



Priscila Valle Costa de Oliveira

**Criação de Valor e Sinergias Operacionais Geradas nas
Operações de Fusões e Aquisições Brasileiras**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Rio de Janeiro

Abril de 2012



Priscila Valle Costa de Oliveira

**Criação de Valor e Sinergias Operacionais Geradas nas
Operações de Fusões e Aquisições Brasileiras**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio.
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof^a. Flávia de Souza Costa Neves Cavazotte

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof^a. Katia Rocha

IPEA

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 11 de abril de 2012

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização do autor, do orientador e da universidade.

Priscila Valle Costa de Oliveira

Possui Graduação (*Cum Laude*) em Administração com Ênfase em Finanças pela Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ (2007). É administradora do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES desde 2008, atuando na Área de Mercado de Capitais.

Ficha Catalográfica

Oliveira, Priscila Valle Costa de

Criação de valor e sinergias operacionais geradas nas operações de fusões e aquisições brasileiras / Priscila Valle Costa de Oliveira ; orientador: Luiz Felipe Jacques da Motta. – 2012.
58 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2012.
Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Fusões e aquisições. 3. Criação de valor. 4. Sinergias operacionais. I. Motta, Luiz Felipe Jacques da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

A Deus, pela oportunidade da vida e pela proteção e inspiração em todos os momentos.

Aos meus pais, pelo amor e carinho dispensados em toda a minha vida e por terem me transmitido o valor de uma boa educação.

Aos colegas do BNDES que me apoiaram durante o curso de mestrado, em especial ao amigo Cláudio Barbosa, pela compreensão e apoio demonstrados na reta final do mestrado, tão necessários para que eu conseguisse concluí-lo com êxito.

Ao meu orientador, Professor Luiz Felipe Motta, pela assistência, dedicação, tranquilidade e paciência durante a elaboração desta dissertação de mestrado.

Aos professores que participaram da Comissão Examinadora.

Aos meus colegas da PUC-Rio.

A todos os professores e funcionários do Departamento.

Resumo

Oliveira, Priscila Valle Costa de; Motta, Luiz Felipe Jacques da Motta. **Criação de Valor e Sinergias Operacionais Geradas nas Operações de Fusões e Aquisições Brasileiras.** Rio de Janeiro, 2012. 58p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Nas últimas décadas, a economia mundial vem assistindo a um movimento continuado de fusões e aquisições de empresas, o que demonstra uma tendência crescente à concentração e centralização do capital. Embora no passado recente esses processos tenham sido mais acentuados nos Estados Unidos e na Europa, os chamados mercados emergentes, dentre os quais se destaca o Brasil, têm observado o crescimento do número de operações desse tipo, em virtude, principalmente, do processo de liberalização econômica e da consolidação democrática e social por que passaram. Nesse contexto, o presente trabalho tem como objetivo analisar se as operações de fusões e aquisições brasileiras resultaram, efetivamente, em maior eficiência para a empresa resultante e em maiores benefícios para seus acionistas. Para isso, foi realizada uma análise quantitativa dos indicadores de criação de valor e operacionais de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto que participaram de operações de fusão ou aquisição entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010. A contribuição deste estudo consiste em aumentar a compreensão acerca de um tema controverso e relevante tanto para a área acadêmica quanto no meio empresarial, além de auxiliar na identificação, através de evidências empíricas, de alguns dos resultados gerados pela adoção desta estratégia empresarial no Brasil.

Palavras-chave

Fusões e aquisições; criação de valor; sinergias operacionais.

Abstract

Oliveira, Priscila Valle Costa de; Motta, Luiz Felipe Jacques da Motta (Advisor). **Value Creation and Operating Synergies Generated in Brazilian Mergers and Acquisitions**. Rio de Janeiro, 2012. 58p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

In recent decades, the world economy has seen a continued movement of mergers and acquisitions, which shows an increasing trend towards concentration and centralization of capital. Although in the recent past these processes have been most pronounced in the United States and Europe, emerging markets, among which Brazil stands out, have noted the growing number of such operations, due mainly to the economic liberalization process and the social democratic consolidation they have endured. In this context, this paper aims to examine whether mergers and acquisitions in Brazil resulted effectively in greater efficiency for the resulting company and in greater benefits for its shareholders. For this purpose, a quantitative analysis of value creation and operational indicators was performed for Brazilian traded non-financial companies, which participated in a merger or acquisition between January 2005 and December 2010. The contribution of this paper is to increase understanding of this controversial and relevant topic to both the academic and the business community, and help to identify, through empirical evidence, some of the results generated by adopting this business strategy in Brazil.

Keywords

Mergers and acquisitions; value creation; operating synergies.

Sumário

1. Introdução	10
1.1. Objetivo	13
1.2. Problema	13
1.3. Relevância	14
1.4. Delimitações do Estudo	16
1.5. Estrutura da Dissertação	17
2. Referencial Teórico	18
2.1. Fusões e Aquisições	18
2.2. Motivações para Fusões e Aquisições	21
2.3. Criação de Valor e Sinergias	23
2.3.1. Sinergias Operacionais	25
2.3.2. Sinergias Financeiras	26
2.4. Mensuração dos Resultados das Fusões e Aquisições	28
2.5. Evidências Empíricas sobre Fusões e Aquisições no Mundo	30
2.6. Evidências Empíricas sobre Fusões e Aquisições no Brasil	31
3. Metodologia	34
3.1. Tipo de Pesquisa	34
3.2. Hipóteses Testada	34
3.3. Levantamento de Dados	35
3.4. Operacionalização das Variáveis	36
3.4.1. Criação de Valor	36
3.4.2. Sinergias Operacionais	37
3.5. Tratamento Estatístico	39
4. Discussão e Apresentação dos Resultados	41
5. Conclusão	52
6. Referências Bibliográficas	54
Anexo I – Lista das Empresas Analisada na Pesquisa	58

Lista de tabelas

Tabela 1 – Dez maiores transações de F&A de 2010	12
Tabela 2 – Resultado do teste de comparação de médias para variáveis de criação de valor	41
Tabela 3 – Resultado do teste de comparação de médias para variáveis de sinergias	42
Tabela 4 – Resultado do teste de comparação de médias entre compradoras e adquiridas dois anos após a união	43
Tabela 5 – Resultado do teste de comparação de médias entre compradoras e adquiridas no trimestre anterior à união	44
Tabela 6 – Resultado da regressão da variável VM/VP	45
Tabela 7 – Resultado da regressão da variável FV/AT	46
Tabela 8 – Resultado da regressão da variável Margem Líquida	47
Tabela 9 – Resultado da regressão da variável Margem EBIT	47
Tabela 10 – Resultado da regressão da variável GBC	48
Tabela 11 – Resultado da regressão da variável CrescRol	48
Tabela 12 – Resultado da regressão do incremento do valor de mercado	51

Lista de figuras

Figura 1 – Evolução da quantidade de F&A até 2010	11
Figura 2 – Transações de F&A em 2010	12
Figura 3 – Sinergia e valor	24