

Análise da criação de valor em uma operação de leveraged buyout no Brasil

Marcelo Mitre Filho (UFSCar) - mmitrefilho@gmail.com

Andrei Aparecido de Albuquerque (UFSCar) - andrei@dep.ufscar.br

Resumo:

A fim de atingir uma maior competitividade, os fundos de investimentos, como os fundos de pensão e os private equities, estão sendo utilizados como fontes de financiamentos para estimular a expansão da produção e as estratégias corporativas adotadas pelas companhias investidas, especialmente empresas que estão situadas em mercados com possibilidades restritas de captação de recursos. Utilizando um modelo de negócio baseado na aquisição de empresas com grande potencial de crescimento, os fundos de private equity desenvolveram operações específicas de aquisição para otimizar o valor de seus investimentos para os acionistas, como o uso das leveraged buyouts (LBOs) para a aquisição de empresas-alvo, os quais usam a dívida como forma de pagamento de grande parte do valor da aquisição. Um dos principais objetivos das leveraged buyouts é permitir que entidades financeiras possam realizar grandes aquisições sem terem que comprometer uma ampla quantidade de seu patrimônio e capital próprio, de forma a reduzir o risco do investimento e maximizar o retorno. Baseando-se neste tema, o objetivo desta pesquisa foi analisar a criação de valor em uma operação de leveraged buyout no mercado brasileiro, utilizando o Economic Value Added (EVA®) como ferramenta para tal. O método de pesquisa utilizado foi a pesquisa quase experimental, do tipo ex post facto. Este trabalho baseia-se em uma pesquisa descritiva e explicativa, de natureza qualitativa. O resultado deste estudo indicou para evidências inconclusivas acerca da destruição de valor em uma operação de LBO no Brasil, uma vez que há outros elementos possíveis responsáveis pelo indicador EVA® negativo.

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

Área temática: *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

Análise da criação de valor em uma operação de *leveraged buyout* no Brasil

Resumo

A fim de atingir uma maior competitividade, os fundos de investimentos, como os fundos de pensão e os *private equities*, estão sendo utilizados como fontes de financiamentos para estimular a expansão da produção e as estratégias corporativas adotadas pelas companhias investidas, especialmente empresas que estão situadas em mercados com possibilidades restritas de captação de recursos. Utilizando um modelo de negócio baseado na aquisição de empresas com grande potencial de crescimento, os fundos de *private equity* desenvolveram operações específicas de aquisição para otimizarem o valor de seus investimentos para os acionistas, como o uso das *leveraged buyouts* (LBOs) para a aquisição de empresas-alvo, os quais usam a dívida como forma de pagamento de grande parte do valor da aquisição. Um dos principais objetivos das *leveraged buyouts* é permitir que entidades financeiras possam realizar grandes aquisições sem terem que comprometer uma ampla quantidade de seu patrimônio e capital próprio, de forma a reduzir o risco do investimento e maximizar o retorno. Baseando-se neste tema, o objetivo desta pesquisa foi analisar a criação de valor em uma operação de *leveraged buyout* no mercado brasileiro, utilizando o *Economic Value Added* (EVA[®]) como ferramenta para tal. O método de pesquisa utilizado foi a pesquisa quase experimental, do tipo *ex post facto*. Este trabalho baseia-se em uma pesquisa descritiva e explicativa, de natureza qualitativa. O resultado deste estudo indicou para evidências inconclusivas acerca da destruição de valor em uma operação de LBO no Brasil, uma vez que há outros elementos possíveis responsáveis pelo indicador EVA[®] negativo.

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

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

1. Introdução

Caracterizado como a integração dos mercados produtivos e financeiros, bem como das esferas econômicas, o fenômeno da globalização é visto como uma consequência das políticas de liberalização dos fluxos globais e do desenvolvimento de novas tecnologias de comunicação e integração, as quais possibilitaram a intensificação dos fluxos de capitais e investimentos além das fronteiras nacionais (SAVÓIA, 1996). Baumann (1996) afirma que o aumento acentuado dos fluxos internacionais de capitais, bens e serviços, a competição cada vez mais acirrada nos mercados internacionais e a integração dos sistemas econômicos nacionais são os principais fatores representativos da mundialização do capital.

Schirm (1999, p. 3) argumenta que “os mercados globais funcionam segundo a lógica da maximização do lucro de atores privados transnacionais que operam potencialmente de forma global”. Com crescimento acelerado da economia capitalista e, conseqüentemente, a concentração e centralização de capitais, consolidou-se um forte mercado de capitais, no qual muitas indústrias concederam a abertura de seu capital através da venda de ações para obterem capital suficientemente alto para acompanhar a concorrência. A integração mundial gerou uma maior competição, fazendo com que as empresas procurassem cada vez mais aumentarem sua participação em mercados já atuantes, ao mesmo tempo que buscassem ingressar em novos

mercados para desenvolverem economias de escala e aumentar seu *market share* em mercados promissores.

Considerando a busca de estratégias alternativas para sobrevivência a crescente competição, empresas têm buscado nos mercados globalizados fontes crescentes de financiamento para suas necessidades de investimento, especialmente aquelas que estão situadas em mercados com possibilidades restritas de captação de recursos, característica marcante dos países emergentes (BRUNI, 2002). Muitas vezes, tal necessidade de financiamento para o crescimento tem sido suprida pela globalização financeira do capital e seus agentes de investimentos, com destaque para os bancos e fundos de investimentos, que atualmente desenvolvem um papel fundamental para que seja possível dos novos empreendimentos e planos das companhias (GRINBLATT; TITMAN, 2005).

No auge da demonstração do alcance da globalização financeira dos mercados e das fontes de financiamentos, é possível exemplificar a atuação de fundos de investimentos, como os fundos de pensão e os *private equities*, em busca de lucros através da aquisição, reformulação e venda de empresas com alto potencial de crescimento e dificuldades para sobreviver ao intenso ambiente competitivo gerado pela integração dos mercados mundiais (LERNER, 2008). Na busca de retornos superiores a seus acionistas, os fundos de *private equity* utilizam-se de práticas financeiras diferenciadas no mercado de gestão alternativa, destacando-se o uso de aquisições alavancadas, globalmente conhecida como *leveraged buyout* (KAPLAN; STROMBERG; 2008), as quais se utilizam de endividamento como grande parte do pagamento de uma transação de fusão e aquisição (F&A), sendo a empresa adquirida responsável pelo pagamento desta dívida. Utilizando-se de uma *leveraged buyout* para adquirir uma empresa, os gestores do fundo de *private equity* podem minimizar o impacto dessas operações em seu fluxo de caixa e patrimônio líquido, de modo a minimizar seu investimento e otimizar seu retorno.

Tal operação tornou-se uma prática usual de muitos destes fundos, gerando retornos acima do normal, mas também crises que culminaram na falência das empresas adquiridas. Nos últimos anos, o mercado brasileiro se tornou um alvo dos fundos de *private equity*, vivendo momentos de grande expansão desta indústria de gestão de investimentos alternativos e, conseqüentemente, recentemente se tornando alvo de tentativas de aquisições alavancadas (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, 2011). Já consolidado em mercados mais maduros, como o norte-americano e europeu, a *leveraged buyout* se tornou um meio expressivo de adquirir empresas com um mínimo investimento, sendo que tais operações já estão se tornando presentes no Brasil, motivando este trabalho com o objetivo de analisar a criação ou destruição de valor em uma operação de *leveraged buyout* no mercado brasileiro, a fim de suprir uma necessidade de entendimento acerca deste tema, ainda pouco explorado na literatura nacional.

2. Referencial teórico

De uma forma geral, esta seção irá tratar da fundamentação teórica necessária para o entendimento do presente trabalho, a qual foi baseada nos principais autores acerca do assunto estudado.

2.1. Os fundos de *private equity*

Na visão de Lerner (2008), investimentos em *private equity* são entendidos como uma estratégia de investimento que busca participar do crescimento de empresas privadas de grande potencial de crescimento por meio de investimentos de longo prazo, sendo também uma classe de

ativos com baixa liquidez que oferecem o potencial para uma maior valorização do capital e diversificação a longo prazo do que é usualmente oferecido em mercados públicos, característica já discutida na seção anterior de um investimento alternativo.

Assim como investidores que adquirem ações em busca de obterem participações acionárias em empresas através do controle destas, os fundos de *private equity* também buscam uma participação acionária em uma empresa. No entanto, ao contrário das ações, os alvos dos investimentos de capital destes fundos usualmente não são listados ou negociados em mercados públicos, e as empresas de *private equity*, muitas vezes, estão mais diretamente envolvidas com a gestão do negócio do que um acionista convencional (KAPLAN; SCHOAR, 2006).

De uma maneira geral, as firmas de *private equity* são constituídas por investidores e gestores que realizam investimentos diretamente em empresas públicas, retirando suas ações da bolsa de valores e fechando seu capital, ou de empresas já privadas. Os investidores e gestores julgam, ao alocarem seu capital nas empresas-alvo, que tais empresas possuem um grande potencial de crescimento por meio de uma gestão mais eficiente e/ou de maiores investimentos para expansão de suas operações e tecnologias, gerando retornos acima da média durante a fase de desinvestimento (PEARL; ROSENBAUM, 2008).

Os melhores candidatos para investimento desta modalidade são empresas com equipes sólidas de gestão, clientes recorrentes, margens altas, fortes balanços patrimoniais e a capacidade de gerar um fluxo de caixa livre significativo. O lucro é gerado a partir do desinvestimento do capital empregado, podendo ocorrer de diversas formas, entre elas a abertura do capital da empresa adquirida, tornando-a pública, venda para um comprador estratégico ou para outro fundo de investimento (KAPLAN; SCHOAR, 2005).

Para Axelson, Stromberg e Weisbach (2009), tais fundos se tornaram importantes atores na economia global, movimentando grandes quantidades de investimentos em diversos países, sendo cada vez menos centralizados na economia dos Estados Unidos. Em anos recentes, no entanto, o Brasil tem se transformado no maior mercado para as indústrias de *private equity* na América Latina segundo a PriceWaterhouse Coopers (2013). De acordo com dados produzidos pela agência especializada em monitoramento do mercado financeiro global, Thomson Reuters, no ano de 2012 o país recebeu um investimento aproximado de US\$ 8,3 bilhões, valor que representa uma cota de 72% de todos os investimentos feitos na América Latina neste ano pela indústria.

Entre o início de 2005 e o final de 2009 quase US\$ 28 bilhões em capital de investimento foram arrecadados para o país. O capital comprometido da Indústria Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* em 2008 representava 1,8% do Produto Interno Bruto (PIB), contra 1% em 2004, porém este número ainda é baixo em relação ao da média mundial de 3,7%. Comparando-o a países como Estados Unidos e na Inglaterra, dois países com décadas de tradição na indústria de *private equity*, a proporção do capital comprometido em relação ao PIB equivale a 3,7% e 4,7% respectivamente. Em 2009 o capital comprometido da Indústria Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* aumentou sua representatividade em relação ao PIB para 2,33% (FGV, 2011).

Em sua maior participação, os fundos de *private equity* contaram com aproximadamente metade de toda a atividade de F&A no Brasil em 2010. Mesmo que o intenso crescimento do mercado de *private equity* seja notável, o Brasil ainda é visto como uma classe de ativos com grande capacidade de expansão (PwC, 2013). Com recursos significativos para investir e com o objetivo de transformar setores inteiros da economia brasileira, os investidores de *private equity* têm se tornado uma força significativa no mercado, trazendo inovações e dinamismo para a economia brasileira. Baseando-se na evolução do mercado de capitais brasileiro, é possível ainda argumentar que a estabilidade, crescimento e credibilidade na economia global tornam o Brasil

um lugar atraente para investir no presente, portanto sendo foco no cenário econômico-financeiro mundial e alvo de grandes fluxos de capitais e investimentos (PwC, 2013; ERNST YOUNG, 2014).

2.2. As operações de *leveraged buyouts*

A operação de *leveraged buyout* (LBO) é a aquisição de uma empresa, divisão, negócio ou conjunto de ativos ("alvo") usando dívida para financiar uma grande 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, usualmente sob a forma dos fundos de *private equity*, investe uma baixa porcentagem de seu capital próprio, quando comparado com o valor total da aquisição, e utiliza alavancagem (empréstimos ou outras fontes financeiras de endividamento) para financiar o restante do valor pago ao vendedor. Muitas vezes, os ativos da empresa a ser adquirida são usados como garantia para os empréstimos, além dos ativos da empresa adquirente (KAPLAN; STROMBERG, 2008; PEARL; ROSENBAUM, 2008).

O objetivo das aquisições alavancadas é permitir que entidades financeiras possam realizar grandes aquisições sem terem que comprometer uma ampla quantidade de seu patrimônio e capital próprio (CUMMING; SIEGEL; WRIGHT, 2007). Os compradores também buscam maximizar o valor da empresa adquirida para seus investidores, tentando criar uma nova entidade mais forte e mais rentável através das sinergias financeiras e operacionais previstas com a união do fundo de investimentos e a 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, portanto, gerando retornos compensatórios para o alto grau de endividamento realizado, enquanto o risco do comprador é minimizado devido ao uso de uma pequena parcela de seu capital próprio no investimento, o que resultará em retornos positivos com um baixo risco do investimento (PEARL; ROSENBAUM; 2008).

De acordo com Pearl e Rosenbaum (2008), a maneira mais comum de obtenção de empréstimos para a dívida é o uso dos ativos da companhia-alvo como colateral da operação, de forma que seus ativos serão considerados uma garantia caso não seja possível para o comprador realizar o pagamento dos juros e a amortização da dívida. O fundo de *private equity* irá então utilizar o fluxo de caixa futuro da companhia adquirida para pagar o empréstimo contraído, porém quando não suficiente, ele irá vender partes desta companhia para saldar o restante do montante emprestado (KAPLAN; STROMBERG, 2008).

Para conduzir uma LBO, o comprador deve se certificar de que os ativos do alvo são adequados como garantia para o empréstimo necessário para a aquisição. O fundo de *private equity* também deve analisar e projetar as previsões financeiras das entidades combinadas para se certificar de que elas irão gerar caixa suficiente para cobrir os pagamentos de juros e o principal, ao mesmo tempo que deverá gerar retorno ao investimento realizado para os acionistas (KAPLAN, 1990; ACHLEITNER; BOCK; TAPPEINER, 2012). Em alguns casos, manter o fluxo de caixa ideal pode ser um desafio se equipe de gestão do alvo sair após a aquisição, tornando a concretização das sinergias previstas muito mais difícil.

Uma vez que o comprador tenha determinado que a LBO é financeiramente viável, ele inicia a busca por fontes de financiamento para seu projeto. Em alguns casos, o financiamento é proveniente de um ou mais bancos comerciais ou de investimentos, sendo que em outros casos, o comprador emite títulos de dívida no mercado aberto. Visto que a operação oferece uma entidade combinada com elevada proporção de *debt/equity* (podendo chegar a 90% da dívida, 10% do

capital social), os títulos emitidos geralmente são avaliados com um baixo grau de investimento, possuindo baixa liquidez e alta volatilidade (PEARL; ROSENBAUM, 2008).

Leveraged buyouts são normalmente conduzidos por empresas de *private equity*, sendo que esta forma de aquisição ganhou notoriedade na década de 1980 com a aquisição alavancada da RJR Nabisco (KAPLAN; STROMBERG, 2008). As empresas de *private equity* muitas vezes levantam o dinheiro especificamente para realizar aquisições alavancadas, sendo que muitas vezes esses fundos destinados as operações de LBO possuem centenas de milhões de dólares de capital próprio, devendo ser considerado que estes fundos ainda irão emprestar a maior parte do dinheiro que irão precisar para a compra seus alvos. Muitos fundos de LBO são divisões de grandes bancos como o *JP Morgan* ou divisões de empresas de *private equity* como o *Carlyle Partners* e o *Blackstone Capital Partners* (KAPLAN; STROMBERG, 2008).

Geralmente, as firmas de *private equity* ou divisões de grandes bancos realizam o desinvestimento da empresa adquirida através de sua venda ou tornando-a pública com a abertura de suas ações no mercado, comumente no período de cinco a dez anos após a sua compra, tendo como objetivo a geração de lucros, muitas vezes esperados de 15% a 25% compostos anualmente, e o pagamento da dívida contraída neste período (KAPLAN; STROMBERG, 2008). Entretanto, a venda nem sempre significa que o débito esteja totalmente liquidado, existindo casos em que o ato de oferecer novas ações para o público seja necessário como uma tentativa de obter dinheiro para o pagamento da dívida, ocorrendo uma operação classificada por Cohn, Mills e Towery (2014) como uma *leveraged buyouts* reverso.

2.3. A geração de valor descrita pelo *Economic Value Added* (EVA[®])

Para Assaf Neto (2008), a essência das corporações para atuarem competitivamente no mercado é baseada na estruturação de um sistema financeiro capaz de avaliar e transmitir de maneira eficiente a criação ou destruição de valor aos acionistas. Na visão de Saurin (2000), índices contábeis como o retorno sobre o investimento (ROI) ou retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) não são capazes de expressar a verdadeira 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, através do uso de modelos de fluxo de caixa descontado. Atualmente, as empresas buscam incorporar ao planejamento e 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-los no gerenciamento e como indicador de desempenho da empresa.

Assaf Neto (2004) concorda que o valor é uma medida bem mais completa, argumentando que a métrica do valor leva em consideração nos seus cálculos 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 então uma equação simplificada, na qual descreve a ocorrência criação de valor “quando as receitas operacionais superarem todos os dispêndios (custos e despesas) incorridos, inclusive o custo de oportunidade, ocorrerá a criação de valor” (ASSAF NETO, 2008, p. 179). Ou seja, o valor será criado quando o retorno gerado for superior ao custo de oportunidade do capital investido pelos acionistas na empresa.

Portanto, para atender os objetivos de mensurar e quantificar o valor gerado ou destruído nas operações realizadas, o valor econômico agregado – EVA[®] (*Economic Value Added*, em inglês) vem como resposta à necessidade de medidas de desempenho para mensurar uma

adequada criação de valor da empresa. (MARTINS, 2006). O EVA[®] é uma medida de avaliação de desempenho patenteada pela empresa americana de consultoria de valor Stern Stewart & Co e defendida por muitos autores como uma das melhores métricas para a mensuração do valor criado (ASSAF NETO, 2008; MARTINS, 2006). Martins (2006) sugere que o destaque desta métrica vem do reconhecimento 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.

Em termos de fórmula de cálculo, o cálculo do EVA[®] envolve três variáveis: o lucro operacional após impostos (NOPAT), o custo de capital da empresa (WACC) e o capital investido pela empresa, conforme exposto pela equação 1 proposta por Ehrbar (1999, p. 2), O’Byrne (1999, p. 92) e Assaf Neto (2004, p. 188).

$$\text{(Equação 1)} \quad \text{EVA}^{\text{®}} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital investido})$$

O objetivo da utilização do EVA[®] é a de determinar ao Lucro Operacional após impostos (“NOPAT”, em inglês) do período gerado pelo capital operacional aplicado no negócio, posteriormente descontando-se o custo do capital empregado de modo a determinar a verdadeira criação de valor (ASSAF NETO, 2008). 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).

Apesar da simplicidade da fórmula, a determinação do EVA[®] apresenta um alto grau de complexidade, pois é necessário efetuar alguns ajustes no NOPAT e no capital investido, para refletir o real valor gerado pelas operações da empresa analisada (ASSAF NETO, 2008). Pérez (2000) argumenta a existência de quatro classes gerais de possíveis ajustes para uma melhor expressão do valor gerado, sendo tais categorias simbolizadas pelos ajustes da base de caixa para a base econômica, ajustes da base de competência para a base de caixa, ajustes de eventos não recorrentes e ajustes de itens não operacionais. Além disso, como argumentam Albuquerque e Valle (2015) o cálculo do custo de capital, especialmente em economias em desenvolvimento, se torna outro fator complexo para apuração do EVA[®], fato relevante já que esse se configura como os dos principais diferenciais dessa medida frente às tradicionais fornecidas pela contabilidade, como o lucro.

3. Metodologia

Este trabalho está baseado em uma pesquisa descritiva e explicativa, de natureza qualitativa, para analisar a criação ou destruição de valor de uma operação de *leveraged buyout* no mercado brasileiro. A seleção da empresa estudada iniciou-se por meio de uma busca em sites especializados em fusões e aquisições internacionais e nacionais, visando a localização das operações de aquisições alavancadas ocorridas no Brasil. Devido a restrições envolvendo a utilização de bancos de dados especializados em fusões e aquisições, uma vez que tais bancos possuem natureza privada e com elevadas taxas de adesão, iniciou-se uma busca alternativa por um espaço amostral para esta pesquisa. Utilizando-se do relatório anual publicado pela Preqin, consultoria mundialmente reconhecida por seus serviços no mercado de investimentos alternativos, pode-se determinar quais eram os dez maiores fundos globais de *private equity* no mundo em 2013. Dentro deste universo, pode-se então determinar quais fundos operavam no

mercado brasileiro, resultando em duas companhias: o *Blackstone Group* e o *Carlyle Group*. Passou-se então por uma busca qualitativa das operações já executadas por tais fundos no mercado brasileiro, buscando informações em seus sites sobre quais operações de aquisição e de *leveraged buyouts* foram realizadas no Brasil. Pode-se então verificar 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 *leveraged buyouts* no mercado da América Latina. Dentro deste universo, a partir de dados obtidos no site da própria companhia, foi possível localizar uma operação de *leveraged buyout* realizada no Brasil e já desinvestida através de uma oferta inicial pública de ações (IPO) da empresa adquirida, a Qualicorp Administradora de Benefícios. Tal critério foi utilizado para que assim se pudesse 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, os quais foram encontrados em seu respectivo site, na seção “Relação com Investidores” e disponibilizados para *downloads*.

O método utilizado no tratamento e análise dos dados financeiros da Qualicorp foi composto por duas fases distintas. Em uma primeira análise, foi aplicada a equação 1 nos dados obtidos e tratados dos demonstrativos financeiros da Qualicorp, disponíveis em seu site, a fim de avaliar a criação ou destruição de valor ao longo da execução da *leveraged buyout* e no período subsequente, em que o fundo de *private equity* manteve participação na empresa adquirida. Nesta análise, buscou-se determinar a criação ou destruição de valor em três fases distintas: o período precedente a LBO, o período compreendido entre a operação de aquisição alavancada e seu desinvestimento e, finalmente, o período que abrange o pós-desinvestimento, determinando assim quais mudanças a aquisição da Qualicorp por um investidor estrangeiro trouxe a sua estrutura de capital, retornos aos seus acionistas e mudanças em suas operações.

4. Apresentação e análise dos resultados

Nesta seção, são apresentados os resultados mais relevantes em relação à análise de criação ou destruição de valor em uma operação de LBO no Brasil.

4.1. Descrição da empresa e da transação de *leveraged buyout*

Fundada em 1997 por José Seripieri Filho, a Qualicorp é uma prestadora de serviços que oferece planos de saúde coletivos, com qualidade e preços competitivos, negociando contratos com as operadoras, a partir de soluções customizadas para associações e entidades de classe. Além de atuar como corretora na comercialização desses planos, a empresa também presta consultoria na gestão de benefícios na área de saúde. Atualmente, a Qualicorp é a maior administradora de benefícios do Brasil e proporciona acesso à saúde de qualidade a milhões de brasileiros. Fundada em 1997, possui mais de 1.800 colaboradores, está presente em nível nacional e representa mais de 4,6 milhões de clientes ou beneficiários (QUALICORP, 2014).

Em maio de 2010, durante uma apresentação dos negócios nos Estados Unidos, fundos estrangeiros mostraram interesse em comprar uma participação na companhia. Após ouvir 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

informações do mercado divulgadas pelo *Plancorp Merchant Bank* (2013), na compra do controle da empresa de planos de saúde Qualicorp, em 2010, o Carlyle financiou 30% do valor do negócio, de R\$ 1,3 bilhão. No ano seguinte, a companhia abriu o capital valendo 72% a mais que o valor pago originalmente, mas o retorno do fundo - calculado apenas sobre a parcela que efetivamente foi desembolsada, ou seja, sem a dívida - chegou a quase 120%, segundo cálculos de mercado (PLANCORP, 2013).

A abertura de capital da empresa foi iniciada através de uma oferta pública inicial de suas ações, coordenada pelo *Bank of America Merrill Lynch* e atuando ao lado de *Credit Suisse, Goldman Sachs* e 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 a ação, gerando um total de 1,09 bilhões de reais em capitalização para a empresa. Em abril de 2012 a Qualicorp realizou uma oferta secundária subsequente (*follow on*). A ação da companhia saiu a 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 do IPO (Oferta Inicial Pública), o *Carlyle Group* detinha 70% do capital da empresa, fatia que foi reduzida para cerca de 40% após a abertura do capital. Em abril de 2012, foi feita uma oferta, desta vez apenas secundária, em que a empresa de *private equity* diminuiu sua participação para 23%, desfazendo-se do restante em dezembro de 2012, com a venda direta na bolsa de valores (CARLYLE GROUP, 2014).

4.2. Dados utilizados para as análises propostas

Os dados financeiros necessários para analisar a empresa estudada foram obtidos através de seu site, na seção Relação com Investidores. Nesta seção, foi possível realizar o *download* dos documentos financeiros exigidos pela CVM a todas as empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores, como os *press releases*, contendo as informações financeiras trimestrais da companhia, e os relatórios anuais, contendo uma análise mais detalhada das mudanças financeiras e operacionais ocorridas na companhia durante o período de um ano, destacando os fatos mais relevantes da gestão e dando informações necessárias para seus acionistas avaliarem o desempenho da Qualicorp ao longo do período. Com o auxílio de tais documentos, foi possível levantar um período de cinco anos de dados financeiros da Qualicorp, entre 2009 – 2013, possibilitando assim analisar todo o período pré-investimento do fundo *Carlyle Group*, enquanto a companhia ainda era privada, o período da operação de *leveraged buyout* e incubação da empresa no fundo de *private equity*, e o período posterior ao desinvestimento, por meio da oferta inicial de ações e ofertas secundárias posteriores.

4.3 Análise de criação de valor com o auxílio do método *Economic Value Added* (EVA[®])

Com o auxílio dos demonstrativos financeiros expostos na seção anterior, assim como as equações discutidas na seção 2.4, sobre análise de criação de valor utilizando o método EVA, iniciou-se o estudo sobre a geração ou destruição de valor da *leveraged buyout* ocorrido na companhia Qualicorp. Para determinar o EVA[®] gerado pela empresa ao longo de 2009 – 2013, foi necessário utilizar a Equação 1, calculando-se para tal as variáveis NOPAT, WACC e Capital Investido.

O cálculo do NOPAT foi descrito na figura abaixo. A seguir é possível visualizar o método utilizado para determinar esta variável, com o auxílio dos demonstrativos financeiros disponíveis (dados em R\$ milhões).

Figura 4.1 – Cálculo do NOPAT

| 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 | 40 | 89 | 236 |

Fonte: Elaboração própria.

Pode-se notar a ausência das despesas e receitas financeiras geradas pela empresa durante o período, como destacado por Young (1999), uma vez que o NOPAT é uma medida de desempenho operacional e não deve sofrer os efeitos das decisões financeiras da companhia a fim de delimitar o verdadeiro valor gerado, objetivo dos ajustes propostos pelo indicador EVA[®].

Com o NOPAT em mãos para o período desejado, iniciou-se a busca pela segunda variável necessária para determinar se a aquisição da Qualicorp pelo grupo de *private equity Carlyle Group* gerou um retorno superior ou inferior ao custo de capital da empresa para seus investidores. Conforme a figura a seguir, foi possível isolar os valores do patrimônio líquido, dívida total empregada na companhia, caixa e equivalentes e os ajustes necessários propostos pelo método EVA[®], sendo este ajuste referente a participação dos minoritários incorporados ao patrimônio líquido da empresa. A seguir pode-se, então, verificar os valores de capital investido ao longo do período selecionado (dados em R\$ milhões).

Figura 4.2 – Cálculo do Capital Investido

| 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 | - | - | 0 | (5) | 5 |
| (=) Capital Investido | 65 | 1.777 | 1.933 | 2.421 | 2.359 |

Fonte: Elaborado própria.

Por fim, a terceira variável expressa pelo custo de capital da empresa foi calculada conforme a figura 4.3, a qual descreve o método do *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. O WACC é uma média do custo de capital de terceiros e custo de capital próprio, ponderando-os com suas respectivas parcelas na estrutura de capital da empresa. O custo de capital de terceiros é calculado pela razão entre as despesas financeiras e a dívida total acumulada ao longo dos cinco anos analisados, subtraindo-se o efeito tributário dos empréstimos. Já o custo de capital próprio foi dado a partir do modelo CAPM, sendo a taxa livre de risco dada pelo título de dívida pública

americano com maturidade de 10 anos (disponível no *Bloomberg*), o beta da companhia também disponível no software *Bloomberg*, o risco-país dado pela série *Emerging Market Bond Index-Brazil*, desenvolvida pelo banco norte-americano J.P. Morgan, e a taxa prêmio do mercado obtida descrita nas séries calculadas pela consultoria *Ibbotson Associates*, referência no mercado financeiro.

Finalmente, em posse do custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, assim como suas porcentagens médias ao longo do período analisado, é possível verificar a seguir o custo de capital médio total da Qualicorp ao longo de 2009 – 2013 (dados em R\$ milhões).

Figura 4.3 – Cálculo do Custo de Capital (WACC)

| Cálculo do Custo de Capital (WACC) | | | |
|-------------------------------------------|--------------|--------------------------------------------|--------------|
| Custo de Capital de Terceiros | | Custo de Capital Próprio | |
| Despesas Financeiras | 348,9 | US taxa livre de risco (10-yr. bond yield) | 2,6% |
| Dívidas | 2.057,1 | Risco-país Brasil | 2,0% |
| Tax shields | 34% | Beta | 1,30 |
| | | Taxa prêmio de risco do mercado | 6,8% |
| Custo de Terceiros | 11,2% | Custo de Capital Próprio | 13,4% |
| Porcentagem de dívida | 27,1% | Porcentagem Capital Próprio | 72,9% |
| Custo do capital (WACC) = 12,8% | | | |

Fonte: Elaboração própria.

Com o NOPAT, o Capital Investido e o custo de capital (WACC) da empresa entre 2009 – 2013, concluiu-se a determinação da criação e/ou destruição de valor durante o ciclo de *leveraged buyout*, controle da empresa pelo *Carlyle Group* e posterior desinvestimento através de um *IPO*. A seguir é possível tirar conclusões sobre em quais períodos o EVA foi positivo ou negativo (dados em R\$ milhões).

Figura 4.4 – Cálculo do *Economic Value Added*

| <i>Economic Value Added (EVA)</i> | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| NOPAT | 41 | 70 | 40 | 89 | 236 |
| Capital Investido | 65 | 1.777 | 1.933 | 2.421 | 2.359 |
| WACC | 12,8% | | | | |
| EVA | 33 | (158) | (207) | (221) | (65) |

Fonte: Elaboração própria.

Considerando que o EVA[®] depende primordialmente de 3 elementos, resultado (NOPAT), investimento e custo de capital, nota-se a evolução desproporcional do investimento em relação ao resultado. Essa evolução traduziu-se em uma situação na qual o resultado gerado tornou-se insuficiente para cobrir o custo do capital empregado na companhia, não remunerando suficientemente o investimento e causando um EVA[®] negativo.

4.4 Análise do resultado obtido da operação de LBO

É possível concluir, com o auxílio da figura 4.4, que momentos antes da operação de *leveraged buyout*, a Qualicorp criava valor para seus investidores, como é demonstrado pelo

EVA positivo de 2009. A partir de 2010, quando a Qualicorp foi adquirida pelo *private equity Carlyle Group*, houve uma destruição de valor, uma vez que o retorno operacional medido pelo NOPAT da empresa não cresceu proporcionalmente ao capital investido, sendo tal retorno inferior ao custo de capital da empresa.

Em uma busca mais profunda no Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Ações da empresa, emitido em 2011 e disponível para *download* no *site* da companhia e na CVM, foi possível constatar as situações que proporcionaram o aumento de capital da Qualicorp em 2010, em parte responsável pelo seu EVA[®] negativo, e entender o contexto em que se deu tal aumento de capital investido. Tal análise provou-se útil para comprovar o real contexto da destruição de valor demonstrado pelo indicador EVA[®], determinado suas origens que se provaram serem frutos de uma reestruturação organizacional e societária da companhia e não uma destruição causada devido a ineficiências operacionais e financeiras.

Anterior a aquisição do grupo pela *Carlyle Group*, a empresa Qualicorp Participações detinha posições em diversas outras empresas ativas no ramo de corretagem de seguros de saúde, sendo exemplos a Convergente Consultoria e Corretora de Seguros Ltda, Qualicorp Administração e Serviços Ltda, Bruder Corretora de Seguros Ltda, Salutar Consultoria e Corretora de Seguros Ltda, entre outras (QUALICORP, 2011).

Em 12 de julho de 2010, foi celebrado 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. (“QC II”), empresas do Grupo Carlyle (grupo norte-americano líder em gestão de recursos financeiros), sendo a aquisição foi concluída em 1º de setembro de 2010. Em 17 de agosto de 2010, a QC II emitiu debêntures simples, não conversíveis em ações, no montante de R\$308 milhões, destinados à aquisição de ações da Qualicorp Participações e ao pagamento dos custos e despesas relacionadas à referida aquisição, em caráter característico de uma geração de dívida como forma de pagamento em uma aquisição de *leveraged buyout*. O capital social das controladas se tornou integralmente detido pela Qualicorp Participações (QUALICORP, 2011).

Em 1º de setembro de 2010, o BHCS Fundo de Investimento em Participações realizou aumento de capital social na QC I no valor de R\$1,107 bilhão. Em seguida, também em 1º de setembro de 2010, o montante foi capitalizado pela QC I na controlada integral QC II, via aumento de capital social. Com os recursos aportados via aumento de capital e parte dos recursos obtidos através da emissão de debêntures, a QC II adquiriu 72,96% da participação societária da Qualicorp Participações 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 a 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 Participações S.A. passou a adquirir suas empresas controladas e unificar suas operações em busca de uma maior sinergia e competitividade no mercado, constituindo a Qualicorp S.A., sociedade holding do Grupo Qualicorp, por meio de uma reorganização societária em 2010. Portanto, é possível argumentar que o valor negativo indicado pelo EVA[®] é um reflexo das reestruturações decorrentes das aquisições e, conseqüente, aumento de capital do grupo para uma consolidação de suas operações, e não uma destruição de valor propriamente dita. Pode-se argumentar que o EVA[®] é aplicável para medir a geração ou destruição de valor em empresas com operações constantes, as quais não sofrem grandes transformações ao longo do período estudado, fornecendo um resultado confiável. Este estudo da Qualicorp possui, no entanto, um caráter

excepcional no qual a aplicação do EVA[®] por si só não foi o suficiente para explicar toda a história de mutação do valor da empresa, sendo assim um caso extraordinário.

5. Considerações finais

Trabalhos como o de Li (2013), Kruse e Denis (2000) e Maksimovic, Phillips e Prabhala (2011) apontam para um declínio na performance de uma empresa após grandes reestruturações e mudanças, como o ocorrido no caso da Qualicorp em que houve uma consolidação e aquisição de todas as operações das empresas subsidiárias, sendo este caracterizado como um período de preparo para um crescimento futuro resultante das sinergias previstas entre as partes. Deste modo, o estudo não pode concluir de maneira absoluta a relação entre a operação de LBO e a destruição de valor no período seguinte a esta, todavia pode-se demonstrar diversos fatores neste estudo de caso que são possíveis causas do EVA[®] negativo, assim 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 operações de aquisições e consolidação do Qualicorp Participações S.A. e sua posterior abertura de capital no BOVESPA, na forma de Qualicorp S.A.

Tendo em vista os objetivos estabelecidos no início deste estudo, dentre eles a análise de criação de valor ao longo de uma operação de LBO no Brasil e seu posterior desinvestimento, os resultados obtidos apontam para evidências de uma possível destruição de valor logo após a aquisição do alvo pelo fundo. Entretanto, este estudo também revelou outras possíveis causas para justificar o indicador EVA[®] negativo, como a reestruturação e incorporação das subsidiárias neste caso em específico, possuindo assim resultados inconclusivos de acordo com os objetivos estabelecidos.

Em uma outra vertente, foi possível também acompanhar os efeitos de um crescimento desproporcional entre o resultado anual gerado pela Qualicorp e o investimento realizado por seus investidores, confirmando a destruição de valor indicada pelo EVA[®] negativo. Matematicamente, a evolução desproporcional entre um crescimento acentuado do capital investido e o crescimento mais estável lucro operacional foi o causador dos resultados negativos, uma vez que o NOPAT gerado não foi o suficiente para superar o custo de capital exigido pelos acionistas e traduzido no WACC.

Este estudo de caso da Qualicorp S.A, no entanto, contribuiu de maneira positiva para o desenvolvimento de conhecimentos acerca do assunto, uma vez que neste caso foram exploradas maneiras alternativas de justificativa e explicação para um indicativo de destruição de valor ao acionista, assim como foi exposto um assunto até então pouco recorrente na literatura nacional, o uso das operações de *leveraged buyout* como uma forma alternativa de aquisição de uma empresa, minimizando o comprometimento de capital para a compra do alvo. À medida que o Brasil torna-se cada vez mais um alvo dos investimentos estrangeiros, assim como vem apresentando um desenvolvimento cada vez maior do mercado de capitais nacional, é crucial que práticas comuns aos mercados estrangeiros sejam estudadas e compreendidas, para que assim haja uma melhor preparação para a nova realidade de constantes mudanças.

Entre as limitações existentes para a realização deste trabalho, pode-se citar as dificuldades relacionadas a obtenção de informações sobre operações de aquisições de empresas privadas e fundos de *private equities* no Brasil, uma vez que as principais bases de dados sobre fusões e aquisições no Brasil são pertencentes a grupos estrangeiros e possuem um alto valor de assinatura. O número limitado de operações de LBO no Brasil e a indisponibilidade de informações acerca do assunto constituíram uma grande barreira para um olhar mais aprofundado sobre o tema, de maneira a possibilitar a utilização de um espaço amostral significativamente

maior e, conseqüentemente, obtenção de resultados mais incisivos sobre a criação ou destruição de valor medidos com o EVA[®] no cenário das operações de *leveraged buyout*. Estimula-se a busca por trabalhos futuros com base neste tema, indicando a possibilidade de utilização de um espaço amostral mais significativo, assim como o uso de ferramentas estatísticas para a análise dos resultados.

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.
- ASSAF NETO, A. **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.
- BAUMANN, R. **Uma visão econômica da globalização: o Brasil e a economia global**. São Paulo: Campus, 1996.
- CARLYLE GROUP – Disponível em: <http://www.carlyle.com>. Acessado em: 12 outubro 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) . Acessado em 07 junho 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.

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.

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.

PRICEWATERHOUSE COOPERS – 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 . Acessado em 07 junho 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_2011_0628_port.pdf . Acessado em: 12 outubro 2014.

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

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.

YOUNG, S. D; O'BYRNE, S.F. **EVA and Value-Based Management: a practice guide to implementation**. USA: Mc Graw Hill, 2000.