

## ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

### ANALYSIS OF ECONOMIC AND FINANCIAL PERFORMANCE IN MERGER AND ACQUISITIONS OPERATIONS IN THE BRAZILIAN MARKET

Júlio Pereira de Araújo<sup>1</sup>  
Jucyara Gomes da Silva<sup>2</sup>  
Charles Ulises De Montreuil Carmona<sup>3</sup>

**Resumo:** Este artigo teve por objetivo comparar o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que passaram pelo processo de fusão ou aquisição em 2013, visando observar se houve melhoria após a realização de tal atividade. A análise se deu por meio de nove índices financeiros dentro dos grupos de liquidez, endividamento, rentabilidade e de sinergia, observando-se os valores em média três anos antes, três anos após e no ano da fusão ou aquisição. Houve o destaque para as empresas do setor de Tecnologia da Informação, haja vista estarem as mesmas na liderança do número de fusões e aquisições (F&A) realizadas no Brasil nos últimos anos. Os resultados mostraram que em apenas quatro dos nove índices observou-se uma melhoria após a fusão ou aquisição na média geral das empresas analisadas. São eles: Liquidez Geral, Quantidade da Dívida, Qualidade da Dívida e Despesas Administrativas e Gerais. Sobre as empresas de TI, as mesmas apresentaram melhoria após a fusão ou aquisição em seis índices (Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Quantidade da Dívida, Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Margem Líquida), em relação às empresas dos demais setores, mostrando ser a F&A uma boa estratégia de crescimento para esse ramo.

**Palavras-chave:** Fusões e Aquisições, Desempenho Financeiro, Tecnologia de Informação, Mercado Financeiro Brasileiro.

**Abstract:** *The purpose of this article was to compare the economic and financial performance of Brazilian companies that underwent the merger or acquisition process in 2013, in order to observe if there was an improvement after the accomplishment of such activity. The analysis was carried out through nine financial indices within the liquidity, indebtedness, profitability and synergy groups, averaging three years before, three years after and in the year of the merger or acquisition. There was a highlight for companies in the Information Technology sector, since they have been the leaders in the number of mergers and acquisitions (M&A) in Brazil in recent years. The results showed that in only four of the nine indices there was an improvement after the merger or acquisition in the general average of the companies analyzed. These are: General Liquidity, Debt Amount, Debt Quality and Administrative and General Expenses. Regarding IT companies, they showed improvement after the merger or acquisition in six indices (General Liquidity, Current Liquidity, Amount of Debt, Return*

---

<sup>1</sup> Doutorando (PROPAD/UFPE). e-mail: [juliop.araujo@gmail.com](mailto:juliop.araujo@gmail.com)

<sup>2</sup> Mestranda (PROPAD/UFPE). e-mail: [jucyaragomes@hotmail.com](mailto:jucyaragomes@hotmail.com)

<sup>3</sup> Doutor em Engenharia de Produção (DCA/MGP/UFPE). e-mail: [charles.carmona@ufpe.br](mailto:charles.carmona@ufpe.br)

*on Asset, Return on Equity and Net Margin), in relation to the companies of the other Sectors, showing that M&A is a good growth strategy for this sector.*

**Keywords:** *Mergers and Acquisitions, Financial Performance, Information Technology, Brazilian Financial Market.*

## 1. INTRODUÇÃO

Os movimentos de fusões e aquisições (F&A) ocorrem em ondas durante períodos de alta atividade econômica e de grandes mudanças tecnológicas no ambiente empresarial (MALAGA, 2007). Nas últimas décadas as F&A vêm crescendo no Brasil, sendo possível observar esse crescimento desde meados dos anos 90 e cuja intensificação se deu no início dos anos 2000. Tais operações foram incentivadas pela boa fase da economia brasileira, juntamente com o aumento da internacionalização das empresas, das privatizações e da liberalização econômica (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; 2007).

Para Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004), o aumento do número de F&A se deu a partir da liberalização econômica, o que favoreceu tais processos de três diferentes modos: (i) a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas brasileiras; (ii) programas de privatização criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, de telecomunicações e bancário; (iii) a elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigou empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras. Ressalta-se, portanto, que um processo de F&A pode aperfeiçoar a produtividade das firmas no que diz respeito aos ganhos de sinergias, difusão de tecnologia, diversificação do risco de uma atividade, assim como atrair investimentos externos e melhorar a competitividade externa (CAMARGOS, 2008).

Pessanha *et al.* (2012) argumentaram que, independente dos motivos que levam as empresas a adotarem estratégias de F&A, o objetivo principal de tais eventos é gerar e ampliar valor às empresas e aos acionistas. Ainda segundo os autores, há dificuldade em determinar e mensurar a criação de valor para a organização e, principalmente, para os acionistas. Ademais, operações de F&A também alteram a estrutura interna da firma. Dessa forma, identificar quais são os fatores determinantes dessas operações auxilia a empresa a se decidir pela estratégia de F&A e possivelmente evitar operações que não terão como resultado o sucesso (CARMELYNK; OOGHE; LANCHE, 2005).

A globalização impulsionada pela abertura do mercado nacional gerou uma maior preocupação por parte das empresas em obter diferenciais competitivos (PESSANHA, 2010), assim como buscou eficiência em suas operações (AL-SHARKA; HASSAN; LAWRENCE, 2008). Nesse sentido, operações de F&A atuam de forma estratégica em meio a períodos de grandes mudanças no ambiente empresarial. O alto número de operações de F&A e as mudanças ocorridas no Brasil nas últimas décadas justificam a busca da compreensão de como se processam tais operações (KPMG, 2016).

Dessa forma, esse artigo busca contribuir para o entendimento das atividades de F&A ocorridas no país, analisando as possíveis mudanças ocorridas nas empresas após a realização da atividade. O foco principal será comparar o desempenho econômico-financeiro das empresas antes e após a realização da F&A, visando observar se houve melhoria em tais

empresas. Além disso, será feita uma comparação entre o desempenho das empresas do setor de Tecnologia da Informação (TI) com as dos demais setores, tendo em vista ser esse setor o líder em números de F&A nos últimos anos.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Características do processo de Fusões e Aquisições

Em detrimento da abertura dos mercados a níveis mundiais e da facilidade de construir negócios globais, as empresas necessitam cada vez mais criar estratégias que possibilitem um melhor posicionamento perante os concorrentes. Nesse sentido, as empresas podem optar por expandir seus negócios por meio de fusões, aquisições, *joint ventures* ou cisões, por exemplo (FEITOSA; SILVA; FIRMO, 2011).Dentre essas, as mais comumente abordadas são as fusões e aquisições. De acordo com a Lei 6404/76 que dispõe sobre as sociedades por ações, 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. Aquisições ou incorporações, por outro lado, diz respeito a uma operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe incide em todos os direitos e obrigações (BRASIL, 1976).

As fusões e aquisições nacionais (domésticas) e internacionais (*cross-border*) ocorrem tendo em vista um objetivo comum, que a empresa conjunta gere valor, ou crie utilidade para as empresas intervenientes (ERELet *et al.*, 2012). Essas operações podem ocorrer tanto em bases amigáveis quanto hostis. Uma fusão ou aquisição amigável procede quando aprovada pela administração da empresa-alvo, aprovada por seus acionistas e facilmente consumada. Já uma fusão ou aquisição hostil ocorre quando não existe apoio por parte da administração da empresa-alvo, obrigando a empresa adquirente a buscar o controle da adquirida através da compra de ações no mercado (LEMES JÚNIOR *et al.*, 2005). Portanto, são operações de cunho estratégico ou financeiro.

Existem três mecanismos básicos para o acontecimento e efetivação de operações de F&A. O primeiro e menos recorrente é a consolidação entre as empresas, que fornece a vantagem de ser legalmente mais simples e menos custoso ao eliminar a necessidade de transferência da propriedade de cada ativo individual. O segundo diz respeito à aquisição via compra de ações com os acionistas controladores ou não. Nesta modalidade, pode enquadrar-se a chama aquisição hostil. A terceira possibilidade de tomada de controle de empresas é a simples aquisição de seus ativos, exigindo-se aprovação dos acionistas. Este mecanismo tende a ser mais custoso, mas elimina problemas gerados pela possível contrariedade de acionistas minoritários (ROSS; WSTERFIEL; JAFFE, 1995).

As operações de F&A ainda geram questionamentos acerca dos seus benefícios para as organizações e para os acionistas. Por tratar-se de processos corporativos complexos, tais operações são passíveis de pesquisa a fim de buscar respostas satisfatórias no que diz respeito ao impacto dessas operações nas companhias. Segundo Conklin (2005) as fusões e aquisições *cross-border*, que são as que ocorrem em países distintos, tanto podem funcionar para facilitar os ajustamentos quanto para fornecer os recursos necessários para responder às transformações do ambiente das empresas nacionais.

Nessa linha, Barmeyer e Mayrhofer (2008) afirmaram que a elevada taxa de insucesso das F&A observada por alguns estudos é intensificada quando essas são analisadas em

termos internacionais e reforçadas pelos problemas culturais, de integração e pelas alterações no ambiente econômico dos países. A cultura nacional de um país está inserida nas práticas, decisões e na organização de cada empresa. Uma estratégia baseada na gestão intercultural por parte das empresas permite ultrapassar os problemas e os conflitos, ajuda a alcançar o sucesso nas fusões e aquisições internacionais e auxilia a integração das diferentes culturas empresariais.

## 2.2. Sinergias em Processos de Fusões e Aquisições

Há controvérsia na literatura sobre o resultado dos processos de F&A no que diz respeito à criação de valor para o acionista. Camargos e Barbosa (2009) apontaram alguns fatores que sinalizam essa falta de consenso: (i) quão abrangente deve ser uma amostra para que se possa generalizar os resultados?;(ii) qual o período de análise? É suficiente uma perspectiva de análise de curto, médio ou longo prazo?; (iii) quais as métricas de criação de valor devem ser utilizadas (dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho econômico ou financeiro, etc.); por fim, (iv) como isolar os efeitos de um processo de F&A sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista que o mesmo ocorre simultaneamente com as demais estratégias adotadas?.

De acordo com Jensen e Ruback (1983), as F&A criam valor para os acionistas, sobretudo a partir de oportunidades de utilizar recursos específicos, que só poderiam ser obtidos por meio do processo de F&A. Bouwan, Fuller e Nain (2003) apontaram três medidas populares para mensurar se o processo de F&A criou ou não valor. A primeira medida refere-se ao desempenho de curto prazo das ações de adquirentes, empresa-alvo ou da empresa combinada em torno do anúncio da aquisição (medida mais utilizada em estudos) já que em um mercado eficiente (FAMA; 1970), os preços das ações são ajustados à nova informação rapidamente e incorporados a quaisquer mudanças de valor esperadas com o processo de F&A. A segunda medida de criação de valor é o desempenho de longo prazo da empresa adquirente no período de três a cinco anos após o anúncio da aquisição. A terceira medida de criação de valor é através das medidas contábeis de retorno sobre o patrimônio ou sobre o ativo e o desempenho do fluxo de caixa. Se as aquisições criaram valor para os acionistas, esses ganhos devem melhorar o desempenho e a rentabilidade da empresa, bem como seu fluxo de caixa.

Outros aspectos positivos que podem ser elencados no processo de aquisição dizem respeito (i)às potenciais reduções nos custos de produção ou de distribuição, por meio da realização de economias de escala; (ii) à adoção de uma produção mais eficiente ou tecnologia organizacional; (iii)ao aumento da utilização da equipe de gestão da oferta e redução dos custos de agência; e (iv) às motivações financeiras que incluem a evasão de custos de falência, aumento da alavancagem, e outros tipos de vantagens fiscais (JENSEN; RUBACK, 1983).

## 2.3. Fusões e Aquisições no Brasil

No Brasil, o estudo sobre Fusões e Aquisições é realizado trimestralmente pela *Klynveld Peat Marwick Goerdeler* (KPMG), abordando diversos assuntos como ranking setorial de transações, distribuição geográfica das transações, evolução dos números em anos anteriores e outros comparativos. Em relatório divulgado em junho de 2017 pela KPMG, as

transações que mais se destacaram em 2016 foram as domésticas (transações domésticas entre empresas de capital aberto) com 86 operações e as *crossborder* 1 (empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de brasileiros, capital de empresa estabelecida no Brasil) com 81 operações. Segundo a KPMG (2017), esses números indicam o interesse dos brasileiros e dos estrangeiros em adquirir empresas no país.

Do total de negociações, que incluem tanto as domésticas, realizadas entre empresas brasileiras, como as realizadas a nível internacional, o ano de 2016 registrou 537 fusões e aquisições, resultado mais baixo que o ano de 2015, quando foram concretizadas 773 operações. Dentre os 43 setores da economia analisados na pesquisa, aqueles que atuam no mercado tecnológico continuam sendo os destaques: Tecnologia da Informação (104) e Empresas de Internet (74). Serviços para empresas teve 64 operações, seguido de Instituições Financeiras, com 50 fusões e aquisições (KPMG, 2017).

O ano de 2017 já conta com 201 operações de F&A concretizadas nos três primeiros meses do ano. Comparado com o mesmo período do ano passado, houve uma queda de 4,28%. Nesse período, os setores que tiveram o maior número de negociações concretizadas foram Empresas de internet (29 operações), Tecnologia da informação (23 operações), Alimentos, Bebidas e fumo (15 operações) e Serviços para empresas (11 operações). A Tabela 1 apresenta o ranking setorial do número de operações de F&A de 1998 até o primeiro trimestre de 2017 (KPMG, 2017).

Tabela 1 - Ranking Setorial (1998-2017)

Setor	Nº de F&A realizadas
Tecnologia da Informação	1223
Alimentos, bebidas e fumo	822
Serviços para empresas	552
Companhias energéticas	531
Telecomunicações e mídia	495

Fonte: Adaptado de KPMG (2016)

Observa-se que o setor de tecnologia da informação mantém-se em primeiro lugar no ranking setorial no período analisado.

## 2.4. Evidências Empíricas

Diversos estudos buscam analisar os efeitos causados pelos processos de F&A às organizações envolvidas. Camargos e Barbosa (2005) buscaram analisar o desempenho econômico-financeiro das empresas que passaram por processos de F&A, assim como a identificação de sinergias entre as empresas pesquisadas no período de 1995 a 1999. Utilizando-se de índices do tripé liquidez-rentabilidade-endividamento de Marion (2002), eles verificaram uma piora na situação financeira das empresas analisadas após a combinação, uma melhora na situação econômica e ainda que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais.

Motta *et al.* (2013), por outro lado, buscaram analisar se as operações de F&A brasileiras ocorridas entre 2005 e 2010 promoveram maior eficiência e maiores benefícios para os acionistas. Por meio de indicadores operacionais e de criação de valor, os autores verificaram que não houve melhoria estatisticamente significativa nos indicadores realizados nos dois anos após a união entre as empresas, apesar de, aparentemente, esses indicadores terem apresentado melhorias relativas na média.

Bergmann *et al.* (2015) analisaram as reações do mercado acionário ao anúncio de F&A de empresas do setor bancário entre 1994 e 2011 a fim de verificar se houve criação de valor e, conseqüentemente, maximização da riqueza dos acionistas de empresas adquirentes no curto prazo. Seus resultados mostraram preponderância de retornos positivos ou negativos, levando os autores a concluir que diferentes percepções das operações podem ter ocorrido, não podendo, assim, afirmar que as operações de F&A tiveram um impacto positivo significativo na geração de valor das empresas adquirentes.

Rocha, Iooty e Ferraz (2016) analisaram os efeitos do processo de F&A sobre o desempenho das empresas industriais adquiridas no Brasil entre 1990 e 1997. Os autores verificaram que não há existência de evidência de aumento da rentabilidade das empresas até dois anos após a sua aquisição, assim como não encontraram diferença estatística significativa em suas parcelas de mercado. Para essa amostra em questão, afirmaram que os processos de F&A parecem não alterar o cenário de crescimento da indústria brasileira.

Em linhas gerais, verifica-se a dificuldade de comprovar empiricamente os benefícios de operações de F&A, não sendo, portanto, possível concluir se, de fato, operações de fusões e aquisições resultam em ganhos de valor para os acionistas ou em sinergias operacionais.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atingir o objetivo do trabalho de comparar o desempenho econômico-financeiro das empresas antes e após a realização da F&A, visando detectar possíveis sinergias com a realização dessas atividades, foram inicialmente coletadas as informações sobre quais empresas realizaram atividades de F&A no Brasil no passado recente, bem como em quais setores elas atuam. A fonte mais acessível e com maior número de informações que foi encontrada e utilizada nesse trabalho foi a da rede de firmas PWC, que divulga relatórios mensais com informações sobre as atividades de fusões e aquisições no âmbito brasileiro.

Como o site da rede PWC possui relatórios a partir do ano de 2013, e considerando que os impactos de um processo de F&A geralmente são vistos a partir do médio prazo, foram escolhidas apenas as empresas que realizam F&A em 2013, para que a análise pudesse ser feita até aproximadamente três anos após a atividade. Nos relatórios mensais da PWC não estão contidas todas as operações de F&A realizadas no respectivo mês, mas apenas as selecionadas pela rede. Segundo a própria PWC, o critério de seleção é uma combinação de relevância e tamanho da operação.

A partir das empresas divulgadas nos relatórios, foram selecionadas apenas as de capital aberto, em razão de haver maior facilidade de acesso às demonstrações financeiras dessa forma organizacional. Também foram retiradas da amostra as organizações bancárias, em razão das mesmas possuírem contas de diferentes nomenclaturas em suas demonstrações financeiras em relação às empresas dos outros setores. Também foi retirada a empresa MMX, por possuir receita igual a zero no primeiro trimestre de 2016, inviabilizando o cálculo dos índices de Despesas Administrativas e Gerais e de Margem Líquida. Por fim, no caso das

empresas que realizaram mais de uma fusão ou aquisição no mesmo ano de 2013, optou-se por escolher a primeira negociação. Dessa forma, das 58 atividades realizadas e contidas nos relatórios da PWC, restou uma lista de 17 empresas, compondo a amostra que está apresentada no Quadro 1.

O período de análise dos índices foi de 2010 ao primeiro trimestre de 2016, visando observar o desempenho econômico-financeiro das empresas três anos antes da F&A, no ano da F&A e três anos após a atividade. A escolha do primeiro trimestre se deu por ser esse o período mais recente das demonstrações contábeis publicadas no site da Bovespa. As informações das demonstrações contábeis foram retiradas do site da BM&F Bovespa e os índices foram calculados no software Excel.

Quadro 1: Amostra do estudo

Empresa adquirente	Empresa adquirida	Setor	Tipo
Unidas	Best Fleet	Automotivo	Aquisição
Profarma	Drogasmil e Farmalife	Farmacêutico	Aquisição
BR Malls	Shopping Capim Dourado	Imóveis	Aquisição
São Carlos Empreendimentos	EZ Towers	Imobiliário	Aquisição
Telefônica	AxisMed	Telefonia	Aquisição
Kroton	Anhanguera	Educação	Fusão
JSL	BGN	Construção/transporte	Aquisição
Estácio Participações	Facitec	Educação	Aquisição
Magnesita Refratários	DalianMayertonRefractories (DMR)	Mineração	Aquisição
B2W	Uniconsult	Comércio	Aquisição
Linx	Direção Processamento de Dados	TI	Aquisição
JBS	Seara Brasil	Alimentos	Aquisição
SeniorSolution	Drive	TI	Aquisição
CPFL Renováveis	Rosa dos Ventos	Energia	Aquisição
Magazine Luiza	Campos Floridos	Comércio	Aquisição
Saraiva	Editora Erica	Indústria	Aquisição
Algar	AsystInternational + Rhealeza	Telecomunicações	Aquisição

Fonte: Elaboração própria.

### 3.1. Análise das demonstrações financeiras

A análise do desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram F&A foi feita por meio dos índices financeiros detalhados no Quadro 2 abaixo. A escolha desses índices se deu com base na literatura de Marion (2012), que apresenta o tripé liquidez-rentabilidade-endividamento, bem como na literatura de Camargos e Barbosa (2005), que apresenta os índices de sinergias em F&A (Margem Líquida e Despesas Administrativas e Gerais em relação à Receita (DAG)).

Quadro 2 – Índices econômico-financeiros utilizados no estudo

Indicador	Fórmula	Detalhamento	Interpretação
Índice de Liquidez Geral	$\frac{AC + ARLP}{PC + PELP}$	Mede a capacidade da empresa de honrar seus compromissos com terceiros, sejam de curto ou de longo prazo.	Quanto maior, melhor.
Índice de Liquidez Corrente	$\frac{AC}{PC}$	Mede a capacidade da empresa de honrar seus compromissos de curto prazo.	Quanto maior, melhor.
Quantidade da Dívida	$\frac{PC + PELP}{PC + PELP + PL}$	Identifica a participação de capital de terceiros em relação aos recursos totais.	Quanto menor, melhor.
Qualidade da Dívida	$\frac{PC}{PC + PELP}$	Identifica o endividamento a curto prazo.	Quanto menor, melhor.
Giro do Ativo	$\frac{RECEITA}{ATIVO}$	Indica a eficiência com que a empresa utiliza seus ativos para gerar vendas.	Quanto maior, melhor.
Retorno sobre o Ativo	$\frac{LL}{ATIVO}$	Mede a eficácia geral da administração na geração de lucros a partir dos ativos disponíveis.	Quanto maior, melhor.
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\frac{LL}{PL}$	Mede a taxa de retorno para os acionistas da empresa.	Quanto maior, melhor.
Margem Líquida	$\frac{LL}{RECEITA}$	Mostra o lucro que se obtém para cada real investido. Indica se a empresa melhorou sua eficiência com a fusão/aquisição.	Quanto maior, melhor.
Despesas Administrativas e Gerais em relação à Receita	$\frac{DAG}{RECEITA}$	Indica se a união das empresas resultou em redução das DAG.	Quanto menor, melhor.

Fonte: Compilado de Marion (2012) e Camargos e Barbosa (2005).

#### 4. RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os três melhores e dos três piores desempenhos em cada índice econômico-financeiro analisado. Em cada um dos quadros apresentados abaixo estão os valores dos índices três anos antes da F&A, três anos após e no ano da atividade (2013). Também são apresentadas as médias dos índices antes e depois da F&A, com suas respectivas variações percentuais, bem como as médias gerais de todas as 17 empresas da amostra. Os valores foram arredondados até a 2<sup>o</sup> casa decimal, de tal forma que, mesmo apresentando valores iguais nos quadros, podem haver variações percentuais considerando os valores sem o arredondamento.

Em relação ao Índice de Liquidez Geral, apenas quatro empresas (23,5%) apresentaram melhoria na média dos valores, com destaque para as empresas SeniorSolution, Linx e Kroton. As duas primeiras colocadas são da área de TI. As demais empresas (76,5%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores de liquidez geral, com destaque para as empresas Profarma, São Carlos Empreendimentos e CPFL Renováveis. Apesar da grande maioria ter tido pior desempenho no índice, a média geral das 17 empresas apresentou um leve aumento de 2,51% nesse índice, sinalizando uma maior capacidade da empresa de honrar seus compromissos com terceiros, sejam de curto ou de longo prazo, após a atividade de F&A. Os valores estão detalhados no Quadro 3.

Observando-se apenas as empresas de TI (SeniorSolution e Linx), as mesmas apresentaram uma variação média maior (97,88%) em relação à variação média geral sem essas empresas (-11,96%).

Quadro 3: Evolução média do índice de Liquidez Geral

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>SeniorSolution</b>	0,83	0,91	1,16	2,41	2,46	2,16	2,13	0,97	2,25	<b>131,96%</b>
<b>Linx</b>	0,45	1,14	0,73	2,26	1,44	1,14	1,23	0,77	1,27	<b>63,80%</b>
<b>Kroton</b>	0,98	0,42	0,49	0,69	0,53	0,73	1,03	0,63	0,76	<b>21,18%</b>
Profarma	1,83	1,70	1,57	1,16	1,26	1,07	1,09	1,70	1,14	-33,06%
São Carlos Emp.	0,46	0,39	0,40	0,48	0,35	0,23	0,22	0,42	0,27	-35,71%
CPFL Renov.	0,57	0,32	0,21	0,22	0,21	0,23	0,22	0,37	0,22	-39,88%
<b>Média geral</b>	<b>0,83</b>	<b>0,81</b>	<b>0,78</b>	<b>0,97</b>	<b>0,86</b>	<b>0,80</b>	<b>0,82</b>	<b>0,81</b>	<b>0,83</b>	<b>2,51%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Em relação ao Índice de Liquidez Corrente, oito empresas (47%) apresentaram melhoria na média dos valores, destacando-se as mesmas empresas (SeniorSolution, Linx e Kroton) da liquidez geral. As demais empresas (53%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores de liquidez corrente, com destaque para as empresas Magnesita Refratários, CPFL Renováveis e Unidas. A média geral das 17 empresas apresentou uma queda de 3,57% nesse índice, indicando que, após a união, as empresas passaram a ter um volume menor de recursos para honrar seus compromissos de curto prazo. Os valores estão detalhados no Quadro 4.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média maior (122,56%) em relação à variação média geral sem essas empresas (-18,91%).

Quadro 4: Evolução média do índice de Liquidez Corrente

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>SeniorSolution</b>	1,20	1,23	2,41	4,41	3,36	4,34	3,85	1,61	3,85	<b>139,21%</b>
<b>Linx</b>	1,14	2,01	2,21	5,15	3,51	3,78	3,74	1,79	3,68	<b>105,90%</b>
<b>Kroton</b>	1,50	0,78	1,47	1,74	1,53	1,40	2,13	1,25	1,69	<b>34,88%</b>
Magnesita Ref.	3,66	2,99	3,03	3,30	2,23	1,77	1,78	3,23	1,92	-40,44%
CPFL Renov.	4,43	1,55	0,95	0,96	1,14	1,10	1,15	2,31	1,13	-50,96%
Unidas	0,40	5,78	2,78	1,59	0,93	0,86	0,80	2,99	0,87	-70,95%
<b>Média geral</b>	<b>1,77</b>	<b>1,94</b>	<b>1,78</b>	<b>2,15</b>	<b>1,81</b>	<b>1,74</b>	<b>1,74</b>	<b>1,83</b>	<b>1,76</b>	<b>-3,57%</b>

Fonte: elaboração própria.

Com relação ao Índice de Quantidade da Dívida, nove empresas (53%) apresentaram melhoria na média dos valores, nesse caso apresentando queda em seus valores, já que quanto menor esse indicador, melhor o desempenho. Destacaram-se as mesmas empresas dos índices de liquidez, apenas alternando-se a posição da Kroton com a Linx. As demais empresas (47%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores de Quantidade da dívida, com destaque para as empresas Magnesita Refratários, JBS e Profarma. A média geral das 17 empresas apresentou um leve aumento de 0,70% nesse índice, indicando que, após a união, as empresas passaram a utilizar mais capital de terceiros na composição de suas dívidas. Os valores estão detalhados no Quadro 5.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média melhor (-38,57%) em relação à variação média geral sem essas empresas (5,49%).

Quadro 5: Evolução média do índice de Quantidade da Dívida

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>SeniorSolution</b>	0,60	0,58	0,58	0,28	0,30	0,33	0,34	0,59	0,32	<b>-45,54%</b>
<b>Kroton</b>	0,25	0,50	0,41	0,36	0,26	0,25	0,23	0,39	0,25	<b>-36,31%</b>
<b>Linx</b>	0,68	0,31	0,38	0,24	0,28	0,33	0,32	0,45	0,31	<b>-31,60%</b>
Magnesita Ref.	0,55	0,50	0,51	0,53	0,56	0,71	0,70	0,52	0,66	26,20%
JBS	0,57	0,54	0,57	0,66	0,69	0,76	0,78	0,56	0,74	31,77%
Profarma	0,53	0,56	0,60	0,68	0,62	0,71	1,01	0,56	0,78	38,31%
<b>Média geral</b>	<b>0,59</b>	<b>0,56</b>	<b>0,58</b>	<b>0,56</b>	<b>0,55</b>	<b>0,59</b>	<b>0,60</b>	<b>0,58</b>	<b>0,58</b>	<b>0,70%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Sobre o Índice de Qualidade da Dívida, dez empresas (59%) apresentaram melhoria na evolução dos valores. Destacaram-se as empresas São Carlos Empreendimentos, Kroton e

BR Malls. As demais empresas (41%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores de Qualidade da Dívida, com destaque para as empresas Unidas, SeniorSolution e Magnesita Refratários. Importante observar a permanência da Kroton nos primeiros lugares em desempenho nesses primeiros índices analisados, bem como o comportamento da empresa SeniorSolution, que passou dos primeiros lugares para os últimos nesses dois índices que medem endividamento. A média geral das 17 empresas apresentou queda de 3,78% nesse índice, indicando que, após a atividade de F&A, as empresas diminuíram o endividamento de curto prazo, o que significa uma melhora na Qualidade da Dívida. Os valores estão detalhados no Quadro 6.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média pior (-1,50%) em relação à variação média geral sem essas empresas (-4,22%).

Quadro 6: Evolução média do índice de Qualidade da Dívida

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>São Carlos Emp.</b>	0,19	0,20	0,19	0,18	0,14	0,09	0,09	0,19	0,11	<b>-43,58%</b>
<b>Kroton</b>	0,48	0,39	0,24	0,33	0,23	0,28	0,27	0,37	0,26	<b>-29,55%</b>
<b>BR Malls</b>	0,11	0,15	0,16	0,15	0,08	0,13	0,10	0,14	0,10	<b>-25,13%</b>
Unidas	0,96	0,14	0,24	0,35	0,45	0,54	0,56	0,45	0,52	15,41%
SeniorSolution	0,47	0,53	0,41	0,51	0,67	0,46	0,51	0,47	0,55	17,14%
Magnesita Ref.	0,18	0,26	0,25	0,23	0,31	0,31	0,30	0,23	0,31	33,22%
<b>Média geral</b>	<b>0,47</b>	<b>0,41</b>	<b>0,39</b>	<b>0,40</b>	<b>0,42</b>	<b>0,40</b>	<b>0,40</b>	<b>0,42</b>	<b>0,41</b>	<b>-3,78%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Em relação ao Índice Giro do Ativo, apenas duas empresas (12%) apresentaram melhoria na média dos valores, destacando-se as empresas CPFL Renováveis, Magazine Luiza e BR Malls. As demais empresas (88%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores, com destaque para as empresas Profarma, Estácio Participações e SeniorSolution. A média geral das 17 empresas apresentou uma queda de 36,01% nesse índice, indicando que, após a união, as empresas apresentaram uma queda na eficiência com que utiliza seus ativos para gerar vendas. Os valores estão detalhados no Quadro 7.

Quadro 7: Evolução média do índice Giro do Ativo

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>CPFL Renov.</b>	0,07	0,03	0,09	0,11	0,11	0,13	0,02	0,06	0,09	<b>36,46%</b>
<b>Magazine Luiza</b>	1,22	1,32	1,35	1,72	1,85	1,61	0,45	1,30	1,30	<b>0,41%</b>
<b>BR Malls</b>	0,05	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,02	0,06	0,05	<b>-15,78%</b>
Profarma	2,91	2,69	2,66	1,95	1,89	1,52	0,42	2,75	1,27	-53,76%
Estácio Part.	1,26	1,07	1,12	0,81	0,68	0,67	0,19	1,15	0,51	-55,29%
SeniorSolution	1,49	1,56	1,37	0,64	0,83	0,77	0,20	1,47	0,60	-59,32%
<b>Média geral</b>	<b>0,94</b>	<b>0,85</b>	<b>0,88</b>	<b>0,79</b>	<b>0,75</b>	<b>0,70</b>	<b>0,26</b>	<b>0,89</b>	<b>0,57</b>	<b>-36,01%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média pior (-51,36%) em relação à variação média geral sem essas empresas (-33,06%).

Sobre o Índice Retorno sobre o Ativo, apenas quatro empresas (23,5%) apresentaram melhoria na média dos valores, destacando-se as empresas Kroton, Unidas e Estácio Participações. As demais empresas (76,5%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores, com destaque para as empresas BR Malls, Profarma e Magnesita Refratários. A média geral das 17 empresas apresentou uma queda de 43,41% nesse índice, indicando que, após a união, as empresas apresentaram uma queda na eficácia na geração de lucros a partir dos seus ativos, piorando sua rentabilidade. Os valores estão detalhados no Quadro 8.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média melhor (-24,89%) em relação à variação média geral das demais (-50,60%).

Quadro 8: Evolução média do índice Retorno sobre o Ativo

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>Kroton</b>	-0,03	0,01	0,05	0,13	0,06	0,08	0,04	0,01	0,06	<b>372,20%</b>
<b>Unidas</b>	-0,14	-0,05	0,06	0,04	0,03	0,02	0,00	-0,04	0,02	<b>141,79%</b>
<b>Estácio Part.</b>	0,10	0,07	0,09	0,11	0,12	0,11	0,03	0,08	0,09	<b>3,13%</b>
BR Malls	0,06	0,06	0,11	0,04	0,03	0,00	0,01	0,07	0,01	-81,96%
Profarma	0,03	0,02	0,03	0,01	-0,03	-0,01	0,00	0,03	-0,01	-152,63%
Magnesita Ref.	0,02	0,02	0,01	0,01	-0,01	-0,16	0,01	0,02	-0,05	-426,20%
<b>Média geral</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>-43,41%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Sobre o Índice Retorno sobre o Patrimônio Líquido, apenas três empresas (17,65%) apresentaram melhoria na média dos valores (a empresa JBS não se encontra no quadro abaixo, pois evoluiu o índice a partir do valor zero, o que impede o cálculo da variação percentual), destacando-se mais uma vez as empresas Kroton, Unidas e Estácio Participações. As demais empresas (76,5%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores, com destaque para as empresas B2W, Profarma e Magnesita Refratários. A média geral das 17 empresas apresentou uma queda de 68,94% nesse índice, indicando que, após a união, as empresas apresentaram uma queda na taxa de retorno para os seus acionistas, indicando também uma piora na sua rentabilidade. Os valores estão detalhados no Quadro 9.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média um pouco melhor (-53,82%) em relação à variação média geral sem essas empresas (-73,23%).

Em relação aos dois índices que medem a sinergia com a atividade de F&A, o Índice Margem Líquida apresentou cinco empresas (29,41%) com melhoria na média dos valores, destacando-se novamente as empresas Kroton, Unidas e Estácio Participações. A quarta e quinta colocadas foram as do setor de TI. Outras 11 empresas (64,7%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores, com destaque para as empresas Profarma, CPFL Renováveis e Magnesita Refratários. Uma das empresas não teve alteração nesse índice. A média geral das 17 empresas apresentou uma queda de 45,45% nesse indicador, indicando

que, em média, as empresas pioraram sua eficiência com a F&A. Os valores estão detalhados no Quadro 10.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média melhor (48,76%) em relação à variação média geral sem essas empresas (-53,67%).

Quadro 9: Evolução média do índice Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>Kroton</b>	-0,04	0,03	0,09	0,20	0,09	0,11	0,05	0,03	0,08	<b>210,56%</b>
<b>Unidas</b>	-0,44	-0,12	0,13	0,09	0,07	0,06	0,01	-0,14	0,04	<b>131,29%</b>
<b>Estácio Part.</b>	0,14	0,11	0,16	0,16	0,18	0,18	0,05	0,14	0,13	<b>-0,42%</b>
B2W	0,15	-0,08	-0,18	-0,19	-0,05	-0,15	-0,05	-0,04	-0,09	-145,01%
Profarma	0,06	0,05	0,07	0,03	-0,08	-0,03	-0,01	0,06	-0,04	-165,89%
Magnesita Ref.	0,04	0,04	0,03	0,02	-0,03	-0,57	0,04	0,04	-0,19	-625,60%
<b>Média geral</b>	<b>0,16</b>	<b>0,07</b>	<b>0,11</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,11</b>	<b>0,04</b>	<b>-68,94%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 10: Evolução média do índice Margem Líquida

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>Kroton</b>	-0,05	0,05	0,14	0,26	0,27	0,27	0,47	0,05	0,33	<b>590,56%</b>
<b>Unidas</b>	-0,16	-0,10	0,12	0,07	0,05	0,04	0,03	-0,05	0,04	<b>179,80%</b>
<b>Estácio Part.</b>	0,08	0,06	0,08	0,14	0,18	0,16	0,16	0,07	0,17	<b>129,32%</b>
Profarma	0,01	0,01	0,01	0,01	-0,02	-0,01	-0,01	0,01	-0,01	-206,43%
CPFL Renov.	-0,15	0,41	0,01	-0,05	-0,13	-0,03	-0,38	0,09	-0,18	-300,81%
Magnesita Ref.	0,04	0,04	0,03	0,02	-0,03	-0,31	0,09	0,04	-0,09	-325,54%
<b>Média geral</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,17</b>	<b>0,12</b>	<b>0,10</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,14</b>	<b>0,07</b>	<b>-45,45%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, em relação ao Índice Despesas Administrativas e Gerais, dez empresas (58,82%) apresentaram melhoria na média dos valores, destacando-se as empresas CPFL Renováveis, BR Malls e Magnesita Refratários. As demais empresas (41,18%) apresentaram uma piora na média de seus indicadores, com destaque para as empresas JSL, B2W e Profarma. A média geral das 17 empresas apresentou uma queda de 7,79% nesse indicador, indicando uma melhora na eficiência administrativa das empresas, já que a união das mesmas resultou em redução das despesas administrativas e gerais, gerando sinergias. Os valores estão detalhados no Quadro 11.

Observando-se apenas as empresas de TI, as mesmas apresentaram uma variação média pior (6,42%) em relação à variação média geral sem essas empresas (-12,72%).

Quadro 11: Evolução média do índice Despesas Administrativas e Gerais

Empresas	Anos							Média		Variação
	-3	-2	-1	0	1	2	3	Antes	Depois	
<b>CPFL Renov.</b>	0,40	0,32	0,10	0,09	0,09	0,06	0,10	0,27	0,08	<b>-69,43%</b>
<b>BR Malls</b>	0,15	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11	0,08	0,13	0,10	<b>-22,00%</b>
<b>Magnesita Ref.</b>	0,10	0,11	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08	0,10	0,08	<b>-19,61%</b>
JSL	0,06	0,07	0,09	0,08	0,09	0,09	0,10	0,07	0,09	28,63%
B2W	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,06	0,03	0,04	31,12%
Profarma	0,06	0,06	0,07	0,10	0,11	0,10	0,11	0,06	0,11	66,98%
<b>Média geral</b>	<b>0,13</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>-7,79%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Dessa forma, dos nove índices analisados, apenas três apresentaram melhoria na média de todas as 17 empresas analisadas na amostra (Liquidez Geral, Qualidade da Dívida e Despesas Administrativas e Gerais). Destaca-se de forma positiva a empresa Kroton, presente entre as três primeiras empresas que mais evoluíram com a F&A em sete índices. Destacam-se de forma negativa as empresas Profarma e Magnesita Refratários, estando a primeira presente em sete índices nas últimas colocações e a segunda em seis índices na mesma situação.

Analisando-se de outra forma, observa-se que em três índices (Quantidade da Dívida, Qualidade da Dívida e Despesas Administrativas e Gerais) houve mais de 50% das empresas com melhoria em seus resultados após a F&A.

Em relação ao desempenho das empresas da área de TI (SeniorSolution e Linx), as mesmas apresentaram melhoria após a F&A em seis índices (Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Quantidade da Dívida, Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Margem Líquida), em relação às empresas dos demais setores. Isso confirma a hipótese apresentada nesse trabalho, de que as empresas de TI possuem um melhor desempenho após a atividade de F&A do que as empresas de outros setores, dentre outros motivos por estarem na liderança do número de operações realizadas no Brasil nos últimos anos, o que sugere ser a F&A uma boa estratégia de crescimento para esse setor.

## 5. CONCLUSÕES

Esse artigo teve por objetivo analisar o desempenho das empresas que passaram por processos de F&A, observando-se os valores dos índices econômico-financeiros antes e após a realização da atividade. Houve um destaque para o desempenho das empresas da área de TI, em virtude das mesmas estarem à frente em número de F&A realizadas no Brasil nos últimos anos.

Na média geral, as empresas tiveram uma redução no desempenho após a F&A na maioria dos índices analisados. Porém, considerando-se a pequena amostra utilizada no estudo e a repetição de algumas empresas tanto nas primeiras quanto nas últimas colocações, observa-se que houve atividades de F&A que se destacaram no mercado de forma positiva ou negativa, influenciando o desempenho geral da amostra analisada.

Sobre a análise da liquidez, a redução do desempenho no índice de liquidez corrente após a F&A pode indicar um aumento na quantidade de recursos de curto prazo necessários

para a reestruturação da empresa após o processo. Considerando-se todo o passivo (liquidez geral), as empresas conseguem uma recuperação, aumentando a capacidade de honrar seus compromissos após a F&A. O resultado apresentou-se em parte semelhante ao de Camargos e Barbosa (2005), em que os indicadores de liquidez tiveram piores resultados.

Em relação à análise do endividamento, a melhoria no desempenho dos dois índices de endividamento (Qualidade e Quantidade da Dívida) pode indicar um maior poder de barganha com as instituições financeiras que emprestam recursos, pois, com a F&A, a empresa se torna maior em tamanho e recursos. Os resultados apresentaram-se um pouco diferente do de Camargos e Barbosa (2005), pois nesse último trabalho apenas um dos três índices analisados pelos autores apresentou melhoria.

Sobre a análise da rentabilidade, a piora no desempenho geral dos três índices (Giro do Ativo, Retorno sobre o Ativo e Retorno sobre o Patrimônio Líquido) é o resultado mais controverso do estudo, pois pode indicar uma piora na situação financeira das empresas após a F&A. Além disso, os resultados foram divergentes aos encontrados por Camargos e Barbosa (2005). A explicação pode ser de que o período analisado ainda é considerado curto para esse tipo de análise.

Por fim, analisando-se os dois índices de sinergia (Margem Líquida e Despesas Administrativas e Gerais), observou-se uma piora na média geral do primeiro índice e uma melhora na média do segundo índice. O primeiro resultado é reflexo do desempenho ruim dos índices de rentabilidade e o segundo resultado pode indicar redução nas despesas oriunda de enxugamento da estrutura e da união de processos e atividades em comum nas empresas resultantes.

Analisando-se de maneira separada o desempenho das empresas da área de TI, as mesmas apresentaram melhoria após a F&A em seis índices (Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Quantidade da Dívida, Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Margem Líquida), em relação às empresas dos demais setores, inclusive em índices que a média geral não conseguiu melhoria, como no caso dos de rentabilidade. Isso pode indicar que as empresas desse ramo vêm uma fusão ou aquisição como uma boa estratégia de crescimento e expansão das atividades.

Salienta-se que os resultados não podem ser generalizados para todos os processos de F&A realizados no período, haja vista a pequena amostra utilizada, mas serviu como fonte de informações a respeito do desempenho de algumas empresas que se destacaram nos processos de forma positiva ou negativa, destacando-se que nem sempre o desempenho é superior após a realização da atividade de fusão ou aquisição. Como as consequências são incertas, esse tipo de atividade deve ser antecedido por um rico e longo planejamento por parte da cúpula estratégica da empresa.

## REFERÊNCIAS

AL-SHARKAS, A. A.; HASSAN, M.K.; LAWRENCE, S. The impact of mergers and acquisitions on the efficiency of the U.S. banking industry: further evidence. **Journal Of Business Finance & Accounting**, Somerset, v. 35, n. 1-2. p. 50-70. Jan./Mar. 2008.

BATISTA, C. N.; PESSANHA, G. R. G.; GONÇALVES, L. R.; NOGUEIRA, L. R. T.; CANDIDO, M. S. Impactos das fusões e aquisições na rentabilidade das empresas

adquirentes: uma análise do setor de tecnologia da informação brasileiro no período de 1994 a 2013. In: **Seminários em Administração (SEMEAD)**, 17, 2013, São Paulo. Anais... São Paulo, USP, 2013.

BARMEYER, C.; MAYRHOFER, U. The contribution of intercultural management to the success of international mergers and acquisitions: An analysis of the EADS group. **International Business Review**, 17, 28-38, 2008.

BERGMANN, D. R.; SAVOIA, J. R. F.; SOUZA, B. M.; MARIZ, F. Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**. São Paulo, v. 17, n. 56, p. 1105-1115, abr./jun. 2015.

BOUWMAN, C. H. S.; FULLER, K., NAIN, A. S. Stock market valuation and merger. **Sloan Management Review**. v. 45, n. 1, p. 9-11, Fall 2003.

CAMARGOS, M. A. de.; **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno, sinergias e risco**. Belo Horizonte, 2008. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Minas Gerais.

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, julho/setembro 2003.

\_\_\_\_\_. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de Sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado Brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, abril/junho 2005.

\_\_\_\_\_. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **RAE**, São Paulo, v. 49, n.2, abr./jun, p. 206-220, 2009.

CARMELINK, J. OOGHE, H. LANCGHE, T. D. Pre-acquisition profile of privatey held companies involved in take-overs: an epirical study. **Small Business Economics**, Heidelberg, v. 24, p. 169-186, 2005.

CONKLIN, D. W. Cross-border mergers and acquisitions: A response to environmental transformation. **Journal of World Business**, 40, 29-40. 2005.

EREL, I., LIAO, R. C., & WEISBACH, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. **The journal of Finance**, 67(3), 1045-1082.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

FEITOSA, M. J. S.; SILVA, M. E.; FIRMO, L. A. Fusões e aquisições empresariais no contexto brasileiro: o caso da oi e brasil telecom. **Revista Razão Contábil e Finanças**, v. 2, n. 1, 2011.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, Apr. 1983.

KPMG. Disponível em: < <https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2016/05/fusoes-aquisicoes-1trim-2016.html> > Acesso em: 15 jul. 2016.

LEMES JÚNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas trabalhistas**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

MALAGA, F. K. Estudo do risco sistêmico das empresas resultantes de fusões e aquisições e as expectativas dos investidores e dos gestores. São Paulo, 2007. **Tese (Doutorado)** - Universidade de São Paulo.

MARION, J. C. Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MOTTA, L. F. J.; OLIVEIRA, P. V. C.; CAVAZOTTE, F. S. C. N.; PINTO, A. C. F. Criação de Valor em Fusões e Aquisições Brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**, Belo Horizonte, v. 12 n. 4 p. 100-119 ou./dez. 2013.

PESSANHA, G. R. G.; CALEGARIO, C. L. L.; SÁFADI, T.; AZARA, L. N. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo, v. 13, nº 5, set/out. 2012.

ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das Fusões e Aquisições na Indústria Brasileira na Década de 90: a Ótica das Empresas Adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 5, p. 25-51, 2001.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, F. J. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

WOOD JR. T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **RAE**, São Paulo, v.2, n. 4, Nov. 2003/jan., p. 41-45, 2004.