhia na região Nordeste.

Em junho, a companhia anunciou a compra do Grupo América, na região metropolitana de Goiânia (Goiás). Na sequência, e em julho, foi adquirida a operadora RN Saúde, com sede na cidade de Uberaba (Minas Gerais), na região do Triângulo Mineiro.

Em novembro foi realizada a aquisição do Hospital de Parauebas, localizado na serra dos Carajás, no estado do Pará. Em dezembro, foram realizadas duas aquisições: Medical, sediada em Limeira, no estado de São Paulo e a Plamed, sediada em Aracaju, no estado de Sergipe. Essas aquisições ainda estão pendentes de aprovações regulatórias.

Em 2020 a empresa começou ainda com combinações. No mês de julho, ela declarou a aquisição do Grupo São José. No mês de setembro, anunciou a aquisição da Promed Assistência Médica Ltda., Promed Brasil Assistência Médica Ltda., Saúde – Sistema Assistencial Unificado de Empresas Ltda., Centro Médico Progroup Ltda., Med Clínicas Serviços Médicos Ltda., Hospital Progroup Ltda. e 96,5% da participação societária do Hospital Vera Cruz S.A. Embora o país estivesse afetado pela pandemia, a companhia continuou com as transações até o final do ano.

Em janeiro de 2021, a companhia divulgou um fato relevante sobre a proposta não vinculante referente a combinação de negócios com a NotreDame Intermédia (GNDI). No dia 27/02/2021 foi celebrado um Acordo de Associação e Outras Avenças, por meio do qual foram estabelecidos os termos e condições para a implementação da combinação dos negócios da Hapvida e da GNDI. No dia 29/03/2021 a operação foi aprovada em Assembleia pelos acionistas das duas Companhias. Em 18/06/2021 a transação foi aprovada pela ANS e em 18/06/2021 e enviada ao CADE em 16/06/2021. No mês de abril, a empresa concluiu com sucesso a 2ª operação de oferta subsequente de ações (*follow on*) em montante global de R\$2,7 bilhões.

5.2 NOTREDAME

O Grupo NotreDame Intermédica (GNDI), empresa de capital aberto, é uma das maiores operadoras de Saúde do País, com cerca de 6,3 milhões de beneficiários. É reconhecido pelo pioneirismo em Medicina Preventiva e por oferecer as melhores soluções em saúde e odontologia.

Fundado em 1968, o GNDI opera planos de saúde, planos odontológicos e saúde ocupacional. Sua rede própria de atendimento conta com uma estrutura de 28 hospitais, 88 Centros Clínicos, 23 Prontos Socorros Autônomos, 14 Centros de Medicina Preventiva, 86 pontos de coleta de análises clínicas, 12 unidades para exames de imagem e 2 Centros de Saúde exclusivamente dedicados aos idosos (“NotreLife 50+”), localizados nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Paraná e Santa Catarina, além de ampla rede credenciada e de clínicas odontológicas com mais de 16 mil dentistas credenciados. Além das regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro e Curitiba, possui, também, filiais nas cidades de Americana, Campinas, Jundiaí, Santos, Sorocaba, Divinópolis, Nova Serrana e Balneário Camboriú. Um de seus principais conceitos é a excelência na gestão do atendimento baseado no melhor acolhimento e na segurança dos pacientes. O Grupo NotreDame Intermédica é listado no Novo Mercado da B3- Brasil, Bolsa, Balcão, com prática de divulgação trimestral de resultados ao mercado.

Ao combinar com a Hapvida, a empresa tem expectativa de capturar sinergias como:

- Venda cruzada de planos corporativos em regiões atualmente atendidas por uma das empresas;
- Potencial para reduzir a sinistralidade, aprimorando protocolos com as melhores práticas;
- Alavancar a rede própria com a oferta de serviços a terceiros;
- Eliminação de duplicidades nas despesas gerais e administrativas.

A companhia Hapvida, em 8 de janeiro de 2021, apresentou aos membros do Conselho de Administração da NotreDame Intermédica Participações S.A. (“GNDI”) proposta não vinculante para um potencial combinação dos negócios da Companhia com os da GNDI, que resultará na consolidação de suas bases acionárias. Em 27 de fevereiro de 2021, a Hapvida, a GNDI, a Hapvida Participações e Investimentos II S.A. (“HapvidaCo”), subsidiária da Hapvida, e a PPAR Pinheiro Participações S.A. (“PPAR”), sociedade controladora da Hapvida, celebraram um Acordo de Associação e Outras Avenças (“Acordo”), por meio do qual foram estabelecidos os termos e condições para a implementação da combinação dos negócios da Hapvida e da GNDI (“Operação”). O Acordo prevê a combinação de negócios das Companhias mediante incorporação das ações da GNDI pela HapvidaCo e, ato seguinte, incorporação da

HapvidaCo pela Hapvida, com potencial para crescimento significativo dos negócios da Companhia.

Segundo as informações da companhia NotreDame os principais condicionantes da transação foram:

- Relação de troca de 5.2490 ações da Hapvida por ação do GNDI mais R\$6,45/ação
- Com base no VWAP dos últimos 20 dias de negociação terminando no dia 18 de dezembro de 2020 mais um prêmio de 15% para o GNDI
- A parcela em caixa foi calculada considerando o preço da ação da Hapvida no fechamento de 12 de fevereiro de 2021 (R\$ 17,20 / ação) e 620,3 milhões de ações da GNDI, totalizando R\$ 4,0 bilhões em desembolso de caixa Preço e Consideração Principais Termos da Transação e Estrutura Acionária
- O Conselho de Administração da Hapvida aumentará para pelo menos 9 membros, 2 indicados pela GNDI, 5 indicados pela Hapvida e 2 independentes
- O presidente do Conselho de Administração será eleito dentre os membros indicados pela Hapvida
- Irlau Machado Filho, atual CEO da GNDI, ocupará a posição de co-CEO junto com Jorge Pinheiro, atual CEO da Hapvida.

6. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

6.1 Fluxos de caixa descontado

Neste trabalho consideramos o horizonte de tempo do período explícito arbitrariamente de 5 anos. Para taxa de desconto, obteve-se a taxa calculada no relatório de avaliação financeiro-econômico pela Deloitte que é uma das grandes empresas de auditoria no mundo sobre o laboratório Fleury, que faz parte do setor de saúde. Para o fluxo de caixa, utilizou-se a fórmula sugerido pelo Neto (2003, apud Rocha e Brito, 2018). Segundo ele, uma das fórmulas para calcular o fluxo de caixa é igualar a média dos três últimos fluxos esperados de caixa do período explícito. Como se trata de uma simulação foi a taxa g será igual a zero.

Assim, chegamos a calcular o valor da empresa segundo a fórmula (8) tratada anteriormente:

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+k)^t} + \frac{FC_n * (1+g)}{K-g} + \frac{K}{(1+K)} \quad (8)$$

Considerando os seguintes valores:

FC = 24.870.044,02

k = 0,0833

G = 0

Obteve-se o resultado do **VE = 39.627.564,10**

6.2 q de Tobin

Em relação ao q de Tobin, sendo que as empresas são de capitais abertas ou se encontram na bolsa de valores, os dados foram encontrados na Economatica e nas demonstrativas financeiras publicado nos relatórios da empresa.

O acordo entre a Hapvida e NotreDame foi feito em 2021, e como, ainda não chegemos ao final do ano, os dados dos q de Tobin são dos segundos trimestre de cada ano.

O cálculo do q de Tobin da empresa Hapvida foi obtido a partir da fórmula (14), anteriormente citada, proposta por Rocha e Brito (2018):

$$q = \frac{VMA+D}{AT} \quad (14)$$

$$q_{2019} = \frac{5.230.525.532 + 232.501.000}{6.087.942.000} = 0,897$$

$$q_{2020} = \frac{9.181.089.197 + 2.263.027.000}{13.248.765.000} = 0,864$$

$$q_{2021} = \frac{59.848.451.185 + 2.891.323.000}{17.305.814.000} = 3,625$$

7. RESULTADOS E ANÁLISES

7.1 Ganhos da NotreDame Intermédica

A empresa Hapvida fez uma oferta de R\$ 55,7 milhões (RI, 2021), onde escolhemos um horizonte de tempo de 5 anos, uma taxa de desconto de 8,33¹ e $g = 0$.

Tabela 3: Simulação da necessidade de fluxo de caixa da NotreDame Intermédica

Taxa de desconto ao ano em %	NAFC (R\$)
8,33%	24.870.044,02
9%	23.018.607,41
10%	20.716.746,67

A Tabela 3 mostra os resultados das simulações de necessidade anual de fluxo de caixa que a NotreDame precisa realizar ao ano para poder igualar com o valor de sua aquisição (55,70 milhões).

Sendo que o valor da empresa foi igual a R\$ 39.627.564,10 e o valor da aquisição foi igual R\$ 55,70 milhões. A partir da fórmula (11) usado por Rocha e Brito (2018):

$$GF = VA - VE \quad (11)$$

$$GF = 5.570.000,00 - 3.962.764,10 = 16.072.435,90$$

Chega-se à conclusão de que, houve ganho financeiro, ou seja, a companhia NotreDame beneficiou-se da transação, pois, o valor encontrado do valor da empresa é inferior ao valor da oferta, o que resultou ao um ganho financeiro superior a zero.

¹ A taxa de desconto é igual a média do setor

Ao olhar os fluxos de caixa da NotreDame, desde o ano 2015, o seu maior fluxo de caixa realizado foi de R\$ 3.514.439,00 em 2019, então, dificilmente a NotreDame realizará este valor de fluxo de caixa.

7.2 Valor sinérgico (Hapvida-NotreDame)

Tabela 4: q de Tobin da Hapvida (2019 – 2021)

Ano	q de Tobin
2019	0,897
2020	0,864
2021	3,625

Em 2019, o q de Tobin foi de 0,897, em 2020, um ano antes do acordo, o q de Tobin se manteve igual ao de 2019, e em 2021, ele foi de 3,625 o que mostra que o houve sinergia pois, quanto maior do que 1 for o q de Tobin, maior é o grau de sinergia.

8. CONCLUSÃO

Segundo Lemes et al. (2005 p.3) uma empresa busca recursos no ambiente em que está inserida, processa estes recursos e gera bens e serviços úteis, escassos e oportunos, portanto, detentor de valor é passível de ser avaliada. Na ótica do mercado, ela representa um investimento. Segundo Barreto (1999, apud Lemes et al. 2005), o investimento diz respeito à utilidade futura do bem para o seu possuidor e verifica-se em termos da geração de benefícios futuros. Ou seja, o valor de uma empresa está intimamente ligado à sua capacidade de gerar riqueza para os seus proprietários. Nesse sentido, ao avaliar uma empresa, almeja-se alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de maneira equilibrada, a potencialidade econômica do empreendimento. Porém, o preço do negócio poderá ser afetado pelas diferentes expectativas dos interessados (LOPO et al., 2001, p. 264, apud Lemes et al. 2005, p.3).

O presente estudo buscou analisar a fusão entre Hapvida e determinar se houve ganho financeiro por parte da NotreDame através do uso do método de fluxo de caixa descontado e se houve sinergia nesta fusão através do cálculo de q de Tobin.

A Hapvida realizou uma fusão com a NotreDame no início deste ano com uma proposta de 55,7 milhões. Ao fazer os cálculos, concluiu-se que houve ganho financeiro, pois, o valor da oferta foi maior que o valor da empresa, o que levou a NotreDame a obter ganho financeiro, como afirma Rocha e Britto (2018), em consenso com a análise de outros acadêmicos, que geralmente as companhias-alvo são as maiores beneficiadas com fusões e incorporações.

Houve também sinergia, pois, os resultados nos mostram o valor do q de da Hapvida foi de 0,897 em junho de 2019, de 0,864 em junho 2020 e em junho 2021 o q de Tobin chegou a 3,623. Este aumento significa corrobora com a tese de que quanto maior é o valor do q de Tobin maior é a sinergia, conforme afirmar Rocha e Britto (2018), “se o q for maior (menor) do que 1, para o caso da companhia adquirente, e após a incorporação, diz-se que houve (não houve) valor sinérgico”.

Este trabalho se limitou a uma simulação da avaliação da fusão pelo método de fluxo de caixa descontado pois, como afirma Endler (2004, p.4), ao declarar que a técnica de avaliação por fluxos de caixa descontados captura todos os elementos que afetam o valor da empresa de maneira abrangente e, por constituir-se em uma técnica de natureza econômica, reflete de forma mais consistente o valor da empresa do que o valor obtido a partir de técnicas contábeis, as quais se baseiam no lucro contábil e não consideram o investimento exigido para gerar os lucros nem o momento em que eles ocorrem. Neste nível de estudo, a pesquisa seria muito complexa se fosse para fazer a avaliação que captura todos os elementos que afetam o valor da empresa.

Assim, esta pesquisa contribuirá de maneira empírica no campo acadêmico em decorrência dos resultados apresentados em uma fusão, não somente no setor hospitalar, mas também em outras áreas que almejem utilizar a fusão como estratégia de crescimento externo.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de administração financeira**. 3ed. São Paulo: Atlas. 2014.

BARROS, L. A. B.; FAMÁ R. Q de Tobin e seu uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e conceituais. **Caderno de pesquisas em administração (USP)**, São Paulo, v.7, n.4, p.27-43, 2001. Disponível em < <http://sistema.semead.com.br/5semead/Finan%E7as/Q%20de%20tobin.pdf>> acesso em: 02 out. 2021.

BIANCONI M.; CHIH, M. T.; YUAN, W.; JOE, A. Y. Mergers and Acquisitions and the Valuation of Firms. **FEA-Economics-USP**, São Paulo v.5, n.4, abr. 2014.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. 13º ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, p.1, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 14 nov. 2021.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Metodologia de Cálculo do WACC**. Brasília, 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/guias-e-manuais/metodologia-de-calculo-do-wacc2018.pdf>. Acesso em: 01 out. 2021.

CALDAS, M. P.; VASCONCELOS, F. C.; WOOD, Jr. T. Fusões e aquisições no Brasil. **GV Executivo**, v. 2, p. 41-45, 2003.

CAMARGOS, M. A; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. **EnANPAD**. Rio de Janeiro, v.49, n.2, abr./jun. 2008. Disponível em: < <https://www.scielo.br/j/rae/a/rZHGV68zbKhV8f6zzFvHdYy/?lang=pt&format=pdf> > Acesso em: 14 set. 2021

CAMARGOS, M. A; BARBOSA, F. V. FUSÕES, AQUISIÇÕES E TAKEOVERS: UM LEVANTAMENTO TEÓRICO DOS MOTIVOS, HIPÓTESES TESTÁVEIS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abr./jun. 2003. Disponível em: < <http://jperera.pro.br/site/wp-content/uploads/2017/10/fusaes-aquisicaes-takeovers-fundamentos200325301.pdf> > Acesso em: 15 de setembro de 2021

CAIXETA, Renata Pereira. O processo de Fusão e Aquisição (F&A): um estudo de caso em uma Micro e Pequena Empresa (MPE). In: ENCONTRO DE ESTUDOS ORGANIZACIONAIS DA ANPAD, VI, 2010, Florianópolis. **Anais eletrônicos**: Florianópolis: Anpad, 2010. Disponível < <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/eneo215.pdf> >. Acesso em: 28 set. 2021

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo : Makron Books, 2002.
DALTON, D.R.; DALTON, C.M., Corporate growth: Our advice for directors is to buy organic. **Journal of Business Strategy**, v. 27, n.3, p.5-7, 2006.

DAMODARAN, Aswath. The Value of Synergy Stern School of Business. New York : **Stern school of business**, Work paper, n.5, abr. 2005.

DAMODARAN, A. **Damodaran on Valuation : Security Analysis For Investment And Corporate Finance**. 2 ed. New York : John Wiley & Son, 2006.

DELOITTE. Fleury S.A. **Relatório de avaliação econômico-financeiro**. 2011. Disponível em : [http://www.mzweb.com.br/fleury/web/arquivos/Relat%F3rio%20Labs%20Cardiolab%20\(vers%E3o%20final\).pdf](http://www.mzweb.com.br/fleury/web/arquivos/Relat%F3rio%20Labs%20Cardiolab%20(vers%E3o%20final).pdf). Acesso em : 01 out. 2021.

ECONOMATICA. **Banco de dados**. Disponível em : < <https://economatrica.com/>> Acesso em : 01 nov. 2021.

ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização das taxas de desconto inadequadas. **Contexto**, Porto Alegre: v. 4, n.6, 2004.

FERNANDEZ, P. **Company Valuation Methods. The Most Common, Errors In Valuations**. IESE Business School, University of Navarra, 2007. Disponível em: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>. Acesso em: 01 out. 2021.

GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, acquisitions and corporate restructurings**. 4a. Ed. EUA: John Wiley & Sons, 2007.

GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, acquisitions and corporate restructurings**. 6a. Ed. Canada: John Wiley & Sons, 2015.

GAUGHAN, P. A. **What can go wrong and how to prevent it**. 4 ed. John Wiley & Sons: Hoboken, Canada, 2005.

HAPVIDA. Histórico 1979-2021. Disponível em :<<https://ri.hapvida.com.br/a-companhia/historico/>> Acesso em : 28 de setembro de 2021.

HAPVIDA. Formulário de referências 2019-2021. Disponível em : < <https://ri.hapvida.com.br/a-companhia/historico/>> Acesso em : 28 de set. de 2021.

HEALY, P. M.; PALEPU, G. K.; RUBACK, R. S. Does Corporate Performance Improve After Mergers? Abr. 1990. Disponível < <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/47262/doescorporateper00heal.pdf%3Bjsessionid%3DC4BA997AFE11D27B53D3310FB22B53AF?s.equence%3D1> >

HIRATUKA C.; ROCHA M.A.M.; SARTI F. Mudanças recentes no setor privado de serviços de saúde no Brasil: internacionalização e financeirização. Rio de Janeiro: **Editores FIOCRUZ**, 2016, p. 189-220.

JENSEN, C. Merger and acquisition- the standing of theory in the quest for better institution and policy. Case network studies and analyses, Poland, 2010.

KPMG. **Brasil registrou 1.117 fusões e aquisições em 2020**. Insights, 12 mai. 2021. Disponível em: <<https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2021/05/fusoes-e-aquisicoes-brasil-2020.html> >. Acesso em: 28 ago. 2021.

LINDENBERG, E.B; ROSS, S.A. Tobin's q ratio and industrial organization. The Journal of Business, v. 54, n.1, p. 1-32, 1981. Disponível em :< https://www.researchgate.net/publication/24102787_Tobin's_Q_Ratio_and_Industrial_Organization > Acesso em: 15 de outubro de 2021.

LEMES S.; MIRANDA J. G.; REIS E. A. Valor de empresa: Uma abordagem do fluxo de caixa descontado. **Congresso Internacional de custos**, Florianópolis, 2005.

LEDO B. A.; PRADO D. S.; FOGACIA S. Metodologia de estimação de custo ponderado médio (WACC) da empresa Águas de Jutarnaíba. **MP consultoria**, São Paulo, 2019.

MACHADO, M. R. R. Fluxo de caixa descontado: metodologias e critérios adotados na determinação da taxa de desconto. In: Seminários em administração, UnB, 2007, São Paulo. **Anais**. São Paulo: UnB, 2007.

MEIER, O.; SCHIER, G. **Fusions Acquisitions Stratégie Finance Management**. Dunod, Paris : 3 Ed., 2009.

MINICIUS I.; KADLUBEK M.; STEPIEN P. Modern methods of business valuation – case study and new concepts. **Sustainability**: Poland, 2020.

MIRANDA A. M.; TARDIN N. Impactos das Fusões e Aquisições no Risco e nos Retornos das Adquirentes: Uma análise das Empresas Brasileiras Listadas na B3 entre 2002-2016. **Revista Controladoria e Gestão – RCG**, v. 2, n. 1, p. 309-329, jan./jun. 2021

MOTIS J. **Mergers and Acquisitions Motives**. Toulouse School of Economics - EHESS (GREMAQ) and University of Crete, p. 12-13, 2007.

NOETHER, M.; MAY, S. Hospital Merger Benefits: Views from Hospital Leaders and Econometric Analysis. **Charles river associates**. Jan. 2017. Disponível em: <https://media.crai.com/sites/default/files/publications/Hospital-Merger-Full-Report_FINAL-1.pdf > Acesso em: 20 ago. 2021

NOTREDAME Intermédica. Anúncio ao mercado combinação entre Hapvida e GNDI. 2021. Disponível em :< <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0c822d83-2c10-4c55-be63-e1a7bb804bee/20784ee9-3ae3-4543-1b5c-baa5e99c4bc1?origin=1> > Acesso em : 14 jun. 2021

NOTREDAME. Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas. 2020. Disponível em :< <https://www.gndi.com.br/documents/20182/143566258/DF+-> >

+Dez+2020+NDI+Sa%C3%BAde.pdf/daaaf74e-fd44-92f2-f6c4-ccb85b3213a8 >
Acesso em: 25 out. de 2021

NOTREDAME. Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas. 2019. Disponível em: < <https://www.gndi.com.br/documents/20182/143566258/DF+-+Dez+2020+NDI+Sa%C3%BAde.pdf/daaaf74e-fd44-92f2-f6c4-ccb85b3213a8> >
Acesso em: 25 out. 2021

PABLO, F. **Company valuation methods. The most common error in valuations**, International Center for Financial Research, Pamplona, p. 4, 2007.

PEREIRA B. L.; BEIRUTH A. X.; MARTINS E.; KÜHL P. C. A.; BARADEL E. C. Tobin Pergunta: o que aconteceu com o meu Q? Novas perspectivas na pesquisa contábil: São Paulo, jul. 2014. Disponível em < <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos142014/382.pdf> > Acesso em: 30 ago. 2021

PEREZ M. M.; FAMÁ R. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Administração em Diálogo**, São Paulo, n° 6, 2004.

PRODANOV C. C.; FREITAS E. C. **Metodologia do trabalho científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2 ed. Novo Hamburgo - Rio Grande do Sul – Brasil: Universidade Feevale, 2013.

REFSNES, F. O. What Explains Mergers' Success or Failure? The Role of Organizational Structures, Strategies and External Environments in Mergers - Empirical evidence from two contrasting cases. Science and Technology. University of Oslo, out. 2012. Disponível < <https://core.ac.uk/download/pdf/30829353.pdf> > Acesso em: 12 ago. 2021.

REIS, R. N.; CARVALHO, F.; VASCONCELOS, F. J. An Overview Of Three Decades Of Mergers And Acquisitions Research. **Revista Ibero Americana de Estratégia**, Universidade Nove de Julho, São Paulo, v. 14, n. 2, p. 51-71, abr./jul., 2015.

RI. Relatório Relação com Investidores. São Paulo: Notredame, 2021.

ROCHA C. H; BRITTO P. A. P. Aquisição da Webjet pela Gol, fluxo de caixa descontado e q de Tobin. In: 32º Congresso de Pesquisa e Ensino em Transporte, 2018, Gramado. **Anais**: Gramado: ANPET, 2018, p.351-362.

SANTOS, J. C.; FERREIRA, M. P.; REIS, R. N.; SERRA, F. A. R. Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy journals, 2000 – 2009. **Anpad**, Porto alegre/RS, mai. 2011. Disponível em : < <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/3Es159.pdf> > acesso em: 01 de outubro de 2021

SIMONASSI, A. G.; GONÇALVES, E. D. L. **Avaliação De Empresas**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2009.

SOUNDARYA M. B.; LAVANYA S. M.; HEMALATHA S. Merger and Acquisition of Business Organization and its Impact on Human Resources. **Journal of Business Strategy, Finance and Management**, v. 01, p.95-98, 2018.

STEIGER, Florian. The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. **ArxivLabs**, v.1, mar, 2010. Disponível em: <https://arxiv.org/abs/1003.4881>. Acesso em : 01 out. 2021.

SOUTES, O. D.; SCHVIRCK, E.; MACHADO, M. R. C. **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento**. Salvador: EnANPAD, 2006.

TORRES, T. G.; SANCHEZ, R. J. L.; , BARAHONA, E. P.; MUIÑA, F. E. G. A Systematic Review of Research on Sustainability in Mergers and Acquisitions. *Sustainability*, Madrid, jan, 2020.

XU, C. Y.; WANG, C. C.; LIU, X. F. An Empirical Study of Chinese Manufacturing Listed Companies' Merger Performance. **AES**, 3rd International Conference on Management Science and Management Innovation, Wuhan Textile University, Wuhan Hubei, China 2016.