



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

Leonardo Azevedo Marchioni

Título:

Transações de M&A no Brasil: sucesso ou fracasso?

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

Leonardo Azevedo Marchioni

Transações de M&A no Brasil: sucesso ou fracasso?

Trabalho de Conclusão de Curso, em formato de 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.

**Orientador: Professor Doutor Paulo Roberto
Barbosa Lustosa**

Brasília - DF

2021

Ficha catalográfica

Leonardo Azevedo Marchioni

Transações M&A no Brasil: sucesso ou fracasso?

Trabalho de Conclusão de Curso, em formato de 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 Professor Doutor Paulo Roberto Barbosa Lustosa.

Aprovado em 20 de maio de 2021.

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa
Orientador

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Professor - Examinador

Brasília - DF, de 2021.

*“donde no llegan las piernas
va a llegar el corazón”*
Hernán Crespo

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos meus pais e irmãs por todo o apoio e incentivo durante esse período. Em especial, a minha mãe, por todas as cobranças e puxões de orelha que ajudaram a me manter focado. À minha namorada pelo apoio e compreensão nos momentos em que estive ausente devido a realização deste trabalho. Aos meus amigos e confrades, que sempre torceram por mim e acreditaram no meu potencial. Agradeço profundamente a todos os professores da Universidade de Brasília, com quem tive a oportunidade de aprender e crescer durante estes anos de graduação. E um agradecimento especial ao meu orientador Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa, por todo o auxílio e inspiração no tema deste trabalho.

RESUMO

O grande volume monetário movimentado anualmente e o prestígio que envolve as transações de M&A (Fusões & Aquisições, em inglês) tem chamado a atenção da literatura especializada e do mercado de forma geral. A partir disso, se torna importante entender quais os resultados gerados por essas operações e se faz sentido o uso delas como estratégia de crescimento pelas entidades. O presente estudo busca avaliar se as empresas que realizaram transações de M&A foram capazes de gerar lucros anormais (residuais), ou seja, conseguiram obter lucro excedente à remuneração desejada do capital. Para isso, foram analisadas somente as empresas nacionais de capital aberto que apresentavam saldo positivo nas contas de Goodwill e/ou Ativos Intangíveis no período de 2011 a 2019. Os resultados indicam que menos de um terço das empresas avaliadas conseguiram gerar lucros acima do seu custo de capital próprio, demonstrando a incapacidade das mesmas em criar valor aos seus acionistas. As respostas obtidas neste estudo são relevantes para adicionar novas perspectivas e entendimentos sobre os resultados gerados pelas fusões e aquisições no Brasil.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; M&A; Goodwill; Ativo Intangível.

ABSTRACT

The large monetary volume handled annually and the prestige involved in M&A (Mergers & Acquisitions) transactions has attracted the attention of specialized literature and the market in general. It becomes important to understand what results are generated by these operations and if it makes sense to use them as a growth strategy by the entities. The present study seeks to assess whether the companies that carried out M&A transactions were able to generate abnormal (residual) profits, that is, they were able to obtain profits in excess of the desired return on capital. The Brazilian publicly traded companies that had positive values in the Goodwill and / or Intangible Assets accounts in the period from 2011 to 2019 were subject of this study. The results indicate that less than a third of the evaluated companies managed to generate profits above their equity cost, demonstrating their inability to create value for their shareholders. The answers obtained in this study are relevant to add new perspectives and understandings about the results generated by mergers and acquisitions in Brazil.

Keywords: Mergers & Acquisitions; M&A; Goodwill; Intangible Assets.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis ROE e CAPM	23
Tabela 2: Goodwill - distribuição das hipóteses por ano	24
Tabela 3: Goodwill - distribuição das hipóteses por empresa	24
Tabela 4: Ativo Intangível - distribuição das hipóteses por ano	25
Tabela 5: Ativo intangível - distribuição das hipóteses por empresa	26

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
2. REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1 Fusões e Aquisições	14
2.2 Ativos Intangíveis e Goodwill	17
3. METODOLOGIA	19
3.1 Objetivo	19
3.2 População e Amostra	20
3.3 Variáveis	20
3.3.1 ROE	20
3.3.2 CAPM	21
3.3.3 Lucro Residual	22
3.4 Hipóteses	23
4. RESULTADOS	23
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	26
REFERÊNCIAS	28

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro tem crescido ano após ano, com a presença cada vez maior de empresas com o capital aberto. O aumento da competitividade e concorrência tem levado as companhias buscarem novas alternativas para aumentarem seus lucros e atingirem ou mesmo superarem expectativas internas e externas acerca dos seus resultados. Dentro desse cenário apresentado, uma opção altamente difundida e utilizada são as fusões e aquisições, globalmente conhecidas como M&A (*Mergers & Acquisitions*).

As transações de M&A demonstram ser processos relevantes para o crescimento das empresas, permitindo que elas alcancem novos mercados e públicos. As fusões e aquisições também podem representar uma vantagem competitiva para as entidades, visto que duas companhias de um mesmo setor podem passar a dominar uma fatia maior de mercado ao se fundirem. Outro fator relevante a se considerar é a sinergia empresarial resultante das operações de M&A, cuja importância e peso tem sido cada vez maior nas análises e tomadas de decisões nesses tipos de transações.

A busca pelo crescimento de empresas através de fusões e aquisições tem atingido patamares históricos no Brasil nos últimos anos. De acordo com relatório publicado pela PWC (fevereiro, 2021), o ano de 2020 apresentou o maior volume histórico de transações de M&A no país, com 1038 operações anunciadas. Para efeitos de comparação, esse número foi 48% superior à média do mesmo período nos 5 anos anteriores (701 transações), e representou um aumento de 14% em relação a 2019 (912 transações). Dentre as possíveis justificativas para o aumento das transações de M&A no Brasil nos últimos anos, podemos apontar dois aspectos que se mostram importantes nesse cenário: aumento na quantidade de privatizações de empresas estatais e o crescimento da competitividade internacional, gerada a partir de uma maior abertura comercial brasileira.

Existem diversos motivos para a utilização de fusões e aquisições como forma de crescimento pelas empresas, desde quesitos como ganho de sinergia, diversificação de atuação nos mercados, mitigação de riscos, entre outros. Porém, existem diversos questionamentos sobre a real melhora de desempenho que esses tipos de operações podem agregar para as empresas. Uma publicação da revista *The Economist* (julho, 2000) questionou, com base em um relatório feito pela KPMG, se as operações de M&A seriam realmente capazes de melhorar o desempenho das empresas adquirentes. A publicação afirma, baseada no relatório em questão, que cerca de metade das transações de M&A realizadas até 1999 haviam destruído valor ao invés de gerá-lo, e um terço delas não foi capaz de apresentar resultado significativo em relação

a criação de valor.

Seguindo esse mesmo questionamento, Cartwright e Schoenberg (2006) apontam que embora as aquisições tragam de forma inequívoca retornos positivos de curto prazo para os acionistas das empresas-alvo, o benefício de longo prazo para os investidores na aquisição de empresas é questionável. As pesquisas sobre retornos gerados por fusões e aquisições já ocorrem há algumas décadas, e cada abordagem disciplinar trouxe avanços significativos. No entanto, apesar desse forte interesse acadêmico, os dados empíricos revelam que houve pouca mudança nas taxas de insucesso de aquisições durante esse período. Em seu trabalho original sobre aquisições europeias, Kitching (1974, *apud* CARTWRIGHT; SCHOENBERG, 2006) relatou taxas de insucesso de 46-50%, com base em relatórios próprios dos gerentes. Anos depois, Rostand (1994, *apud* CARTWRIGHT; SCHOENBERG, 2006), utilizando metodologia comparável, observou taxas semelhantes, entre 44 e 45%.

Considerando o contexto exposto, onde as taxas de insucesso de aquisições apresentaram valores relevantes na literatura especializada e a quantidade de operações de M&A no Brasil cresce de forma acelerada, surge o questionamento que serve de base para esse estudo: transações de M&A realizadas por empresas de capital aberto no Brasil apresentam altas taxas de sucesso ou seguem o padrão observado em estudos anteriores ao redor do mundo?

A partir deste questionamento, o objetivo principal deste estudo é observar se empresas que realizaram operações de M&A e apresentam saldo positivo nas contas contábeis Goodwill / Ativo Intangível em suas demonstrações financeiras, foram capazes de gerar lucros residuais (anormais), ou seja, houve lucro excedente à remuneração desejada do capital. Demonstrando assim a recuperação do goodwill ou ágio pago por expectativas de lucros residuais futuros resultantes das transações ocorridas.

Para a realização deste estudo, foram coletadas as demonstrações financeiras das empresas com capital aberto na B3, no período de 2011 a 2019. Também foram calculados o ROE e o CAPM das empresas selecionadas na amostra, afim de obter evidências sobre a geração ou não de lucros residuais por elas. Em seguida foi realizada a análise estatística dos dados obtidos com o intuito de avaliar a quantidade e o percentual de observações empresa/ano que foram capazes de gerar lucros anormais dentro da amostra selecionada.

Os resultados gerados por este estudo demonstram que menos de um terço das empresas nacionais que efetuaram transações de M&A foram capazes de gerar lucros anormais e assim criar valor para o acionista, como forma de justificar as operações realizadas. As respostas obtidas seguem em linha aos estudos internacionais e reafirmam o questionamento se o crescimento através de aquisições realmente é o melhor caminho a ser seguido pelas

entidades.

A seção seguinte deste artigo apresenta o referencial teórico que serviu de base para este estudo. A terceira seção diz respeito a metodologia empregada na pesquisa. A quarta seção descreve os resultados encontrados a partir da coleta e análise dos dados encontrados. A quinta e última seção conclui este trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fusões e Aquisições (M&A)

Tradução literal do inglês “Mergers & Acquisitions” (sigla: M&A), a expressão “fusões e aquisições”, é utilizada para se referir aos negócios jurídicos que pertencem ao gênero “sucessão empresarial” (COUTINHO, 2016). O conceito de fusão está presente na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76), no artigo 228: “A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações” (BRASIL, 1976). Já uma aquisição pode ser conceituada como: “negócio jurídico que tem como efeito a transferência da propriedade de um bem, mediante pagamento de um preço” (COUTINHO, 2016).

Uma transação de M&A é considerada um evento relevante dentro do mundo dos negócios, pois a decisão de comprar, vender ou associar operações com outra sociedade empresária apresenta um impacto expressivo em todos os envolvidos na transação. Em linhas gerais, existem duas partes principais em uma operação de M&A: o comprador e o vendedor da empresa-alvo. Além disso, existem outros indivíduos que atuam na transação por estarem economicamente interessados no negócio, entre eles: consultores, advogados, credores, fornecedores, clientes, funcionários, órgãos reguladores, entre outros.

As fusões e aquisições se tornaram um tópico importante na literatura de finanças e negócios a partir da segunda metade do século XX, quando passou a apresentar um nível de atividade considerável. Os casos mais comuns observados nas transações de fusões e aquisições desde então são os quais as atividades da organização adquirida estão relacionadas direta ou indiretamente com as da adquirente (CARTWRIGHT; COOPER, 1990).

A classificação mais comum para as fusões e aquisições propõe quatro tipos principais de transações. (WALTER, 1985; HOVERS, 1973; KITCHING, 1967 apud CARTWRIGHT; COOPER, 1990). Sendo elas:

1. Vertical - esse tipo de classificação engloba a combinação de duas organizações que

possuem processos sucessórios dentro do mesmo setor, ou seja, empresas que não competem diretamente entre si, mas operam em diferentes níveis dentro da cadeia de suprimentos de uma indústria.

2. Horizontal - a combinação de duas organizações semelhantes no mesmo setor define este tipo de classificação. Portanto, seriam duas possíveis concorrentes envolvidas em uma combinação de negócios, caracterizando uma clara pretensão de aumento de participação de mercado dentro do seu setor de atuação.

3. Conglomerado – compreende as transações em que a organização adquirida está em um campo de atividade empresarial completamente não relacionado a adquirente, ou seja, empresas que não são concorrentes e não fazem parte da mesma cadeia produtiva.

4. Concêntrico – abrange os casos em que a organização adquirida está em um campo desconhecido, mas apresenta uma sinergia de produto, comercial ou tecnológica, na qual a empresa adquirente deseja se expandir.

O fenômeno complexo que as fusões e aquisições representam tem atraído o interesse e a atenção da pesquisa de uma ampla gama de disciplinas de negócios e finanças, buscando entender os aspectos financeiros, estratégicos, comportamentais, operacionais e interculturais desta atividade desafiadora e de alto risco. Alguns caminhos de investigação têm predominado e podem ser identificados dentro da linha de pesquisa sobre o assunto, os quais enfocam as questões de ajuste estratégico, ajuste organizacional e o próprio processo de aquisição (CARTWRIGHT; SCHOENBERG, 2006).

Em relação as linhas de estudo sobre as transações de M&A, Cartwright e Schoenberg (2006) afirmam que o foco principal da pesquisa de gestão estratégica na área tem sido a identificação de fatores estratégicos e de processo, os quais buscam explicar a variação de desempenho das empresas que realizaram operações de fusões e aquisições. Os autores também afirmam que a literatura a respeito do ajuste estratégico pré-combinação tem se preocupado em estudar a ligação entre o desempenho e os atributos estratégicos das empresas envolvidas na operação, em particular até que ponto o negócio de uma empresa-alvo deve estar relacionado ao do adquirente.

Segundo Marks e Mirvis (2001), na fase pré-combinação, uma visão estritamente financeira predominou nos típicos casos decepcionantes. Os compradores se concentravam essencialmente nos números envolvidos na transação: quanto valia a empresa-alvo; caso haja, qual seria prêmio; quais seriam as implicações fiscais; e como estruturar a transação. A decisão de fazer um negócio era basicamente definida por questões como o balanço patrimonial combinado das empresas, fluxos de caixa projetados e retorno esperado do investimento,

enquanto todos os outros elementos que envolvem a transação eram deixados de lado.

Em contrapartida, nos casos de sucesso, Marks e Mirvis (2001) afirmam que os compradores foram capazes de implementar uma mentalidade estratégica para o negócio. Eles posicionaram as análises financeiras em um contexto muito mais abrangente, considerando todos os fatores que fazem parte da operação. Os compradores bem-sucedidos também apresentavam uma definição clara das sinergias específicas que buscavam em uma combinação e as utilizavam como um filtro antes de dar o primeiro passo em qualquer negociação. No entanto, as justificativas acerca do desempenho inferior ou superior de uma empresa que realizou uma transação de M&A não podem ser explicadas unicamente pela qualidade do ajuste estratégico realizado, sem que haja uma devida análise do processo de integração de forma completa (CARTWRIGHT; SCHOENBERG, 2006).

Segundo Cartwright e Cooper (1990), a inadequação das explicações econômico-racionais para o fracasso de transações de M&A foi demonstrada pela primeira vez em um estudo empírico realizado na década de 60 (KITCHING, 1967 apud CARTWRIGHT; COOPER, 1990). O autor desse estudo, examinando a variação no desempenho de cerca de 70 aquisições ocorridas nos Estados Unidos da América, descobriu que somente a análise de resultados objetivos, como evidências estatísticas relacionando o desempenho financeiro a fatores de pré-aquisição já conhecidos, se mostrava insuficiente para explicar o sucesso ou insucesso daquela transação, sem a devida integração com resultados subjetivos, como por exemplo, as experiências relatadas pelos principais executivos envolvidos na operação. Kitching (1967, apud CARTWRIGHT; COOPER, 1990) conclui que a chave para o sucesso de uma operação de fusão e aquisição seria essencialmente a forma como o processo de transição foi gerido e a qualidade da relação de trabalho entre as organizações parceiras.

De acordo com Marks e Mirvis (2001), desafios estratégicos e psicológicos precisam ser superados em todas as combinações, inclusive nas mais amigáveis e bem concebidas. Os pesquisadores afirmam que quanto mais essas questões forem abordadas e trabalhadas durante a transação, mais preparadas estarão as pessoas para enfrentar os desafios de integração entre as organizações. Os critérios financeiros também exercem um papel importante, mas devem ser equilibrados pela consideração cuidadosa de cada uma das sinergias buscadas em uma combinação e o que será necessário para realizá-las. O conhecimento obtido com esse olhar cuidadoso sobre as sinergias não apenas aprimora a avaliação das partes sobre potenciais aquisições, mas também permite que a liderança apresente uma justificativa clara e convincente para a combinação que transcenda os números (MARKS; MIRVIS, 2011).

Pelo fato deste artigo ser focado em transações nacionais, não podemos ter completa

convicção de que os resultados obtidos serão semelhantes aos das pesquisas internacionais. Isso ocorre em virtude de as variáveis macroeconômicas afetarem o desempenho das operações de M&A (CHOI e JEON, 2011; BOATENG e UDDIN, 2011; WANG, 2008 *apud* BARILE, 2016). Portanto, existe a possibilidade de que o resultado de um estudo realizado no Brasil se diferencie do que foi observado nos estudos internacionais, principalmente por ser um país emergente e que demonstra uma situação econômica mais instável em relação aos países desenvolvidos. (BARILE, 2016).

2.2 Ativos Intangíveis e Goodwill

Muitos especialistas na área contábil afirmam que os ativos intangíveis são considerados um dos mais difíceis de se avaliar e mensurar após a realização de uma aquisição. Segundo Lhaopadchan (2010), uma possível razão para isso seria devido a sua natureza única e indissociável. Toda essa complexidade que envolve os ativos intangíveis acaba despertando a curiosidade e interesse de muitos estudiosos. Perez e Famá (2006, p. 7) se baseiam em diversas conceituações e definem os intangíveis como “ativos de natureza permanente, sem existência física e que, à disposição e controlados pela empresa, sejam capazes de produzir benefícios futuros.”

Uma ampla variedade de classes de ativos intangíveis é encontrada nas demonstrações financeiras das empresas e seu valor está diretamente relacionado ao modelo de negócios e operações subjacentes da empresa (WYATT, et al., 2001 *apud* LHAOPADCHAN, 2010). Nesses casos, o valor de ativos intangíveis aparentemente semelhantes pode variar consideravelmente de uma empresa para outra. Segundo Schimdt e Santos (2002 *apud* PEREZ; FAMA, 2006), um melhor detalhamento na forma de divulgação das informações sobre os ativos intangíveis seria capaz de proporcionar aos usuários das informações contábeis um maior entendimento sobre as mudanças ocorridas nesses ativos com o passar do tempo, aprimorando a capacidade de se avaliar a lucratividade e a perspectiva de fluxos de caixa futuros da empresa.

Segundo Martins, et al. (2010), existem diversos itens passíveis de serem classificados como intangíveis, podendo ser identificáveis ou não identificáveis, e o exemplo mais comum de um ativo intangível não identificável seria justamente um dos mais complexos de se conceituar e mensurar: o goodwill ou ágio por rentabilidade futura.

Como citado anteriormente, o goodwill é um dos ativos intangíveis mais complexos e controversos. Em sua forma mais básica, ele representa um prêmio de aquisição. O Goodwill seria o valor pago a mais em relação ao valor justo de uma empresa, considerando que todos os

ativos da empresa tenham sido avaliados a valor justo no momento da aquisição (LHAOPADCHAN, 2010).

Em relação a normatização do Goodwill, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), órgão responsável pelas normas de contabilidade nos Estados Unidos da América, emitiu em 2001 o SFAS - *Statement of Financial Accounting Standard* - 142 (*goodwill and other intangible assets*), responsável pelo tratamento contábil do goodwill e outros ativos intangíveis. No cenário internacional, o *International Accounting Standards Board* (IASB), publicou em 2004 o IFRS - *International Financial Reporting Standards* - 3 (*Business Combination*), normatizando o assunto. E no Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis divulgou em 2009 o CPC 15 – Combinação de Negócios.

De acordo com as normas contábeis vigentes, tanto no Brasil quanto no exterior, no momento em que é efetuada a aquisição de uma empresa, os ativos e passivos da mesma devem ser reconhecidos a valor justo e o valor dos ativos intangíveis identificados devem ser apurados, para que em seguida o valor residual resultante seja apropriado como ágio por expectativa por rentabilidade futura ou goodwill, pois o mesmo representa o resultado entre a soma desses ativos e o valor da contraprestação paga pela aquisição. (PEREIRA, 2019).

Uma das características mais notáveis sobre o goodwill e sua contabilização seria em relação ao teste de *impairment*. Segundo Lhaopadchan (2010), o valor do goodwill não pode aumentar, e qualquer redução realizada é permanente. O autor afirma que essa particularidade acaba criando incentivos para a manipulação do *timing* de realização da baixa do goodwill ou mesmo o adiamento por anos dessa despesa, pois qualquer redução realizada iria para as contas de resultado, diminuindo o lucro líquido do período em questão.

Dentre as diversas definições e conceitos propostos ao ágio por rentabilidade futura (ou goodwill), uma delas particularmente chama a atenção. Martins, et al. (2010, p. 5) define da seguinte forma: “goodwill é um ativo intangível que surge quando a entidade possui uma capacidade de gerar lucros superiores ao normal (lucros anormais) para o setor no qual atua por conta da sinergia de diversos ativos intangíveis que não podem ser isoladamente identificados”.

O lucro anormal, também conhecido como lucro residual, lucro econômico ou EVA - *Economic Value Added*, é definido, de forma simplificada, por Frezatti (2001) como “aquilo que sobra para a organização depois de ela remunerar os recursos consumidos no seu processo. Tal remuneração envolve acionista, instituições financeiras, fornecedores, empregados, governo e prestadores de serviços”. Portanto, devido ao fato de o lucro residual conseguir capturar o custo de capital próprio e de terceiros, ao apresentar o resultado da entidade após todas as remunerações, se mostra capaz de gerar uma clara percepção de criação ou destruição

de valor para a organização (FREZATTI, 2001).

Citando uma forma de mensurar se a entidade foi capaz de gerar um lucro residual positivo em determinado período, Assaf Neto (2003, p.176-177 *apud* LEE, 2007) afirma que “uma medida alternativa de valor derivada do EVA (lucro residual) é denominada spread do capital próprio, obtido pela diferença entre o retorno auferido pelo patrimônio líquido, $ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$, e o custo de oportunidade do acionista.”. Seguindo lógica semelhante, Damodaran (1996 *apud* LEE, 2007) afirma que o ROE deve sim ser comparado com o custo do capital próprio e, em geral, empresas devem investir em projetos que apresentam um ROE superior ao custo de capital próprio.

Como citado anteriormente por Martins, et al. (2010, p. 5), o ativo intangível goodwill está diretamente associado a capacidade da entidade em gerar lucros anormais. Para a elaboração desse artigo, essa relação entre a entidade apresentar saldo nas suas contas de goodwill e/ou ativos intangíveis e apresentar ou não lucro residual positivo será determinante para definir se a empresa obteve sucesso na aquisição realizada, verificando se houve criação ou destruição de valor a partir da transação. Essa verificação se dará através da comparação entre o ROE gerado pela empresa em determinado período e o seu custo de capital próprio, medido através do modelo do CAPM. Com base nessa apuração, será possível avaliar se o saldo no ativo intangível da entidade é justificável ou se o mesmo deverá ser baixado.

3. METODOLOGIA

3.1 Objetivo

O objetivo desse estudo é verificar se as empresas brasileiras de capital aberto que realizaram transações de M&A possuem a capacidade de gerar lucros anormais e criarem valor aos seus acionistas. Para isso, serão objeto desse estudo as empresas que possuem saldos relevantes nas suas contas de Goodwill e Ativos Intangíveis, considerando a dificuldade em avaliar caso a caso quais foram as operações de fusões e aquisições realizadas, devido ao grande número de empresas com capital aberto na B3. Como forma de avaliar se houve criação de valor por essas empresas, será verificado se a diferença entre o retorno sobre o patrimônio líquido e o custo do capital próprio – medido através do CAPM - é superior a zero.

Para se alcançar o objetivo do presente estudo, o retorno sobre o patrimônio líquido foi escolhido como o principal índice financeiro de rentabilidade do capital próprio. Em seguida, foram definidas as metodologias utilizadas para a estimativa dos componentes do CAPM, sendo eles, a taxa de retorno de mercado, o beta e taxa de retorno livre de risco. Após

a definição destas premissas básicas, as mesmas serão aplicadas para cada empresa e cada mesmo período, afim de calcular os seus teóricos custos do capital próprio. Por fim, ao se comparar a rentabilidade e o custo do capital próprio, o objetivo principal da pesquisa será atingido.

3.2 População e Amostra

A população inicial desse estudo engloba todas as empresas que possuíam capital aberto na B3 durante o período de 2011 a 2019. A plataforma utilizada para extração dos dados foi a Economatica e para as análises estatísticas foi se utilizada a plataforma Stata. No primeiro momento, foram excluídas da base de dados as empresas que não apresentavam saldos nas suas contas de goodwill e ativos intangíveis. Também foram retiradas as entidades que não possuíam dados para o cálculo do ROE em cada ano, eliminando-se, também, as que faliram durante esse período. Foram retiradas da base as observações empresa/ano que apresentavam Patrimônio Líquido negativo, após realizado o cálculo do CAPM, também foram excluídas as que apresentavam essa variável negativa.

Após todas as exclusões realizadas, a amostra das empresas que apresentavam saldo na conta goodwill entre os anos de 2011 e 2019 foi composta por 144 observações empresa/ano (39 empresas no total). Em relação a amostra das que apresentavam saldo no Ativo Intangível de 2011 a 2019, a composição totalizou 1440 observações empresa/ano (267 empresas no total). As observações empresa/ano podem ser compreendidas como a empresa que apresentou saldo de goodwill e/ou Ativo Intangível e o ano em que ela apresentou este saldo. Exemplos de observação empresa/ano: Alpargatas/2016, Alpargatas/2017, etc.

3.3 Variáveis

3.3.1 ROE

A métrica do retorno sobre o patrimônio líquido das empresas que foi utilizada neste trabalho é contábil e denominada ROE (*Return on Equity*) ou RSPL (Retorno sobre o Patrimônio Líquido). Sua fórmula é a seguinte:

$$\text{ROE} = \text{LL} / \text{PL}$$

Sendo:

ROE: *Return On Equity* ou Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)

LL: Lucro Líquido

PL: Patrimônio Líquido

O ROE de cada ano foi calculado pelo lucro líquido contábil reportado do ano dividido pelo patrimônio líquido reportado no final de cada ano. Como citado anteriormente, foram excluídas empresas que não dispuseram de dados para o cálculo do ROE em todo o período.

3.3.2 CAPM

O modelo de precificação de ativos financeiros CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), criado por Sharpe (1964), foi utilizado como fundamento para o cálculo do custo do capital próprio. Foi utilizada a fórmula original do CAPM e variáveis nacionais para a realização dos cálculos. A sua fórmula pode ser expressa da seguinte maneira:

$$E[R_i] = R_f + \beta_{im} (E[R_m] - R_f)$$

Sendo:

$E[R_i]$ = expectativa de rentabilidade do ativo

R_f = taxa de juros livre de risco

β_{im} = coeficiente beta do ativo

$E[R_m]$ = expectativa de retorno do mercado

$(E[R_m] - R_f)$ = prêmio de mercado ou prêmio de risco, representa a diferença entre a taxa de retorno esperada do mercado e a taxa de retorno livre de riscos

A taxa Selic reflete a remuneração efetiva de títulos federais brasileiros e, portanto, será utilizada como a R_f , a taxa de juros livre de risco. Considerando que os custos do capital próprio serão calculados com periodicidade anual, será utilizada a taxa Selic em 31/12 de cada ano. Os dados históricos da taxa Selic foram retirados do site do Banco Central do Brasil.

Segundo Lee (2007), um dos preceitos principais do modelo CAPM seria que os retornos exigidos para cada empresa diferem de acordo com seus respectivos coeficientes beta. Os demais fatores presentes na fórmula - taxa de juros livre de risco e a expectativa de retorno do mercado - são comuns a todas as entidades. O coeficiente beta de um ativo está diretamente relacionado ao seu nível de risco. Empresas que possuem $\beta = 1$ apresentam um comportamento similar ao do mercado. Por analogia, quando a economia de uma nação prospera, estas empresas

tendem a prosperar na mesma proporção, com a mesma situação ocorrendo no caso inverso. Em relação as organizações com $\beta > 1$, estas apresentariam um retorno superior à média do mercado nos momentos bons da economia, e inferior nos piores. Já aquelas com beta ente 0 e 1 podem ser consideradas bem menos sensíveis às oscilações econômicas do país.

O coeficiente beta de cada empresa foi gerado pelo software da Economatica, e sua fórmula pode ser descrita da seguinte forma:

$$\beta_{im} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m)$$

Sendo:

β_{im} = Beta de mercado do ativo i

R_i = Retornos do ativo i

R_m = Retorno do *portfolio* de mercado

O prêmio de mercado ou prêmio de risco, equivale à diferença entre o rendimento de um *portfolio* de mercado e a taxa de juros livre de risco. O rendimento histórico do índice Bovespa para cada ano foi utilizado como a expectativa de retorno de mercado. Os dados sobre o índice Bovespa foram retirados do site da B3.

3.3.3 Lucro Residual

Como citado anteriormente, Assaf Neto (2003, p.176-177 apud LEE, 2007) afirma que “uma medida alternativa de valor derivada do EVA (Lucro Residual) é denominada spread do capital próprio, obtido pela diferença entre o retorno auferido pelo patrimônio líquido, ROE = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido, e o custo de oportunidade do acionista.”. Neste artigo, como vimos no tópico acima, o custo de oportunidade do acionista foi calculado através do modelo CAPM. Importante informar que a intenção desse estudo não é calcular o valor exato do Lucro Residual, apenas verificar se ele é positivo, nulo ou negativo. Devido a isso, o mesmo foi expresso, de forma não usual, em porcentagem. Portanto a fórmula utilizada para o Lucro Residual nesse estudo foi a seguinte:

$$\text{LR} = \text{ROE} - \text{Custo do capital próprio}$$

Sendo:

LR = Lucro Residual

ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)

Custo de capital próprio = retorno mínimo desejado, calculado pelo modelo CAPM

3.4 Hipóteses

A comparação do ROE com o custo do capital próprio, medido pelo modelo CAPM, segue uma metodologia consistente com as utilizadas por importantes autores citados anteriormente, como Assaf Neto (2003 *apud* LEE, 2007) e Damodaran (1996 *apud* LEE, 2007). A partir da comparação entre o ROE e o CAPM calculados para as observações empresa/ano da amostra, podemos gerar duas hipóteses:

Hipótese nula (H0): a maioria das empresas da amostra não produziram lucro residual no período em questão. Operacionalização dessa hipótese: Lucro Residual (LR) < 0;

Hipótese alternativa (H1): a maioria das empresas da amostra não apresentaram prejuízo econômico no período analisado. Operacionalização dessa hipótese: Lucro Residual (LR) ≥ 0;

4. RESULTADOS

Para orientar o início da análise, começaremos apresentando a tabela 1, que contém as estatísticas descritivas das duas principais variáveis da amostra selecionada.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis ROE e CAPM

Variáveis	Observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
ROE	1440	-0.05	2.24	-56.11	0.09	20.81
CAPM	1440	0.18	0.13	0.00	0.15	0.72

Fonte: Elaborada pelo autor

Inicialmente iremos analisar as empresas que apresentavam saldo na conta de goodwill, as quais totalizaram 144 observações empresa/ano na amostra. Essas observações se referiam ao total de 39 empresas, dispersas entre os anos de 2011 e 2019. Para a hipótese nula (H0), na qual o ROE < CAPM, demonstrando que a empresa não foi capaz de gerar lucro residual no período analisado, foram encontradas 97 observações empresa/ano, o que corresponde a 67,36% do total. Em relação a hipótese alternativa (H1), ROE ≥ CAPM, que se refere as empresas que foram capazes de gerar lucro residual positivo ou pelo menos conseguiram “cobrir” o custo de capital próprio, foram descobertas 47 observações empresa/ano, correspondendo a 32,64% do total. Abaixo, a tabela 2 demonstra a distribuição das observações por ano e a tabela 3 aponta as evidências encontradas por empresa.

Tabela 2: Goodwill - distribuição das hipóteses por ano

Ano	Hipótese 0	Hipótese 1	Total
2011	1	0	1
2012	13	14	27
2013	1	1	2
2014	1	12	13
2015	2	4	6
2016	21	3	24
2017	1	19	20
2018	16	8	24
2019	23	4	27
Total	97	47	144

Fonte: Elaborada pelo autor

Tabela 3: Goodwill - distribuição das hipóteses por empresa

Empresa	Hipótese 0	Hipótese 1	Total	Empresa	Hipótese 0	Hipótese 1	Total
Alliar	5	0	5	M.Diasbranco	0	2	2
Alper	1	1	2	Mangels Indl	1	0	1
Ambev	2	4	6	Marcopolo	2	0	2
Anima	2	0	2	Metal Leve	3	3	6
B3	2	0	2	Nutriplant	3	2	5
BBM Log	0	1	1	Petrobras	1	0	1
Cinesystem	2	0	2	Profarma	1	0	1
Duratex	4	1	5	Qualicorp	3	3	6
Energias BR	3	3	6	Quality Soft	1	4	5
Eternit	1	2	3	Sinqia	0	2	2
Flex	3	1	4	Sul América	3	3	6
Gafisa	1	0	1	Technos	4	0	4
Gerdau	5	0	5	Tim	4	1	5
Gerdau Met	5	0	5	Totvs	4	1	5
Gol	1	0	1	Tupy	4	0	4
JBS	4	1	5	Vulcabras	1	1	2
Jereissati	1	0	1	Weg	3	3	6
Linx	5	4	9	Wilson Sons	4	2	6
Lojas Renner	3	2	5	Wlm Ind Com	1	0	1
Lupatech	4	0	4	Total	97	47	144

Fonte: Elaborada pelo autor

Em seguida iremos prosseguir para a análise das empresas da amostra que apresentavam saldo no ativo intangível, totalizando 1440 observações empresa/ano, se referindo ao total de 267 empresas, dispersas entre os anos de 2011 e 2019. Para a hipótese nula (H_0), $LR < 0$, foram encontradas 971 observações empresa/ano, o que corresponde a 67,43% do total. Em relação a

hipótese 1, na qual $LR \geq 0$, foram localizadas 469 observações empresa/ano, correspondendo a 32,57% do total.

Interessante notar que para ambas amostras, tanto das empresas que apresentavam saldo especificamente na conta Goodwill e as que apresentavam saldo no Ativo Intangível de forma geral, o resultado foi bem próximo – diferença de 0,07% entre os percentuais obtidos referente as empresas que apresentaram lucro residual. O resultado chama a atenção também pela diferença de tamanho das amostras tanto em relação ao número de observações empresa/ano – a amostra do Ativo Intangível apresentou 1.296 observações a mais – quanto ao número de empresas – 228 empresas a mais para a amostra do Ativo Intangível.

Os resultados obtidos condizem com as expectativas geradas pelos estudos internacionais citados anteriormente. Os estudiosos de estratégia e comportamento organizacional destacam que processos inadequados de tomada de decisão, negociação e integração podem levar as fusões e aquisições a fracassarem. Schriber (2012 *apud* BARILE, 2016) afirma que as empresas, mesmo obtendo resultados insatisfatórios repetidas vezes, continuam realizando operações de M&A com o objetivo de crescer rapidamente e com menos riscos em comparação a outras estratégias. Fica o questionamento sobre até que ponto esse tipo de estratégia se mostrará viável para as entidades.

Abaixo, a tabela 4 exhibe a distribuição das observações por ano e a tabela 5, que precisou ser reduzida devido ao tamanho da amostra, indica as evidências encontradas por empresa, ambas referente a amostra das entidades que apresentavam saldo no Ativo Intangível.

Tabela 4: Ativo Intangível - distribuição das hipóteses por ano

Ano	Hipótese 0	Hipótese 1	Total
2011	12	16	28
2012	95	126	221
2013	20	15	35
2014	42	81	123
2015	27	34	61
2016	216	23	239
2017	207	38	245
2018	151	95	246
2019	201	41	242
Total	971	469	1440

Fonte: Elaborada pelo autor

Tabela 5: Ativo intangível - distribuição das hipóteses por empresa

Empresa	Hipótese 0	Hipótese 1	Total	Empresa	Hipótese 0	Hipótese 1	Total
Brasilagro	6	3	9	Hidrovias	6	0	6
Casan	8	1	9	Igua	7	1	8
Ceb	3	6	9	Ind Cataguas	6	1	7
Cedro	7	2	9	Josapar	7	2	9
CEG	0	9	9	Melhor SP	8	1	9
Celpe	6	3	9	Nord Brasil	1	6	7
Cielo	1	6	7	Odontoprev	0	7	7
Comgas	0	6	6	Omega Ger	6	1	7
Const A Lind	1	6	7	Par Al Bahia	9	0	9
Cosern	0	9	9	Sondotécnica	3	6	9
Dasa	6	0	6	SPTuris	9	0	9
Eletropar	6	3	9	Suzano	7	2	9
Energisa Mt	6	3	9	Tekno	7	2	9
Engie Brasil	1	6	7	Trevisa	6	1	7
Excelsior	0	7	7	Outras empresas	832	369	1201
Habitasul	6	0	6	Total	971	469	1440

Fonte: Elaborada pelo autor

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O interesse da literatura especializada pelo assunto e o aumento no volume e quantidade de transações de M&A no Brasil torna natural a tentativa de investigar a eficiência das empresas nacionais em gerar resultados positivos nesse tipo de operação. Existe menos literatura disponível no Brasil sobre o tema do que nos demais países onde a prática já está mais consolidada. Este estudo teve como objetivo analisar se as empresas brasileiras de capital aberto foram capazes de obter sucesso em suas transações de M&A, avaliando a capacidade daquelas que apresentavam saldo em suas contas de Goodwill e/ou Ativos Intangíveis em gerar lucros anormais e criar valor aos seus acionistas.

Os resultados apresentados na seção anterior demonstram a dificuldade que as entidades apresentaram em gerar lucros residuais de forma consistente. Mais de dois terços das empresas da amostra não foram capazes de produzir um ROE superior ao seu custo de capital próprio, medido através do modelo CAPM, demonstrando a incapacidade das mesmas em criar valor aos seus acionistas, de acordo com a métrica utilizada.

Os resultados obtidos também colocam em dúvida se o crescimento através de M&A realmente é o melhor caminho a ser seguido pelas empresas. A literatura sobre o assunto busca

mapear possíveis razões para explicar o fracasso dessas transações. De acordo com Cartwright e Schoenberg (2006), três possíveis razões podem ser apresentadas para essa preocupante falta de melhoria no desempenho das operações de M&A ao longo dos anos: os executivos estão empreendendo em aquisições motivadas por razões que não sejam a maximização do valor gerado ao acionista; os resultados apresentados pelas pesquisas acadêmicas não estão alcançando os responsáveis pelas tomadas de decisões das entidades; a pesquisa desenvolvida sobre o assunto está incompleta e não aborda algum possível ponto chave que explique essa opção pelo caminho do M&A.

Uma das limitações desse estudo seria a escolha dos retornos do capital próprio. Optou-se pelo lucro líquido sobre o patrimônio líquido contábil (ROE ou RSPL) como medida de retorno escolhida, enquanto que muitos podem argumentar que o principal retorno do capital próprio consiste no ganho de capital e dividendos gerados aos acionistas. O próprio modelo CAPM, idealizado por Sharpe (1964), tem como principal enfoque o retorno de mercado das ações. Citando outra possível limitação deste artigo, como ilustrado anteriormente, a amostra desse estudo tem como foco as empresas de capital aberto do Brasil, de porte relativamente grande, o que representa uma parcela limitada da totalidade das empresas nacionais e, portanto, essa análise pode não ser capaz de fornecer um retrato exato do desempenho das empresas brasileiras de forma geral.

Outra limitação relevante desse estudo se refere a identificação das operações realizadas pelas empresas e o impacto de cada uma delas em relação a mensuração do Goodwill e os Ativos Intangíveis. Devido esta pesquisa estender-se a todas as empresas de capital aberto do Brasil e abranger um considerável período de tempo (2011 a 2019), acabou se tornando inviável identificar cada transação de M&A ocorrida e o seu impacto nas demonstrações financeiras das empresas envolvidas. Dessa forma, fica a sugestão para estudos futuros focarem em empresas de setores específicos da economia e contemplando menores espaços de tempo, priorizando entender quais foram as transações de M&A realizadas pelas empresas e o seu impacto em cada entidade.

REFERÊNCIAS

BARILE, M. G. **O impacto da experiência das empresas brasileiras em operações de M&A no seu desempenho.** Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado de Profissional em Administração) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2016. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/2163>. Acesso em: 09 de abril de 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 25 de abril de 2021.

CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. **The Impact of Mergers and Acquisitions on People at Work: Existing Research and Issues.** British Journal of Management, 1990. Disponível em: http://dx.doi.org/10.1057/9781137309341_8. Acesso em: 20 de abril de 2021.

CARTWRIGHT, S.; SCHOENBERG, R. **Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities.** British Journal of Management, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x>. Acesso em: 20 de abril de 2021.

COUTINHO, S. M. B. **Fusões e Aquisições.** 4 Ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

FREZATTI, F. **Indicadores Financeiros de Longo Prazo: comparação entre o retorno sobre o investimento e o lucro residual.** Revista de Administração, São Paulo, v. 36, n.1, p. 35-45, jan./mar. 2001. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wpcontent/uploads/files/v36n1p35a45.pdf>. Acesso em: 02 de maio de 2021.

LEE, S C. **Análise da relação entre o retorno sobre o patrimônio líquido e o custo do capital próprio, medido pelo CAPM, das empresas não financeiras brasileiras.** Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/1206>. Acesso em: 03 de maio de 2021.

LHAOPADCHAN, S. **Fair value accounting and intangible assets: Goodwill impairment and managerial choice.** Journal of Financial Regulation and Compliance, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/13581981011033989>. Acesso em: 01 de maio de 2021.

MARKS, M. L.; MIRVIS, P. H. **Making Mergers and Acquisitions work: Strategic and psychological preparation.** Academy of Management Executive, 2001. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5465/AME.2001.4614947>. Acesso em: 20 de abril de 2021.

MARTINS, Eliseu et al. **Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos.** Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 21, n. 52, 2010. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772010000100005>. Acesso em: 30 de abril de 2021.

PEREIRA, José Augusto da Silva. **Goodwill como estado de riqueza intangível: estudo de caso da sua recuperação.** 2019. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Ciências Contábeis). Universidade de Brasília, Brasília, 2019. Disponível em: <https://bdm.unb.br/handle/10483/25890>. Acesso em: 29 de abril de 2021.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMA, Rubens. **Ativos intangíveis e o desempenho empresarial.** Rev. contab. finanç., São Paulo, v. 17, n. 40, p. 7-24, Apr. 2006. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772006000100002>. Acesso em: 02 de maio de 2021.

PWC. **Fusões e Aquisições no Brasil.** PricewaterhouseCoopers, 2021. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro-20.html>. Acesso em: 16 de abril de 2021.

SHARPE, W. **Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk.** Journal of Finance, 1964. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>. Acesso em: 2 de maio de 2021.

THE ECONOMIST. **How mergers go wrong: It is important to learn the lessons from the failures and sucess of past mergers.** Disponível em: <http://www.economist.com/node/6288>. Acesso em: 17 de abril de 2021.