



Contextus – Revista Contemporânea de Economia e
Gestão
ISSN: 1678-2089
ISSN: 2178-9258
context@ufc.br
Universidade Federal do Ceará
Brasil

Mitre Filho, Marcelo; Aparecido de Albuquerque, Andrei; Augusto Santana da Paixão, Michel
ANÁLISE DA CRIAÇÃO DE VALOR EM UMA OPERAÇÃO
DE LEVERAGED BUYOUT (LBO) NO BRASILBrasil
Contextus – Revista Contemporânea de Economia
e Gestão, vol. 15, núm. 1, 2017, -, pp. 149-171
Universidade Federal do Ceará
Brasil

DOI: <https://doi.org/10.19094/contextus.v15i1.932>

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=570761053007>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org

redalyc.org
UAEM

Sistema de Informação Científica Redalyc

Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal

Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa
acesso aberto

ANÁLISE DA CRIAÇÃO DE VALOR EM UMA OPERAÇÃO DE LEVERAGED BUYOUT (LBO) NO BRASIL

ANALYSIS OF VALUE CREATION IN A LEVERAGED BUYOUT (LBO) OPERATION IN BRAZIL

ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN UNA OPERACIÓN DE LEVERAGED BUYOUT (LBO) EN BRASIL

Marcelo Mitre Filho

Bacharel em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de São Carlos, Brasil
mmitrefilho@gmail.com

Andrei Aparecido de Albuquerque

Doutor em Administração de Organizações e mestre em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo/FEA-RP / Docente do Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Federal de São Carlos, Brasil
andrei@dep.ufscar.br

Michel Augusto Santana da Paixão

Doutor e mestre em Economia Aplicada pela Universidade de São Paulo/ESALQ / Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual Paulista, Brasil
michelfeiradesantana@gmail.com

Contextus

ISSN 2178-9258

Organização: Comitê Científico Interinstitucional

Editor Científico: Carlos Adriano Santos Gomes

Avaliação: double blind review pelo SEER/OJS

Edição de texto e de layout: Carlos Daniel Andrade

Recebido em 15/02/2017

ACEITO EM 12/09/2017

2^a versão aceita em 25/09/2017

Resumo

Fazendo uso de um modelo de negócio baseado na aquisição de empresas com potencial de crescimento, os fundos de private equity desenvolveram ferramentas de aquisição que otimizam o valor dos investimentos para seus acionistas, através das leveraged buyouts (LBOs). Este trabalho teve como objetivo verificar se houve criação ou destruição de valor em uma operação de LBO no mercado brasileiro. Para tanto foi observado um caso de uma operação de aquisição de empresa utilizando LBO que teve seu ciclo completado, desde a aquisição até o desinvestimento, no período entre 2009 e 2013. Foi utilizado o Economic Value Added (EVA®) como medida de criação de valor. Os resultados encontrados indicam evidências inconclusivas quanto à destruição do valor em uma operação de LBO nacional, considerando outros possíveis elementos responsáveis pelo indicador EVA® negativo.

Palavras-chave: Geração de Valor. Leveraged Buyout. LBO. Private Equity. Economic Value Added.

Abstract

Using a business model based on the acquisition of companies with growth potential, private equity funds have developed acquisition tools that optimize the value of investments for their shareholders through leveraged buyouts (LBOs). This paper aims to verify if there was value creation or destruction in an LBO operation in the Brazilian market. To study this issue, a business acquisition operation using LBO was observed. The completed operation—from acquisition to divestment—occurred between 2009 and 2013. Economic Value Added (EVA®) was used as the value creation measure. The findings provided inconclusive evidence regarding the destruction of value in a national LBO operation, indicating that other elements may be responsible for the negative EVA® indicator.

Keywords: Value Creation. Leveraged Buyout. LBO. Private Equity. Economic Value Added.

Resumen

Utilizando un modelo de negocio basado en la adquisición de empresas con potencial de crecimiento, los fondos de capital privado han desarrollado herramientas de adquisición que optimizan el valor de inversiones para sus

accionistas a través de compras apalancadas (LBO). Esta investigación tuvo como objetivo verificar la creación o la destrucción de valor en una operación de LBO en el mercado brasileño. Para estudiar este problema, se ha observado un caso de una operación de adquisición de empresa con LBO. La operación completa – desde la adquisición hasta su liquidación – ocurrió entre 2009 y 2013. El Economic Value Added (EVA®) fue utilizado como la medida de creación de valor. Los resultados encontrados indican evidencias no concluyentes de acuerdo a la destrucción del valor en una operación de LBO nacional, indicando que otros elementos pueden ser responsables del indicador

Palabras clave: Creación de Valor. Leveraged Buyout. LBO. Private Equity. Economic Value Added.

1 INTRODUÇÃO

Caracterizada como forma de integração internacional da economia real com a economia monetária, a globalização resulta tanto de políticas de liberalização dos fluxos globais de comércio, quanto do desenvolvimento da tecnologia da informação, possibilitando maiores fluxos de capitais e investimentos (SAVÓIA, 1996). Para Krugman e Obstfeld (2010), esse processo originou o mercado internacional de capitais, que consiste na comercialização de ativos financeiros por residentes de diversos países fortemente integrados.

A integração financeira mundial ampliou a competição, fazendo as empresas buscarem aumentar seu *market share* em ambientes vistos como promissores, quer com uma participação maior em mercados já atuantes, quer com a prospecção de novas oportunidades. Assim, a expansão e internacionalização da produção exigiu a presença de um forte mercado internacional de capitais, em que as indústrias abrem o seu capital obtendo os recursos de que necessitam.

Dentro desse arcabouço, alternativas de sobrevivência frente à crescente competição internacional têm feito as empresas demandarem recursos para suas necessidades de investimento, especialmente aquelas com restrições na captação de recursos, tais como empresas oriundas de países emergentes (BRUNI, 2002). Dessa forma, a necessidade de financiamento tem sido suprida pela globalização financeira do capital e de seus agentes, com destaque para os bancos e fundos de investimentos, que atualmente desenvolvem importante papel, especialmente, nos novos empreendimentos e planos das companhias (GRINBLATT; TITMAN, 2005).

Um exemplo dessas fontes de financiamento são os *private equities*, que adquirem, reformulam e vendem empresas com potencial de crescimento e expectativas de ganho, mas em dificuldades financeiras devido à forte concorrência internacional (LERNER, 2008). Buscando retornos financeiros favoráveis, os fundos de *private equity* fazem uso de práticas financeiras diferenciadas como, por

exemplo, aquisições alavancadas, conhecidas como *leveraged buyouts* (LBO) (KAPLAN; STROMBERG; 2008). As LBOs se baseiam no endividamento como grande parte do pagamento de uma transação de fusão e aquisição (F&A), sendo a empresa adquirida responsável pelo pagamento da dívida. Utilizando-se de uma LBO para adquirir uma empresa, os gestores do fundo de *private equity* podem minimizar o impacto das operações em seu fluxo de caixa e seu patrimônio líquido, de modo a minimizar o investimento e otimizar o retorno.

Tal operação tornou-se prática usual de muitos desses fundos, gerando retornos promissores, mas também falência de empresas adquiridas. Nos últimos anos, o mercado brasileiro se tornou alvo dos fundos de *private equity*, vivendo momentos de expansão do setor de gestão de investimentos alternativos e, posteriormente, tornando-se alvo de tentativas de aquisições alavancadas (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, 2011).

Sendo mais consolidado em mercados como o norte-americano e o europeu, a LBO se tornou um meio expressivo de adquirir empresas com reduzido investimento e vem marcando presença maior no Brasil. Nesse sentido, a

questão norteadora desta pesquisa pode ser descrita assim: é possível que uma operação de LBO no mercado brasileiro crie valor? Considerando todas as peculiaridades de uma economia em desenvolvimento e, mais especificamente, do mercado brasileiro, essa questão motiva a elaboração deste trabalho, que tem como objetivo verificar se houve criação ou destruição de valor em determinada operação de LBO no mercado brasileiro. A resposta da questão-problema e o alcance do objetivo suprirão uma necessidade de entendimento acerca do tema, ainda pouco explorado na literatura nacional.

Como justificativas para este trabalho, pode-se afirmar que compreender os resultados de operações semelhantes em uma economia em desenvolvimento como a brasileira permitirá aos gestores mais informações para uma correta tomada de decisões. Ao mesmo tempo, surge no campo acadêmico mais uma possibilidade de pesquisa em um mecanismo financeiro ainda não tão difundido no mercado brasileiro. Além disso, é pertinente para os órgãos reguladores atentarem aos impactos de operações desse tipo em nosso mercado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Os fundos de *private equity*

Para Lerner (2008), investimentos em *private equity* são aqueles definidos como estratégias que buscam a participação em empresas privadas com potencial e expectativa de crescimento, sendo também uma classe de ativos com baixa liquidez, porém com potencial de valorização do capital e diversificação a longo prazo, diferentemente daqueles usualmente oferecidos em mercados públicos.

Os fundos de *private equity* buscam obter participação acionária em empresas, semelhantemente aos investidores que compram ações. No entanto, ao contrário das ações, os alvos dos investimentos de capital de tais fundos, usualmente, não estão listados ou negociados em mercados públicos. Com frequência, as empresas de *private equity* estão mais diretamente envolvidas com a gestão do negócio do que como um acionista convencional propriamente dito (KAPLAN; SCHOAR, 2006).

De maneira geral, as firmas de *private equity* se constituem por investidores e gestores que investem diretamente em empresas abertas, comprando ações na bolsa de valores e fechando o seu capital. No entanto, também

é possível adquirirem empresas de capital fechado. Os investidores e gestores entendem ser possível auferir retornos acima da média durante a fase de desinvestimento, ao alocarem seu capital nas empresas-alvo, com potencial e expectativa de crescimento e ganho, e ao atuarem com uma gestão eficiente e/ou com investimentos em produtividade (PEARL; ROSENBAUM, 2008).

O perfil de empresas que se encaixam nessa modalidade são as que possuem equipes sólidas de gestão, clientes recorrentes, margens elevadas, balanço patrimonial organizado e capacidade significativa de gerar fluxo de caixa. Assim, o lucro é gerado a partir do desinvestimento do capital empregado, podendo ocorrer de diversas formas, entre elas através da abertura de capital da empresa adquirida, tornando-a pública novamente, ou por meio da venda para um comprador estratégico ou, ainda, para outro fundo de investimento (KAPLAN; SCHOAR, 2005).

Para Axelson, Stromberg e Weisbach (2009), tais fundos se tornaram importantes *players* na economia global, movimentando significativo volume de investimentos, descentralizando esses recursos dos EUA para o resto do mundo.

Para a PricewaterhouseCoopers¹ (2013), o Brasil vem figurando como o maior mercado de *private equity* da América Latina. De acordo com dados de monitoramento do mercado financeiro global da agência Thomson Reuters, o país recebeu, em 2012, um investimento aproximado de US\$ 8,3 bilhões, equivalendo a 72% dos investimentos realizados na América Latina por meio de *private equity*.

Entre 2005 e 2009, quase US\$ 28 bilhões em capital de investimento foram arrecadados para o país. O capital comprometido da indústria brasileira de *private equity* em 2008 representava 1,8% do produto interno bruto (PIB), contra 1% em 2004. Porém esse número ainda é modesto se equiparado à média mundial de 3,7%. Comparando-o com países como EUA e Inglaterra, dois países com décadas de tradição em *private equity*, a proporção do capital comprometido em relação ao PIB equivale a 3,7% e 4,7% respectivamente. Em 2009, o capital comprometido de *private equity* no Brasil, aumentou para 2,33% em relação ao PIB (FGV, 2011).

Em 2010, a maior participação dos fundos de *private equity* no Brasil, correspondendo a aproximadamente

metade de toda a atividade, foram com as F&A.

Em suma, mesmo que o intenso crescimento do mercado de *private equity* seja perceptível, o Brasil ainda possui grande capacidade de expansão (PwC, 2013). Com recursos significativos para investir e com o objetivo de transformar setores da economia brasileira, os investidores de *private equity* têm se tornado uma força significativa no mercado nacional, trazendo inovações e dinamismo para a economia. Baseando-se na evolução do mercado de capitais brasileiro, é possível ainda argumentar que a estabilidade, crescimento, bem como a credibilidade na economia global tornam o Brasil um lugar atraente para investir no presente, tornando-se alvo de grandes fluxos de capitais e investimentos internacionais (PwC, 2013; ERNST YOUNG, 2014). No entanto, frente às instabilidades político-econômicas que o Brasil vem enfrentando, fica difícil inferir algo sobre o futuro desses fundos, haja vista a necessidade de um ambiente institucional seguro para o seu desenvolvimento, crescimento e consolidação. Nesse sentido, há um cenário para *private equity* diferente, por exemplo, do exposto para a Ásia por Hung e Tsai (2016).

¹ A partir daqui, será utilizada a abreviatura PwC para referir-se à PricewaterhouseCoopers.

2.2. As operações de *leveraged buyouts* (LBO)

A LBO consiste na aquisição de uma empresa, divisão, negócio ou conjunto de ativos (“empresa-alvo”) usando dívida para financiar a maior parte do preço de compra, enquanto o restante do valor é financiado através do uso do capital próprio de um patrocinador financeiro (“patrocinador”). O patrocinador financeiro consiste, usualmente, nos fundos de *private equity*, que investem um percentual pequeno de seu capital próprio, quando comparado com o valor total da aquisição (“alvo”), e utilizam alavancagem (emprestimos ou outras fontes financeiras de endividamento) para financiarem o restante do valor pago ao vendedor. Muitas vezes, os ativos da empresa a ser adquirida são dados como garantia para os empréstimos, além dos ativos da empresa adquirente (KAPLAN; STROMBERG, 2008; PEARL; ROSENBAUM, 2008). Os LBOs ganharam maior notoriedade na década de 1980 após a aquisição alavancada da RJR Nabisco (KAPLAN; STROMBERG, 2008).

O objetivo das aquisições alavancadas é permitir que entidades financeiras possam realizar um considerável volume de aquisições sem comprometerem uma ampla fatia de seu

patrimônio e capital próprio (CUMMING; SIEGEL; WRIGHT, 2007). Segundo Hung e Tsai (2016), o uso das LBOs, bem como dos demais instrumentos de *private equity*, intensificaram-se nos mercados financeiros pós-crise de 2008.

Com a LBO, os compradores buscam maximizar o valor da empresa adquirida para seus investidores, através da criação e do fortalecimento da mesma, tornando-a mais rentável. Isso se dá via sinergias financeiras e operacionais do fundo de investimento e da empresa adquirida (SHOURUM; HOTCHIKISS, 2008). A expectativa com a realização das aquisições alavancadas é que o retorno gerado a partir da aquisição seja maior do que os juros pagos sobre a dívida realizada para a compra. Em outras palavras, os retornos compensam o alto grau de endividamento realizado, ao passo que o risco do comprador é minimizado devido ao uso de uma pequena parcela de seu capital próprio no investimento (PEARL; ROSENBAUM; 2008).

De acordo com Pearl e Rosenbaum (2008), a forma mais comum de obter um empréstimo para o pagamento da dívida é através do uso dos ativos da companhia-alvo, agindo como colateral da operação, de forma que seus ativos sejam considerados como garantia caso não seja possível para o

comprador realizar o pagamento dos juros e a amortização da dívida.

O fundo de *private equity* faz uso do fluxo de caixa futuro da companhia adquirida para saldar o empréstimo contraído. Entretanto, quando este não é suficiente, parte-se para a venda de uma parcela da companhia para quitar o restante do montante emprestado (KAPLAN; STROMBERG, 2008).

Para conduzir uma LBO, o comprador deve certificar-se de que os ativos da companhia-alvo são adequados como garantia para o empréstimo necessário para a aquisição. O fundo de *private equity* também deve analisar e realizar previsões financeiras para assegurar-se de que a companhia-alvo vai tanto gerar caixa suficiente para cobrir os pagamentos de juros e do principal da dívida, quanto, simultaneamente, ser capaz de gerar retorno ao investimento realizado pelos acionistas (KAPLAN, 1990; ACHLEITNER; BOCK; TAPPEINER, 2012). Em alguns casos, manter o fluxo de caixa ideal pode ser um desafio, se a equipe de gestão da companhia-alvo sair após a aquisição, dificultando a concretização da sinergia prevista.

Tão logo o comprador determine a viabilidade da LBO, inicia-se a busca por fontes de financiamento para o projeto. Em

alguns casos, o financiamento provém de um ou mais bancos comerciais ou de investimentos; em outros, o comprador emite títulos de dívida no mercado aberto. Visto que a operação oferece uma entidade com elevada proporção de *debt/equity* (podendo chegar a 90% de dívida, 10% de patrimônio líquido), os títulos emitidos geralmente são avaliados com um baixo grau de investimento, possuindo baixa liquidez e alta volatilidade (PEARL; ROSENBAUM, 2008).

As empresas de *private equity*, com frequência, levantam o dinheiro de forma específica para realizar as aquisições alavancadas. Em tal situação, os fundos possuem grande volume de recursos de capital próprio e emprestarão a maior parte do dinheiro necessário para a aquisição da empresa-alvo. Muitos fundos de LBO funcionam como divisões de grandes bancos tais como o *JP Morgan* ou de empresas de *private equity* como o *Carlyle Partners* e o *Blackstone Capital Partners* (KAPLAN; STROMBERG, 2008).

Geralmente, essas divisões de *private equity* realizam o desinvestimento da empresa adquirida por meio de sua venda direta ou pela abertura de suas ações no mercado de capitais. Esse processo comumente ocorre em um período de cinco a dez anos após a compra, com a

expectativa, muitas vezes, de ganhos de 15% a 25% anualmente e com o pagamento da dívida contraída no período (KAPLAN; STROMBERG, 2008). Entretanto, a venda nem sempre significa liquidação total do débito, existindo, em alguns casos, a necessidade de se oferecerem novas ações ao público de modo a captar recursos para o pagamento da dívida. Tal processo, quando ocorre, é classificado por Cohn, Mills e Towery (2014) como uma operação de LBO reversa.

2.3. A geração de valor descrita pelo *economic value added (EVA®)*

Para Assaf Neto (2008), essencialmente, as empresas devem sinalizar que são competitivas e que geram valor. Para que isso ocorra, elas precisam ser capazes de avaliar e transmitir aos acionistas, de maneira eficiente, a criação ou a destruição de valor. Frente a essa realidade, Saurin (2000) afirma que índices contábeis tais como o retorno sobre o investimento (ROI) ou o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) podem falhar em sinalizar verdadeiramente a criação de riqueza para as empresas.

Segundo Rappaport (2001), as aplicações do conceito de valor para o acionista até a década de 1990 baseavam-se, principalmente, na avaliação de

investimentos de capital e precificação de aquisições com o uso de modelos de fluxo de caixa descontado. Atualmente, as empresas buscam incorporar ao planejamento e à avaliação geral do desempenho de seus negócios medidas de valor para o acionista, de forma a exibir a verdadeira geração de valor em suas operações e utilizá-las tanto no seu gerenciamento quanto como indicador de desempenho da empresa.

Assaf Neto (2004) concorda que o valor é uma medida mais completa, argumentando que seu cálculo leva em consideração: a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento. Em vista da necessidade de definir como o valor é gerado por uma operação, Assaf Neto (2008) propõe uma equação, considerando a ocorrência da criação de valor “quando as receitas operacionais superarem todos os dispêndios (custos e despesas) incorridos, inclusive o custo de oportunidade” (ASSAF NETO, 2008, p. 179). Ou seja, haverá criação de valor quando o retorno gerado for maior que o custo de oportunidade do capital investido pelos acionistas na empresa.

A fim de obter uma forma mais precisa de mensurar e quantificar o valor gerado ou destruído nas operações

realizadas, o valor econômico agregado – EVA® (*economic value added*, em inglês) vem como uma tentativa de medir a criação de valor da empresa (MARTINS, 2006). O EVA® é uma medida de avaliação de desempenho patenteada pela consultora de valor Stern Stewart & Co e considerada uma métrica precisa para calcular o valor criado (ASSAF NETO, 2008; MARTINS, 2006).

Para Martins (2006), o destaque dado a essa medida valorativa vem do reconhecimento de que a geração de lucro não necessariamente cria riqueza para os acionistas, devendo ocorrer a superação do nível do custo de capital para que haja uma

maximização do retorno dos investimentos dos acionistas. Esse entendimento é semelhante ao de Saha, Ahmad e Yeok (2016), que afirmam que o EVA® é o lucro que excede o custo do capital empregado ajustado pelo risco.

Nesse sentido, o cálculo do EVA® envolve o lucro operacional após impostos (NOPAT), o custo de capital da empresa (WACC) e o capital investido pela empresa, conforme exposto pela equação 1 apresentada por Ehrbar (1999, p. 2), O’Byrne (1999, p. 92) e Assaf Neto (2004, p. 188).

$$EVA^{\circledR} = NOPAT - (WACC \times Capital\ Investido) \quad (1)$$

O objetivo da equação 1 é determinar a verdadeira criação de valor, uma vez que o NOPAT exclui os encargos financeiros decorrentes das decisões de financiamento da empresa, além de excluir despesas e receitas não operacionais, podendo ser entendido como o lucro operacional depois dos impostos e depreciação, como se a empresa fosse totalmente financiada por capital próprio (sem endividamento) (DAMODARAN, 2002; ASSAF NETO, 2008).

Apesar da equação do EVA® ser usual, ela apresenta um alto grau de complexidade, pois há a necessidade de se

efetuar alguns ajustes no NOPAT bem como no capital investido, de modo a refletir o real valor gerado pelas operações da empresa analisada (ASSAF NETO, 2008). Pérez (2000) defende a existência de quatro classes gerais de possíveis ajustes para uma melhor expressão do valor gerado: a) ajustes da base de caixa para a base econômica; b) ajustes da base de competência para a base de caixa; c) ajustes de eventos não recorrentes; e d) ajustes de itens não operacionais. Além disso, Albuquerque e Valle (2015) complementam que o cálculo do custo de capital, especialmente em economias em

desenvolvimento, torna-se outro fator complexo para apurar o EVA®, o que distingue este marcadamente das tradicionais medidas da contabilidade, tal como o lucro. Basso, Oliveira e Kayo (2008) discorrem sobre outros possíveis ajustes contábeis para apurar essa medida no contexto brasileiro.

3 METODOLOGIA

Este trabalho baseia-se em uma pesquisa descritiva e explicativa, de natureza qualitativa, a fim de analisar a criação ou destruição de valor de determinada operação de LBO no mercado brasileiro. A seleção da empresa estudada iniciou-se com uma busca, em sítios eletrônicos especializados em fusões e aquisições internacionais e nacionais, por operações de aquisições alavancadas ocorridas no Brasil. Devido a restrições envolvendo a disponibilidade de dados especializados em fusões e aquisições, tais como elevadas taxas de adesão, a busca restringiu-se a um espaço amostral. Utilizando-se do relatório anual publicado pela consultoria Prequin, podem-se definir os dez maiores fundos globais de *private equity* no mundo em 2013. Dentro desse universo, determinou-se quais fundos operavam no mercado brasileiro, resultando

em dois: o Blackstone Group e o Carlyle Group.

A segunda etapa da pesquisa consistiu em uma busca qualitativa das operações que haviam sido executadas por tais fundos no mercado brasileiro, procurando informações sobre quais operações de aquisição e de LBO foram realizadas. Verificou-se então que o Carlyle Group, segundo maior fundo de *private equity* do mundo, de acordo com a Prequin, em termos de ativos sob gestão, possui um fundo dedicado exclusivamente a operações de LBO no mercado da América Latina. Dentro desse universo e a partir de dados obtidos da própria companhia, foi possível localizar uma operação de LBO realizada no Brasil, já desinvestida por meio de oferta inicial pública de ações (IPO: *initial public offering*, em inglês) da empresa adquirida, a Qualicorp Administradora de Benefícios. Tal critério foi utilizado para que fosse possível analisar a criação de valor em uma LBO durante o período em que o *private equity* manteve a companhia adquirida sob gestão e após sua abertura de capital para o mercado, observando-se as mudanças ocorridas em sua estrutura de capital e operações.

Os dados necessários para a análise apresentada a seguir foram obtidos através dos demonstrativos financeiros da empresa selecionada para o estudo, disponível em

seu sítio eletrônico. O método utilizado no tratamento e análise dos dados financeiros da Qualicorp foi composto por duas fases distintas. Primeiramente, foi aplicada a equação 1 nos dados obtidos e tratados dos demonstrativos financeiros da Qualicorp para avaliar a criação ou destruição de valor ao longo da execução da LBO e no período subsequente, em que o fundo de *private equity* manteve a participação na empresa adquirida. Nessa análise, buscou-se determinar a criação ou destruição de valor em três fases distintas: o período precedente à LBO, o período LBO e seu desinvestimento e, finalmente, o período pós-desinvestimento. Com isso, determinou-se quais foram as mudanças que a aquisição da Qualicorp por um investidor estrangeiro trouxe a sua estrutura de capital, quais foram os retornos aos seus acionistas e quais as mudanças ocorridas em suas operações. Posteriormente, foi realizada uma segunda análise, mais qualitativa, com o propósito de mensurar a evolução das operações e finanças da empresa adquirida por um comprador financeiro, visando possibilitar um melhor entendimento do contexto em que o indicador EVA® apurado foi positivo ou negativo.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Descrição da empresa e da transação de LBO

A Qualicorp foi fundada em 1997, com um quadro de mais de 1.800 colaboradores. Presente em todo o Brasil, com mais de 4,6 milhões de clientes ou beneficiários, consiste em uma prestadora de serviços de planos de saúde coletivos, negociando contratos com operadoras, a partir de soluções personalizadas para associações e entidades de classe. Além de atuar como corretora na comercialização desses planos, a Qualicorp também presta consultoria na gestão de benefícios na área de saúde. Atualmente é a maior administradora desses benefícios no país (QUALICORP, 2014).

Em maio de 2010, durante uma apresentação dos negócios nos EUA, fundos estrangeiros mostraram interesse em comprar uma participação na companhia. Após receber propostas de três deles, a oferta escolhida foi a do Carlyle Group, que se tornou acionista majoritário da empresa, com 70% das ações em julho de 2010 (QUALICORP, 2014). Segundo o Plancorp Merchant Bank (2013), na compra do controle da Qualicorp, o grupo Carlyle financiou 30% do valor do negócio (R\$ 1,3 bilhão). No ano seguinte, a Qualicorp abriu

o capital, valendo 72% a mais que o valor pago originalmente, mas o retorno do fundo – considerando apenas o valor sobre a parcela que efetivamente foi desembolsada, isto é, sem a dívida – chegou a quase 120% (PLANCORP, 2013).

A abertura de capital da empresa ocorreu inicialmente através de uma IPO coordenada pelo Bank of America Merrill Lynch, junto com o Credit Suisse, o Goldman Sachs e o Bradesco BBI. De acordo com a Reuters (2011), a oferta inicial ocorreu em julho de 2011, negociando 83,47 milhões de ações da bolsa de valores por um preço de R\$ 13,00 por ação, gerando um total de R\$ 1,085 bilhão de reais em capitalização para a empresa. E em abril de 2012, a Qualicorp realizou uma segunda oferta (*follow on*). Nesta, a ação da companhia custava R\$ 16,50 e movimentou R\$ 758,5 milhões, de acordo com dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A oferta envolveu cerca de 46 milhões de ações vendidas pelos sócios controladores, entre eles o grupo de *private equity* Carlyle Group (QUALICORP, 2013).

Antes da realização da IPO, o Carlyle Group detinha 70% do capital da empresa, reduzindo sua participação, após abri-lo, para cerca de 40%. Em abril de 2012, após a segunda oferta, o Carlyle Group diminuiu ainda mais a participação, chegando a 23%, e liquidou o restante das

ações em dezembro do mesmo ano, com venda direta na bolsa de valores (CARLYLE GROUP, 2014).

4.2. Dados utilizados para as análises propostas

Os dados financeiros utilizados para a análise compreendem o período de 2009 a 2013. Foram obtidos dos documentos financeiros exigidos pela CVM a todas as empresas com ações negociadas na bolsa de valores, tais como os *press releases*, contendo as informações financeiras trimestrais da companhia, e os relatórios anuais, com análise das mudanças financeiras e operacionais ocorridas na companhia durante o período de um ano. Esses documentos destacam os fatos mais relevantes da gestão fornecendo informações necessárias para seus acionistas avaliarem o desempenho da Qualicorp ao longo do período. Assim, foi possível levantar um intervalo de cinco anos de dados financeiros da Qualicorp e analisar todo o período pré-investimento do fundo Carlyle Group, enquanto a companhia ainda era privada. Também se pôde analisar: o período da operação de LBO, a incubação da empresa no fundo de *private equity* e, posteriormente, o período de desinvestimento, realizado pela IPO e ofertas secundárias decorrentes.

4.3 Análise de criação de valor com o auxílio do método EVA®

Fazendo uso dos demonstrativos financeiros, conforme descrito na seção anterior, e da equação 1, iniciou-se o estudo sobre a geração ou destruição de valor da LBO ocorrida na companhia Qualicorp.

Para determinar o EVA® gerado pela empresa entre 2009 a 2013, foi necessário calcular o NOPAT, o WACC e o capital investido.

O cálculo do NOPAT está discriminado na tabela 1.

Tabela 1 – Cálculo do NOPAT (milhões de R\$)

Cálculo do NOPAT	2009	2010	2011	2012	2013
Receita líquida	309	470	676	921	1.200
(-) Custos operacionais	76	120	180	246	306
(=) Lucro bruto	233	350	496	674	894
(-) Despesas	151	201	269	376	464
(-) Depreciação e amortização	4	21	130	162	177
(=) Lucro operacional (EBIT)	78	128	97	135	252
(-) Imposto de renda e contribuição social	37	58	56	47	16
(=) NOPAT	41	70	41	90	237

Fonte: elaboração própria.

Pode-se notar a ausência das despesas e receitas financeiras geradas pela empresa durante o período, nos termos de Young (1999), uma vez que o NOPAT consiste em uma medida de desempenho operacional, não devendo sofrer os efeitos das decisões financeiras da companhia, mas delimitando o verdadeiro valor gerado pelas operações, que é o objetivo dos ajustes propostos pelo indicador EVA®.

Em seguida, procedeu-se ao cálculo da variável que expressa o custo de capital da empresa, discriminado na tabela 2. O *weighted average cost of capital* (WACC) é uma média do custo de capital de terceiros e do custo de capital próprio, ponderando-os com suas respectivas parcelas na estrutura de capital da empresa.

Tabela 2 – Cálculo do custo de capital (WACC)

Custo de capital de terceiros	Custo de capital próprio
Despesas financeiras 348,9 (milhões de R\$)	US taxa livre de risco (10-yr. bond Yield) 2,6%
Dívidas 2.057,1 (milhões de R\$)	Risco-país Brasil 2,0%
Imposto de renda 34%	Beta 1,30
Custo de capital de terceiros 11,2%	Taxa prêmio de risco do mercado 6,8%
Porcentagem de dívida 27,1%	Porcentagem de capital próprio 72,9%
Custo do capital (WACC) = 12,8%	

Fonte: elaboração própria.

O custo de capital de terceiros foi calculado pela razão entre as despesas financeiras e a dívida total acumulada ao longo do período analisado, subtraindo-se o efeito tributário dos empréstimos. O custo de capital próprio, por sua vez, foi obtido do modelo CAPM, sendo a taxa livre de risco dada pelo título de dívida pública americano com maturidade de 10 anos (disponível no Bloomberg), onde o beta da companhia também está disponível no software Bloomberg, e o risco-país é dado pela série Emerging Market Bond Index- Brazil, desenvolvida pelo banco norte-americano J.P. Morgan, enquanto a taxa prêmio do mercado obtida está descrita nas séries calculadas pelo Ibbotson Associates.

Finalmente, em posse do custo de capital próprio e do custo de capital de terceiros, assim como de suas porcentagens médias ao longo do período analisado, foi possível obter o WACC da Qualicorp ao longo de 2009 a 2013 (em %).

A terceira variável necessária foi o capital investido, apresentado na tabela 3. O cálculo se baseou nos valores do patrimônio líquido, da dívida total empregada na companhia (tanto de curto quanto de longo prazo), do caixa e equivalentes e dos ajustes necessários propostos pelo método EVA®, referindo-se estes à participação dos sócios minoritários incorporados ao patrimônio líquido da empresa.

Tabela 3 – Cálculo do Capital Investido (milhões de R\$)

Cálculo do Capital Investido	2009	2010	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	134	1.509	1.944	1.997	2.010
(+) Dívida de Curto Prazo	-	13	76	105	110
(+) Dívida de Longo Prazo	-	400	296	466	591
(-) Caixa e equivalentes de caixa	69	146	382	143	356
(+) Ajustes	-	-	-	(5)	5
(=) Capital Investido	65	1.776	1.934	2.420	2.360

Fonte: elaboração própria.

Assim, com o NOPAT, o custo de capital (WACC) e o capital investido da empresa, utilizados na equação 1, obteve-se o EVA®, observando a ocorrência de

criação e/ou destruição de valor durante o ciclo de LBO e posterior desinvestimento. A tabela 4 apresenta os resultados para o EVA®.

Tabela 4 – Cálculo do EVA® (milhões de R\$)

Cálculo do EVA®	2009	2010	2011	2012	2013
NOPAT	41	70	41	90	237
WACC	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Capital Investido	65	1.776	1.934	2.420	2.360
EVA®	32,68	(157,33)	(206,55)	(219,76)	(65,08)

Fonte: elaboração própria.

Considerando que o EVA® depende primordialmente de três elementos, conforme a tabela 4, nota-se uma evolução considerável do capital investido no período analisado. Essa evolução traduziu-se em uma situação em que o resultado gerado pelas operações demonstrou-se insuficiente para cobrir o custo do capital empregado na companhia, não remunerando suficientemente o investimento e causando um EVA® negativo a partir de 2010, até 2013.

4.4 Análise do resultado obtido da operação de LBO

Com base na tabela 4, é possível inferir que, momentos antes da operação de LBO, a Qualicorp criou valor para seus investidores, como se observa em 2009 pelo EVA® positivo de R\$ 32,68 milhões. A partir de 2010, quando da aquisição pelo Carlyle Group, houve destruição de valor,

uma vez que o retorno operacional medido pelo NOPAT da empresa não aumentou na mesma proporção que o capital investido, mas em nível inferior ao custo de capital.

Com base no prospecto definitivo da oferta pública de ações, feito em 2011 pela CVM, observou-se de que forma se deu o aumento de capital da Qualicorp em 2010, que contribuiu para o EVA® negativo, e a razão do aumento desse capital investido. O processo de destruição de valor indicado na tabela 4 pode ter suas origens não em ineficiências operacionais e financeiras, mas em uma reestruturação organizacional e societária da companhia, conforme se descreve a seguir.

Previamente à LBO, a Qualicorp detinha posições em outras empresas do ramo de corretagem de seguros de saúde como, por exemplo, a Convergente Consultoria e Corretora de Seguros Ltda., a Qualicorp Administração e Serviços Ltda.,

a Bruder Corretora de Seguros Ltda., a Salutar Consultoria e Corretora de Seguros Ltda., entre outras (QUALICORP, 2011). Em 12 de julho de 2010, celebrou contrato de compra e venda de ações (*stock purchase agreement*) com as empresas QC Holding I Participações S.A. e QC Holding II Participações S.A., pertencentes ao Carlyle Group, com a aquisição concluída em 1º de setembro de 2010. Em 17 de agosto de 2010, a QC Holding II Participações S.A. emitiu debêntures simples, não conversíveis em ações, no montante de R\$ 308 milhões, destinados à aquisição de ações da Qualicorp e ao pagamento dos custos e despesas relacionadas à referida aquisição, gerando dívida como forma de pagamento, através de uma LBO. O capital social das controladas tornou-se integralmente detido pela Qualicorp (QUALICORP, 2011). Em 1º de setembro de 2010, o BHCS Fundo de Investimento em Participações realizou aumento de capital social na QC Holding I Participações S.A. no valor de R\$1,107 bilhão. Em seguida, também na mesma data, o montante foi capitalizado pela QC Holding I Participações S.A. na controlada integral da QC Holding II Participações S.A., via aumento de capital social. Com os recursos aportados via aumento de capital e via emissão de debêntures, a QC Holding II Participações S.A. adquiriu 72,96% da participação societária da Qualicorp pelo

montante de R\$1,407 bilhão, incluindo depósito em garantia de R\$52,704 milhões (QUALICORP, 2011).

Com o uso dos recursos gerados pelo aumento do capital social da companhia, pela operação de aquisição alavancada e pela oferta inicial de ações, houve a aquisição de direitos de estipulação, administração e comercialização de planos de assistência à saúde, inclusive por meio de aquisições de sociedades detentoras de tais direitos. Ou seja, a Qualicorp passou a adquirir suas empresas controladas e unificar suas operações em busca de maior competitividade no mercado, criando a Qualicorp S.A., sociedade *holding* do Grupo Qualicorp, por meio de uma reorganização societária em 2010.

Dessa forma, é possível inferir que o resultado indicado pelo EVA® pode estar refletindo as reestruturações decorrentes das aquisições e, consequentemente, o aumento de capital do grupo para uma consolidação de suas operações, sendo assim uma destruição de valor periódica com vistas a resultados de longo prazo positivos. Pode-se argumentar que o EVA®, quando aplicado para medir a geração ou destruição de valor em empresas com operações já estabelecidas e/ou bem estruturadas, tende a apresentar resultados mais estáveis ou com menor influência de

fatores relacionados à configuração de participação societária da empresa, seja de seus proprietários em si ou de sua participação em controladas. Para o caso específico deste estudo, observou-se um caráter singular na aplicação do método do EVA®, com forte variação ao longo dos períodos da geração/destruição de valor para o acionista, a qual não pode ser explicada exclusivamente pela análise do indicador, sendo também necessária uma reflexão sobre aspectos de nova estruturação da empresa tanto no que se refere aos seus proprietários quanto na sua participação em outras empresas investidas.

Trabalhos como o de Li (2013), Kruse e Denis (2000) e Maksimovic, Phillips e Prabhala (2011) apontam para o declínio da performance em empresas após a realização de processos de reestruturação tais como o da Qualicorp em que se consolidam e adquirem todas as operações das subsidiárias. Tal processo se caracteriza por um período de preparo para crescimento futuro, resultado das sinergias previstas entre as partes. Assim, este estudo não pode concluir de maneira cabal a relação entre a LBO e a destruição de valor no período subsequente.

Todavia, podem-se observar inúmeros fatores que são possíveis causas para o EVA® ter sido negativo, tais como

uma criação alternativa de valor para o fundo de *private equity*, o qual obteve uma taxa interna de retorno significativa com o uso das aquisições e consolidação do Qualicorp Participações S.A., bem como com sua posterior abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo, na forma de Qualicorp S.A.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No caso da Qualicorp, os resultados obtidos apontam para evidências de destruição de valor logo após a aquisição do alvo pelo fundo de investimento, por meio de uma operação de LBO. Entretanto, podem-se inferir outras causas possíveis para um EVA® negativo no período analisado, além dos resultados financeiros. Uma delas seria a reestruturação e incorporação das subsidiárias, tornando assim os resultados inconclusivos, de acordo com o objetivo estabelecido de verificar se houve criação ou destruição de valor em uma operação de LBO no mercado brasileiro. Assim, observou-se, ao longo do período analisado, a criação de valor no primeiro ano, seguido de períodos consecutivos de destruição de riqueza, porém essa sequência de resultados negativos aparenta ser influenciada pela série de reestruturações promovidas na empresa após a aquisição.

Nesse sentido, foi possível acompanhar também os efeitos de um crescimento desproporcional entre o resultado anual gerado pela Qualicorp e o investimento realizado por seus investidores, indicando outra possível explicação para a destruição de valor auferida pelo EVA® negativo. A evolução desproporcional entre o capital investido e o lucro operacional contribuiu para o resultado, haja vista que o NOPAT gerado não superou o custo total de capital exigido pela empresa e expresso pelo seu WACC.

Este estudo de caso pode ser considerado uma contribuição à pesquisa sobre a temática, pois explorou a questão da destruição de valor ao acionista por meio do cálculo do EVA®, fazendo uso de operação de LBO como forma alternativa de aquisição de uma empresa, minimizando o comprometimento de capital para a compra do alvo. O uso de LBOs no Brasil não é tão usual como em países mais desenvolvidos, fazendo o tema ainda ser pouco explorado na literatura nacional. Verifica-se, desse modo, a relevância desta pesquisa ao trazer subsídios ou evidências iniciais sobre um tema que pode e deve ser mais desenvolvido em nosso país, tanto na pesquisa acadêmica como no mercado financeiro, em face ao potencial dessa modalidade de financiamento para as empresas brasileiras.

À medida que o Brasil se torna um potencial alvo dos investimentos estrangeiros, é crucial que práticas já existentes em mercados mais desenvolvidos sejam adotadas e aplicadas no país. Nesse sentido, a compreensão do mecanismo de funcionamento de operações como a LBO é importante para os gestores em seu processo de tomada de decisão. Os resultados aqui descritos revelam a destruição de valor logo após o processo de aquisição via uma operação de LBO, entretanto há sinalizações de outros elementos a serem considerados em processo similar para que possivelmente seja evitado resultado semelhante (EVA® negativo).

Entre as limitações existentes para a realização deste trabalho, podem-se citar as dificuldades relacionadas à obtenção de dados. Outro fator é o número limitado de operações de LBO no Brasil, de maneira a impossibilitar a utilização de um espaço amostral maior e, consequentemente, a obtenção de resultados mais conclusivos sobre a criação ou destruição de valor medidos com o EVA®. Ademais, os dois fatores observados restringem a execução do estudo a apenas uma empresa-caso. Pesquisas futuras poderiam explorar mais aspectos sobre as operações de LBO no Brasil como, por exemplo, tentar entender as possíveis razões de sua pouca utilização no mercado nacional. Nesse sentido,

também se poderia fazer um levantamento de quantas operações de LBO já foram realizadas no Brasil e quais as

características semelhantes ou divergentes que ocorreram entre elas.

REFERÊNCIAS

ACHLEITNER, A; BOCK, C; TAPPEINER, F. Financial covenants and their restrictiveness in European LBOS – An assessment in the Aftermath of the Financial Crisis. **International Journal of Entrepreneurial Venturing**, v.4, n.3, p. 214–238, 2012.

ALBUQUERQUE, A. A.; VALLE, M. R. Capacity of earnings' prediction of EVA® in the Brazilian public companies. **International Business Research**, v. 8, n. 1 p. 38-49, 2015.

ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil:** uma aplicação prática. 2003. 202 f. Tese (Livre Docência) – Departamento de Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2004.

_____. **Finanças corporativas e valor.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

AXELSON, U; STRÖMBERG, P; WEISBACH, M.W. Why are buyouts levered? The financial structure of private equity funds, **The Journal of Finance**, v.64, n.4, p.1549–1582, 2009.

BASSO, L. F. C.; OLIVEIRA, S. F.; KAYO, E. K. Ajustes contábeis para o cálculo do EVA: estudos sobre os procedimentos adotados em empresas brasileiras. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 16, n. 1, p. 39-58, 2008.

CARLYLE GROUP. Disponível em: <<http://www.carlyle.com>>. Acesso em: 12 out. 2014.

COLAK, G. Diversification, refocusing, and firm value. **European Financial Management Journal**, v.16, p.422-448, 2010.

CUMMING, D; SIEGEL, D; WRIGHT, M. Private equity, leveraged buyouts and governance. **Journal of Corporate Finance**, v.13, n.4, p.439–60, 2007.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.** New York: John Wiley & Sons, Inc., 2 ed, 2002.

EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza.** Tradução Bazan Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

ERNST YOUNG. **Regaining equilibrium: Global Private Equity Watch 2014**, 2014. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/New_opportunities_bring_balance_to_private_equity/\\$FILE/EY_Global_Private_Equity_Watch_2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/New_opportunities_bring_balance_to_private_equity/$FILE/EY_Global_Private_Equity_Watch_2014.pdf)>. Acesso em: 7 jun. 2014.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. **A indústria brasileira de private equity e venture capital – 2º Censo Brasileiro**. 2011.

GRINBLATT, M; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. Porto Alegre: Editora Bookman, 2005.

HUNG, Y.; TSAI, M. Value creation and value transfer of leveraged buyouts: a review of recent developments and challenges for emerging markets. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 2016.

KAPLAN, S. N. The staying power of leveraged buyouts. **Journal of Financial Economics**, v. 29, p. 287-313, 1990.

KAPLAN, S.N; SCHOAR, A. Private equity performance: returns, persistence, and capital flows. **Journal of Finance**, v. 60, p.1791-1823, 2005.

KAPLAN, S.N; STROMBERG, P. Leveraged buyouts and private equity. **Journal of Economic Perspectives**, v.23, n.4, p.121-146, 2008.

KEEF, S. P; ROUSH, M.L. **The relationship between economic value added and stock market performance: a theoretical analysis**. Boston: Hoboken, v. 19, n.2, p. 245-253, 2003.

KRUSE, T.A; DENIS, D.J. Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. **Journal of Financial Economics**, v.55, n.3, p.391-424, 2000.

LERNER, J. **The globalization of alternative investments**. In: *The Global Economic Impact of Private Equity*, 1, 2008, London: The World Economic Forum, 2008.

LI, X. Productivity, Restructuring, and the gains from takeovers. **Journal of Financial Economics**, v.109, n.1, p.250-271, 2013.

KRUGMAN, PAUL R. e OBSTFELD, M. Economia internacional: teoria e política, 8^a edição, Pearson Makron Books, 2010.

MAKSIMOVIC, V; PHILLIPS, G; PRABHALA, N.R. Post-merger restructuring and the boundaries of the firm. **Journal of Financial Economics**, v.102, n.2, p.317-343, 2011.

MARTINS, E. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. 5. reimpr. São Paulo: Atlas, 2006.

O'BYRNE, S. F. EVA and its critics. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, v. 12, n. 2, p. 92-96, *Summer* 1999.

PEARL, J; ROSENBAUM, J. **Investment banking: valuation, leveraged buyouts and merger & acquisitions**. New York: John Wiley & Sons, 2009.

PRICEWATERHOUSECOOPERS – PWC. **M&A and private equity in Brazil: an overview**, 2013. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/setores-de-atividade/private-equity/assets/private-equity-brazil-13.pdf>. Acesso em: 7 jun. 2014.

QUALICORP – Disponível em: ri.qualicorp.com.br. Acessado em: 12 outubro 2014.

QUALICORP. Prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Qualicorp S.A, 2011. Disponível em: <http://ri.qualicorp.com.br/qualicorp/web/arquivos/Qualicorp_PROSPECTO_DEFINITIVO_20110628_port.pdf>. Acesso em: 12 out. 2014.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. Tradução Alexandre L. G. Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.

SAHA, A.; AHMAD, N. H.; YEOK, S. G. Evaluation of performance of Malaysian banks in risk adjusted return on capital (RAROC) and economic value added (EVA) framework. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 12, n.1, p. 25-47, 2016.

SAURIN, V; MUSSI, C.C; CORDIOLI, L.A. **Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA®**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 1, nº 11, 1º Trim./2000.

SAVÓIA, J. R. F. **A globalização do mercado financeiro brasileiro: um estudo de implicações sobre a competitividade**. 1996. Tese de Doutorado - Departamento de

Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1996.

SCHIRM, S.A. **Mercados globais e margem de ação do Estado.** São Paulo: Konrad Adenauer Stiftung, 1999.

SHOURUM, G; HOTCHIKISS, E.S; SONG, W. **Do buyouts (still) create value?** Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market, 2008.

YOUNG, S. D. Some reflections on accounting adjustments and economic value added. **Journal of Financial Statement Analysis**, New York, v. 4, n. 2, p. 7-19, *Winter* 1999.

_____; O'BYRNE, S.F. **EVA and value-based management: a practice guide to implementation.** USA: Mc Graw Hill, 2000.