

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA**

**A AQUISIÇÃO DA CAMICADO ATRAVÉS DA ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES
CONTÁBEIS DAS LOJAS RENNER S.A. – 2009-2013**

MANOEL MAGALHÃES DOS SANTOS GONTIJO

Belo Horizonte

2019

MANOEL MAGALHÃES DOS SANTOS GONTIJO

**A AQUISIÇÃO DA CAMICADO ATRAVÉS DA ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES
CONTÁBEIS DAS LOJAS RENNER S.A. – 2009-2013**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Especialização em Gestão Estratégica (Pós-Graduação Lato Sensu) do CEPEAD/CAD/FACE da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial à obtenção do Certificado de Especialista em Finanças.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à banca examinadora em 05 de Julho de 2019.

Orientador: Prof. Dr. Flávio Dias Rocha

Belo Horizonte

2019



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração
Curso de Especialização em Gestão Estratégica

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO do Senhor **MANOEL MAGALHÃES DOS SANTOS GONTIJO**, REGISTRO N° 2015687054. No dia 12/04/2019 às 14:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso - TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização em Gestão Estratégica - CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "FUSÕES E AQUISIÇÕES COMO ESTRATÉGIA DE DIVERSIFICAÇÃO NO VAREJO DE MODA: A AQUISIÇÃO DA CAMICADO ATRAVÉS DA ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DAS LOJAS RENNER S.A. - 2009-2013", requisito para a obtenção do **Título de Especialista**. Abrindo a sessão, o orientador e Presidente da Comissão, Professor Flávio Dias Rocha, após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra ao aluno para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas do aluno. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do aluno e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

APROVADO

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA - PRAZO MÁXIMO DE 60 (SESSENTA) DIAS


() NÃO APROVADO


88 pontos (OTENTA E OITO) trabalhos com nota maior ou igual a 60 serão considerados aprovados.

O resultado final foi comunicado publicamente ao aluno pelo orientador e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 12/04/2019.

Prof. Flávio Dias Rocha
(Orientador)

Prof. Marcos Antônio de Camargos





AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter me dado saúde e força para superar todas as dificuldades, inteligência para aprender novos conhecimentos e vontade para buscar sempre o mais.

A esta universidade, seu corpo docente, direção e administração que abriram a oportunidade para que eu pudesse vislumbrar um horizonte maior de conhecimento, eivado pela acendrada confiança no mérito pessoal e ética profissional aqui presentes.

Ao Prof. Dr. Flávio Dias de modo especial pelo suporte no pouco tempo que lhe coube, por suas correções e sugestões e ampla experiência que permitiram extrair o melhor.

Aos meus pais, Sr. Manoel Américo Gontijo e Sra. Áurea Gontijo, por todo amor, incentivo e apoio incondicional dados desde sempre em minha vida e pelo qual sou eternamente grato.

“A ninguém acontece nada que não possa, por sua natureza, suportar.”

Marco Aurélio, Meditações 5.18

RESUMO

A economia globalizada e a concorrência oriunda desse processo de expansão dos mercados traz diversas transformações sociais e econômicas com as quais as empresas precisam lidar e se adaptar para sobreviver e ser competitivas. Além disso, a emergência de grandes conglomerados globais, alicerçados em negócios em diversos setores e regiões, força seus concorrentes menores a expandir os seus próprios negócios a fim de manter-se atuantes, competitivos e solventes nesse novo cenário. Nessa ampla transformação do mercado destacam-se, no processo de otimização das estruturas de negócios, as estratégias que focam as Fusões e Aquisições como forma de expandir os negócios através da diversificação de negócios e produtos. Dada a importância das Fusões e Aquisições, esta pesquisa vem para analisar precisamente um caso concreto de Aquisição: a compra da rede Camicado de São Paulo-SP pelas Lojas Renner S.A de Porto Alegre-RS. A pesquisa se desenvolve através das demonstrações contábeis divulgadas por esta última sob a ótica da teoria de fusões e aquisições como estratégia competitiva e com base na teoria da firma. Para essa análise foram utilizados as Demonstrações dos Resultados do Exercício e os Balanços Patrimoniais divulgados no quinquênio 2009-2013 pelas Lojas Renner e a literatura oriunda do campo de fusões e aquisições. A conclusão do trabalho é que o maior impacto benéfico nesse processo foi vivenciado pela própria Camicado em termos de posicionamento de mercado e expansão de negócio. Contudo, a aquisição dessa empresa também reposicionou estrategicamente as Lojas Renner em termos de *marketing* no mercado varejista brasileiro e contribuiu para consolidá-la entre concorrentes globais e, embora a aquisição em si não tenha trazido benefícios anormais para as Lojas Renner, trouxe ganhos de sinergia operacional e criou valor para o *stakeholder* através da valorização da empresa.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Varejo de Moda, Renner, Camicado.

ABSTRACT

The globalized economy and the competition from this process of market expansion brings with it many economic and social transformations that companies must cope with and adapt to survive and be competitive. In addition, the emergence of large global conglomerates, rooted in business across diverse sectors and regions, forces smaller competitors to expand their own businesses to stay active, competitive and solvent in this new landscape. In this market's wide transformation, the strategies that focus on Mergers and Acquisitions as a way of expanding business through the diversification of businesses and products stand out in the process of optimizing business structures. Given the importance of Mergers and Acquisitions, this research comes to analyze precisely a real case of Acquisition: the purchase of Camicado Houseware, based on São Paulo-SP, by Lojas Renner S.A. from Porto Alegre-RS. The research was done through the financial statements disclosed by the latter from the perspective of the theory of mergers and acquisitions as a competitive strategy and based on Adam Smith's theory of firm. For this analysis were used both the Balance Sheets and the Profit and Loss Statement published from year 2009 to 2013 by Lojas Renner S.A and Mergers and Acquisitions's academic literature. This dissertation conclusion is that the greatest beneficial impact in this process was experienced by Camicado Houseware itself in terms of market positioning and business expansion. However, the acquisition of this company also repositioned Lojas Renner strategically in terms of marketing in the Brazilian retail market and contribute to consolidate it among global competitors, and although the acquisition itself did not bring abnormal benefits to Lojas Renner, it brought gains in operational synergy and created value for the stakeholder through the overvaluation of the company.

Keywords: Mergers and acquisitions, fashion retail, Renner, Camicado.

Sumário

1. INTRODUÇÃO.....	14
1.1 Contextualização	14
1.2 Problema	16
1.3 Objetivos geral e específico	16
1.3.1 Objetivo geral.....	16
1.3.2 Objetivos específicos.....	16
1.4 Justificativa.....	17
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	18
2.1 Fusões e Aquisições.....	18
2.1.1 Origem e Conceito das F&A	18
2.1.2 Retornos das F&A.....	22
2.1.3 Tipos de F&As.....	25
2.2 Varejo	28
2.2.1 História e Conceito	28
2.2.2 Varejo de Moda no Brasil.....	33
2.3 Histórico das Companhias.....	34
2.3.1 História e Posicionamento das Lojas Renner	35
2.3.2 História da Camicado e a aquisição pela Renner	37
3. METODOLOGIA.....	42
3.1 Variáveis utilizadas	43
3.2 Definição Teórica das Variáveis.....	45
3.2.1 Criação de Valor	45
3.2.1.1 Q de Tobin	45
3.2.1.2 Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial.....	47
3.2.1.3 Firm Value	48
3.2.2 Sinergia Operacional	49
3.2.2.1 Margem EBIT	49
3.2.2.2 EBITDA.....	49
3.2.2.3 Geração Bruta de Caixa	50
3.2.2.4 Crescimento das Vendas Líquidas.....	50
3.3 Limitações Metodológicas.....	51
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	52
4.1 Quinquênio 2009-2013	52
4.1.1 Criação de Valor	52

4.1.2 Sinergia Operacional	57
4.2 Índices de Rentabilidade	61
4.3 Variação da Cotação das Ações das Lojas Renner.....	62
5. CONCLUSÃO	64
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67

Lista de Figuras

Figura 1 – Principais razões para F&As segundo a Teoria do Agente	21
Figura 2 – Razões para aquisições internacionais segundo Dunning	26
Figura 3 – Funcionalidade das Fusões e Aquisições.....	27
Figura 4 – Canal de distribuição no varejo.....	29
Figura 5 – Evolução do varejo	32
Figura 6 – Dados da Aquisição da Camicado.....	39

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Pioneiros em supermercados no Brasil	31
Tabela 2 – Maiores varejistas de moda no Brasil em 2016	34
Tabela 3 – Criação de Valor Quinquênio 2009-2013	52
Tabela 4 – Sinergia Operacional Quinquênio 2009-2013	58

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Q de Tobin 2009-2013	53
Gráfico 2 – Cotação das Ações – das Lojas Renner S.A 2009-2013	54
Gráfico 3 – Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial 2009-2013	54
Gráfico 4 – Firm Value das Lojas Renner 2009-2013	55
Gráfico 5 – Diferença entre FV e VM 2009-2013 em milhoes	56
Gráfico 6 – Valor de Mercado das Lojas Renner S.A 2009-2013	57
Gráfico 7 – MEBIT e Margem EBTIDA das Lojas Renner S.A 2009-2013	59
Gráfico 8 – EBITDA das Lojas Renner 2009-2013	60
Gráfico 9 – Geração Bruta de Caixa das Lojas Renner 2009-2013	60
Gráfico 10 – Crescimento das Vendas Líquidas das Lojas Renner 2009-2013	61
Gráfico 11 – Índices de Rentabilidade das Lojas Renner S.A 2009-2013	62
Gráfico 12 – Cotações Históricas LREN 02/01/2009 a 31/12/2013	63

Lista de Quadros

Quadro 1 – Perfil das Lojas Renner	37
Quadro 2 – Perfil da Camicado Houseware	40
Quadro 3 – Resumo das Variáveis utilizadas na pesquisa	44

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A globalização desencadeada após a Segunda Guerra Mundial através do avanço contundente das tecnologias de transporte, telecomunicações e computação e, principalmente, pela abertura de mercados em todo o mundo, propiciou o ambiente global em que as companhias pudessem aproveitar as vantagens competitivas de cada região e desenvolver suas operações em escala global com o objetivo de gerar economias de escala e de escopo, alocar recursos de modo mais eficiente e criar riquezas para seus acionistas e proprietários. O mercado globalizado permitiu que as companhias alcançassem extensões igualmente globais em seus negócios e operações e, através da rede de comércio internacional, abstrair o melhor de todos os mercados nacionais para ter vantagem competitiva frente aos seus concorrentes.

Contudo, nesse processo de globalização, a competição entre as companhias também foi alavancada na mesma medida e intensidade que as mesmas cresciam, propiciando a emergência de estratégias competitivas que visavam a criação de vantagens diante dos concorrentes e permitissem a sobrevivência das companhias. Dentre essas estratégias destacam-se o surgimento dos processos de Fusões e Aquisições (F&As) que, dentre outros motivos, permitiam as empresas tanto criar vantagens competitivas quanto crescer no mercado de maneira mais rápida que o processo de expansão orgânica dos seus negócios.

As Fusões e Aquisições são processos no quais o controle das companhias são transferidos ou consolidados por outras companhias. Parte da administração estratégica, as fusões e aquisições permitem às companhias crescer ou diminuir suas operações, mudar a natureza do negócio ou melhorar a vantagem competitiva no mercado frente a outras concorrentes. Do ponto de vista legal, uma fusão é a união – ou consolidação – de duas companhias em uma, enquanto a aquisição é o controle de uma companhia por outra, total ou parcialmente. As duas servem a propósito econômicos distintos: na primeira, ao consolidar duas companhias, os acionistas – ou sócios – passam a dividir o controle da empresa consolidada; na

segunda opção, normalmente a companhia adquirente detém o controle da adquirida e os acionistas desta não detém controle de nenhuma das duas.

Esses conceitos, contudo, podem variar de processo a processo e de acordo com a lei comercial de cada país onde aconteça um processo de fusão e aquisição; essas distinções, portanto, podem não ser claras para a maioria dos administradores no mercado nem para a literatura de Fusões e Aquisições disponível nas universidades de todo o mundo. De fato, as Fusões e Aquisições são um campo de estudo recorrente entre os acadêmicos e envolto de dúvidas acerca dos seus benefícios, retornos e interesse da sua realização.

Os motivos para as Fusões e Aquisições (F&As) variam conforme a natureza do negócio das companhias interessadas em realizar esse processo, mas de modo geral as companhias entram nesses processos com o objetivo de crescer e expandir seus negócios rapidamente através dos seguintes mecanismos: conquista de novos mercados, geração de economias de escala, ganhos de ativos no mercado, diminuição do risco operacional, criação de sinergia operacional. Contudo, segundo Zin (2014), dois motivos se destacam para a ocorrência de fusões e aquisições: a maximização do valor para o acionista e a maximização da utilidade gerencial.

Os dois motivos propostos por Zin (2014) estão vinculados à teoria da agência que postula a existência de um contrato em que os principais, chamados acionistas, outorgam autoridade aos agentes, chamados administradores, para que cuidem dos interesses e obrigações daqueles no vínculo de uma companhia: segundo a teoria, os processos de Fusões e Aquisições decorrem da necessidade que os administradores têm de maximizar a sua própria necessidade no seio da companhia, garantido-lhes o próprio emprego e maiores salários; enquanto aos acionistas interessa o retorno positivo desses mesmos processos, medidos principalmente através da criação de valor para as ações da companhia e a sinergia operacional pós-processo de F&A.

No mundo os processos de F&A começaram a acontecer com mais intensidade a partir da década de 70, mas no Brasil esses mesmos processos tiveram ocorrência sobressalente principalmente a partir da década de 90 quando houve a estabilização da moeda através do Plano Real. Desde então as fusões e aquisições tem se tornado cada vez mais comum, contribuindo para o acirramento da disputa por mercado entre os principais conglomerados nacionais e

transnacionais. Nesse cenário o varejo tem sido alvo frequente de fusões e aquisições em razão especial pelo tamanho do mercado consumidor interno do Brasil, composto por dezenas de milhões de consumidores potenciais.

Em 2011, no seio da competição do mercado varejista brasileiro aconteceu a aquisição da Camicado, uma rede de varejo de moda para o lar fundada em São Paulo-SP em 1987 e nomeada em homenagem ao sobrenome dos fundadores – três irmãos oriundos de um família de imigrantes japoneses. A adquirente da operação, Lojas Renner S.A., buscava um posicionamento estratégico no mercado que lhe permitisse focar os seus negócios de vestuário em suas próprias lojas, enquanto fazia varejo de moda para o lar através da Camicado. Essa aquisição visou, contudo, não apenas diversificar suas operações varejistas, mas também incrementar suas receitas líquidas, suas margens operacionais e principalmente os seus lucros ao combinar as operações das duas companhias. Os retornos desse processo, naturalmente positivos para a adquirida conforme a literatura prevê, foram benéficos também para as Lojas Renner S.A que fomentou seu negócio ao incrementar um novo nicho de atuação no mercado brasileiro – moda para o lar e decoração.

1.2 Problema

Quais foram os impactos financeiros para as Lojas Renner da aquisição da Camicado em 2011 no quinquênio 2009-2013?

1.3 Objetivos geral e específico

1.3.1 Objetivo geral

Analisar as Fusões e Aquisições do ponto de vista estratégico para uma empresa no ramo varejista sob o caso concreto de uma aquisição no mercado de varejo brasileiro: a aquisição da Camicado pelas Lojas Renner S.A em 2011.

1.3.2 Objetivos específicos

Analisar a criação de valor para os acionistas das Lojas Renner S.A da aquisição da Camicado;

Analisar a sinergia operacional gerada pela aquisição da Camicado pelas Lojas Renner S.A; e,

Entender os impactos estratégicos que a aquisição da Camicado gerou para o posicionamento no mercado das Lojas Renner S.A.

1.4 Justificativa

O varejo é um segmento da economia brasileira e global que tem presenciado processos de Fusões e Aquisições que têm transformado a faceta do segmento pelo surgimento de grandes conglomerados multinacionais. O varejo está em constante expansão e as mudanças são tão repentinas quanto diversas, razão essa que justifica o estudo proposto neste trabalho que versa as consequência dos processos de Fusões e Aquisições no seio do mercado varejista a fim de permitir que o conhecimento advindo desta pesquisa possa servir de moldes para incrementar a literatura vinculada ao esse campo.

O estudo dos processos de Fusões e Aquisições é tema recorrente na literatura acadêmica brasileira e os resultados encontrados não são conclusivos quanto à eficácia desses mecanismos para gerar riqueza à empresa adquirente ou para trazer retornos aos acionistas. Por essa razão, a segunda justificativa desta pesquisa é avançar o estudo desses processos na literatura brasileira através de um evento que ocorreu no varejo brasileiro em 2011.

Além disso, esta pesquisa, por se tratar do estudo de um fenômeno entre duas empresas brasileiras, vem a acrescentar dados inerentes ao mercado brasileiro, contribuindo para propagar os resultados advindos da atuação de empresas nacionais nos processos de Fusões e Aquisições, contribuindo, assim, para fomentar na literatura acadêmica brasileira as particularidades e suscetibilidades do mercado brasileiros a esses processos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fusões e Aquisições

2.1.1 Origem e Conceito das F&A

As Fusões e Aquisições (F&As) são parte da essência do próprio capitalismo e contribuiu para o surgimento da “corporação moderna” assim intitulada por Berle Jr. e Means (1932). O capitalismo moderno não poderia ter vivenciado todas as transformações sociais e econômicas não fossem os processo de F&As que principalmente a partir da década de 1960 tem sido recorrentes no mundo empresarial. Esse período, conhecido como quarta onda das F&As, em razão do intenso desenvolvimento tecnológico das comunicações, transportes e maior integração dos mercados mundiais com a abertura econômica de muitos países, tem beneficiado de maneira consistente o mercado brasileiro, especialmente após a estabilização da moeda e controle da inflação através do Plano Real (WOOD, VASCONCELOS e CALDAS, 2003; CAMARGOS e COUTINHO, 2008; MARION FILHO e VIEIRA, 2010).

Nesse cenário destacam-se também a oportunidade que o *boom* da internacionalização e a liberalização econômica permitiu às empresas brasileiras engajar-se numa ascendente de investimentos estrangeiros diretos, acesso a crédito e principalmente oportunidades de expansão doméstica e internacional. Para Camargos e Barbosa (2009, p. 207), “os processos de fusões e aquisições são inerentes à concorrência capitalista e guardam estreita relação com as condições do mercado de capitais, mas principalmente com as grandes corporações” (CAMARGOS e BARBOSA, 2005; 2009).

Faz-se mister reconhecer que a fundamentação das F&As encontra-se ancorada na origem e crescimento da firma que, desde Adam Smith, cujos estudos deu origem à Teoria da Firma, passou de instituição racional focada na especialização para uma instituição dotada de vontade e objetivos próprios e conhecida por “corporação moderna”, detentora em si de estruturas organizacionais mais complexas (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

Para Mussnich (1979 *apud* CAMARGOS e COUTINHO, 2008), o desenvolvimento da corporação moderna aconteceu em dois estágios: no primeiro estágio, a corporação se identifica com o próprio fundador, detentor desse do poder de decisão e dos meios de produção; o segundo estágio, contudo, presencia o advento dos administradores profissionais que, detentores dos conhecimentos técnicos de gestão empresarial, assumem as operações executivas das corporações, gerando também o crescimento dessas mesmas corporações. Esse crescimento atraiu naturalmente investidores que, desejando retornos financeiros para suas aplicações, investiram nas nascentes corporações, gerando nesse processo a pulverização da propriedade das mesmas que não mais em mãos de um dono passaram a ser geridas por administradores por profissão e controladas por investidores que agora detinham ações ou cotas dessas corporações e delas se tornaram os donos.

Não por coincidência as F&As e o mercado financeiro caminham lado a lado desde o nascimento das corporações monopolistas. Segundo Cano (2002),

“O capital financeiro monopolista potencializou o processo concorrencial ao imprimir forte acumulação de capital às economias desenvolvidas e vigoroso processo de inovações e ganhos de produtividade, acirrando a competição entre empresas. Como empresas oligopólicas não são facilmente elimináveis por simples força da concorrência, a fusão ou aquisição de empresas, ou até mesmo a aquisição de todas as concorrentes (quando foi permitido), se mostrou como excelente alternativa para as empresas financeiramente mais fortes. O capital financeiro monopolista potencializou, significativamente, o processo de F&As.” (2002, p. 2-3)

No contexto da emergência do capital global monopolista e a economia globalizada que exige das companhias cada vez mais capacidade de competir nesse mercado, Rasmussen (1989) afirma que as F&As tornam-se meio eficiente para alocar recursos nessa economia global e executar estratégias corporativas. Em síntese, as F&As compõem a estratégia das empresas para crescer e expandir rapidamente, conquistar novos mercados, gerar economia de escala, ganhar ativos no mercado, diminuir o risco operacional, gerar sinergias e melhorias operacionais, proteger das incertezas dos mercados e dos concorrentes, ou pura e simplesmente para sobreviver no mercado. Além disso, as F&As permitem racionalizar a produção, diversificar os serviços e produtos, e substituir gestões ineficientes (CAMARGOS e

BARBOSA, 2005; IRELAND, HOSKISSON, HITT, 2015; MONTEIRO, 2014; PENROSE, 1979).

Segundo Ribeiro (2002), um dos motivos para as F&As é obter ativos estratégicos: esses ativos são marcas, patentes ou redes de distribuição que, no percurso natural do crescimento de uma firma levaria muito tempo, num processo de F&As podem ser obtidos rapidamente (RIBEIRO, 2002).

Para Brealey e Myers (2006), os motivos para a realização de processos de F&As incluem economia de escala e de integração, aquisição de ativos complementares, vantagens tributárias, diversificação, aumento dos lucros para os acionistas, oportunidades de financiamentos, redução de ineficiências.

Para Santana et al (2016),

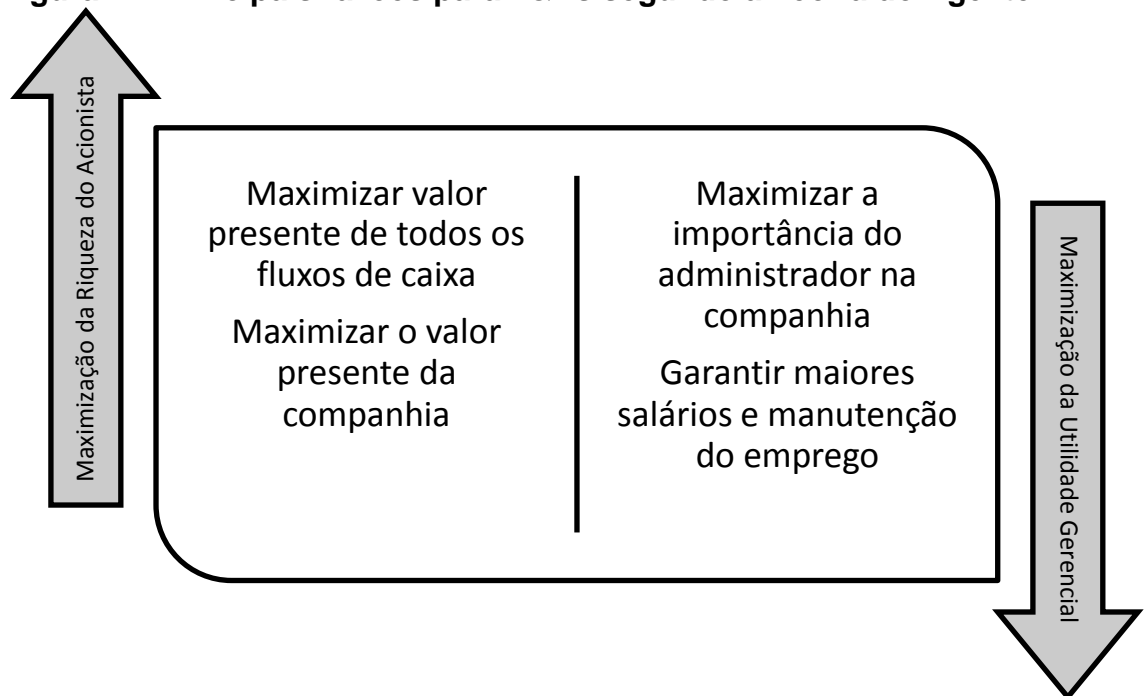
“os processos de F&As visam basicamente o acesso a novos mercados, tecnologias e competências, maior poder econômico e de competição, sinergias e melhoria de eficiências administrativas e operacionais, diminuição do risco operacional e financeiros, proteção de mercado contra a entrada de concorrentes estrangeiros, aquisições indesejadas ou a simples sobrevivência” (p.165).

Contudo, embora muitos os motivos, segundo Zin (2014) as F&As tem principalmente dois motivos: a maximização do valor para o acionista e a maximização da utilidade gerencial. Essa dualidade, exposta na Figura 1, nasce com a corporação moderna que, tendo dissociado o proprietário do controle executivo da corporação e pulverizado esse mesmo controle entre acionistas, delegou as funções executivas aos administradores: na corporação moderna o acionista detém a ação, mas não a corporação, fazendo emergir com esse fato a propriedade passiva, dada ao acionista que detém o lucro, e a propriedade ativa que é detida pelo administrador a quem é delegado poder de decisão. Essa característica deu origem à teoria dos agentes segundo a qual as grandes corporações modernas estão permeadas pela relação de agência que é o contrato em que os principais, ou acionistas, outorgam autoridade aos agentes para que cuidem dos interesses e das obrigações daqueles (BRADLEY, DESAI, KIM, 1988; CAMARGOS e COUTINHO, 2008; FIRTH, 1980; ZIN, 2014).

Nessa mesma linha, Firth (1980 *apud* Romano, 2015) argumenta que existem duas teorias da firma que explicam as F&As: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas sustenta que as companhias tendem a tomar decisões que gerem

aumento do valor gerado ao acionista; e a segunda, a teoria da maximização da utilidade gerencial, sustenta que os administração tenderão a maximizar a sua própria utilidade em detrimento da maximização da riqueza do acionistas no sentido de que, através do processo de F&A, tornando a empresa maior, reduz-se o risco de demissão e aumentam as necessidades de mantê-los (os administradores) à frente do negócio.

Figura 1 – Principais razões para F&As segundo a Teoria do Agente



Fonte: Elaborado pelo autor (BRADLEY, DESAI, KIM, 1988; CAMARGOS e COUTINHO, 2008; ZIN, 2014)

Jensen e Meckling (1976) sustentaram a teoria da maximização da utilidade gerencial através do “problema do agente”. Em suas palavras,

“an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities, of the agent. In addition in some situations it will pay the ngenr to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if

he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal's viewpoint.
(1976, p. 308)

A teoria do agente explica através do custo do agente que nem sempre o interesse do agente e do principal será o mesmo, portanto, dentro do escopo deste trabalho nem todas as Fusões e Aquisições estarão no melhor interesse dos acionistas detedores do capital e do controle das corporações, o que coloca a corporação moderna e as F&As em uma balança que, além das incertezas inerentes ao próprio mercado, traz a insegurança de uma relação inconstante entre o gestor da empresa e o detentor do capital dessa mesma empresa quanto aos frutos do crescimento, seja por vias naturais ou através de uma expansão rápida por fusão ou aquisição. O agente, ou administrador, tenderá sempre a maximizar a sua utilidade gerencial e com isso também o seu salário e o seu poder através de estratégias de F&As, embora esses processos possam vir a não trazer os mesmos retornos positivos aos principais da corporação.

Conclui-se que os processos de F&As, presentes em todo o mundo capitalista e estimulados pela globalização, fazem parte do escopo estratégico das companhias em todos os setores e segmentos da economia que pretendem, através desses processos, transformar, modificar e inovar os seus próprios negócios, buscando competitividade, economia de escala e de escopo, conquistar mercados e clientes, alocar recursos mais eficientemente, e principalmente, posicionar-se estrategicamente no mercado e diante dos seus concorrentes a fim de garantir a sua sobrevivência no longo prazo.

2.1.2 Retornos das F&A

Embora as Fusões e Aquisições (F&As) guardem estreita relação com o surgimento da corporação moderna e com o sistema capitalista em si, não existe consenso na literatura acerca dos benefícios que esses processos trazem para as empresas adquirentes, e não é sempre que atingem os objetivos esperados. Embora o mercado reaja a anúncios de F&As (Eckbo, 1983; 1985), as implicações dos eventos de F&As em relação ao retorno efetivo para as empresas participantes,

principalmente para a adquirente não é claro nem contudente. (IRELAND, HOSKISSON e HITT, 2015; HACKBARTH e MORELLEC, 2008).

Segundo Camargos e Barbosa (2009),

“Os processos de F&As integram a estratégia empresarial, e por meio deles as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outras coisas. Apesar disso, não devem ser encarados como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, devido ao elevado grau de complexidade, risco e incerteza que permeiam essas operações, além da ausência de um consenso sobre ganhos (sinergias) e criação de valor.” (2009, p. 207)

Kloeckner (1994 *apud* CAMARGOS e COUTINHO, 2008) argumenta que as F&As, apesar do emprego recorrente nas últimas décadas, não foram plenamente incorporadas em uma teoria geral que suporte seu emprego. E segundo Ireland, Hoskisson e Hitt (2015), os principais motivos para o fracasso nas F&As estão na dificuldade de integração, falta de sinergia operacional e excesso de diversificação. Para Ireland, Hoskisson e Hitt (2015),

“Pesquisas sugerem que cerca de 20% de todas as fusões e aquisições são bem-sucedidas, aproximadamente 60% têm resultados decepcionantes e os 20% restantes são fracassos óbvios. As aquisições bem-sucedidas geralmente envolvem uma estratégia bem-concebida para a escolha do alvo, para não se pagar um ágio muito alto e para se empregar um processo de integração eficaz” (2015, p. 191).

Contudo, embora um tema não conclusivo, os retornos positivos para os acionistas da empresa adquirida e também para a própria adquirente podem ser encontrados na literatura de F&As. Zook (2003 *apud* SANTANA et al, 2016) argumenta que empresas que realizam sua expansão e crescimento muito distantes de seu *core business* tendem a não apresentar resultados positivos.

Jensen e Ruback (1983) indicaram que as Fusões e Aquisições analisadas na pesquisa deles criaram valor para os acionistas da empresa adquirida e que a adquirente não teve perdas no processo, e que a criação de valor para o acionista da empresa adquirente vem da oportunidade de fazer uso de recursos que apenas o processo de F&A pode proporcionar. Por sua vez, Mackinlay (1997) e Datta e Narayanan (1992) argumentaram que as empresas adquiridas tiveram retornos

positivos dos processos de F&As, mas as adquirentes tiveram retornos próximos a zero; Firth (1980) contraria essa tendência ao argumentar para a existência de perdas para os acionistas das empresas adquirentes e retornos positivos para os das adquiridas.

Para Santana et al (2016),

“Os processos de fusão e aquisição tendem a apresentar resultados ruins quando levam a empresa a se afastar de sua atividade principal, ou *core business*, ao passo que empresas que realizam cisões, ou *spin off*, focando e definindo melhor seu *core business*, tendem a apresentar resultados positivos” (2016, p. 164).

Duarte (2003 *apud* SANTANA et al, 2016) sugere que questões cruciais para o sucesso ou fracasso das F&As residem no encontro de culturas, gestão de pessoas e comunicação com diferentes *stakeholders*. Para Ireland, Hoskisson e Hitt (2015), uma F&A bem sucedida é aquela em que a empresa adquirida tem ativos que complementam o negócio principal da empresa compradora, alta sinergia entre compradora e adquirida, aquisição amigável e integração rápida, folga financeira e baixa dívida. Barney (1988 *apud* CAMARGOS e BARBOSA, 2009) argumenta que as F&As criam valor para o acionista quando conseguem duplicar as sinergias e o fluxo de caixa resultantes da expectativa da união das empresas.

A discussão em torno dos retornos, portanto, é acerca dos retornos positivos para as empresas adquirentes que, tendo movido esforços pelas F&As, esperam delas retornos para si, seus acionistas e seus dirigentes. A literatura até o presente tem reforçado a tendência de que os ganhos tem beneficiado principalmente a empresa adquirida. Os resultados contraditórios nesse quesito advêm de vários fatores, tais como o tamanho das amostras, o tamanho das empresas envolvidas e o setor e segmento dos processos de F&As. Como conclusão, Camargos e Barbosa (2009, p. 209) esclarecem que “os resultados dos processos de F&As nos estudos acadêmicos são, assim, inconclusivos, e deixam aberto a questão dos ganhos e benefícios para os acionistas, principalmente das empresas adquirentes”.

Do exposto e para fins de análise deste estudo, entende-se que as medidas para avaliar um processo de F&A que tenha obtido sucesso é medido pela criação de valor para o acionista, isto é, quando após o processo referido o acionista obtém ganho no aumento da receita, redução dos custos de transação/operação e aumento

do retorno sobre o investimento. E, tomando por base a pesquisa de Ireland, Hoskisson e Hitt (2015), pode-se postular que uma aquisição bem-sucedida envolve igualmente a aquisição de ativos complementares pela adquirente, alta sinergia, integração amigável e baixa dívida, de tal modo que esses indicadores possam servir para avaliar processo de F&A de maneira consistente visto que se trata de retornos verificáveis por metodologia e através de dados contábeis que são divulgados ao público.

2.1.3 Tipos de F&As

Segundo a Lei das Sociedade Anônimas (BRASIL, 1976), em seu artigo nº 227, aquisição ou incorporação “é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outras, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Para Romano, “uma aquisição é uma transação na qual uma firma, denominada adquirente, compra ações em circulação ou ativos de outra empresa, na qual somente uma delas, geralmente a compradora, mantém a identidade” (2015, p. 14). E segundo a UNCTAD, “a aquisição é a operação em que os ativos da empresa adquirida são incorporados aos ativos da empresa adquirente, desaparecendo apenas a primeira” (2000 *apud* MARION FILHO e VIEIRA, 1999, p.111). Portanto, a aquisição trata necessariamente da relação entre duas ou mais empresas em que existe a incorporação de uma pela outra. Isto é, uma aquisição é uma operação de F&A em que uma companhia adquire todos os direitos e obrigações de acordo com a lei sobre outra companhia de modo a substituir nesses mesmos direitos e obrigações os antigos donos.

As Fusões e Aquisições podem ser tanto domésticas quanto transfronteiriças: a primeira se realiza dentro da fronteira nacional entre empresas com sede no mesmo solo nacional e o segundo tipo, entre empresas com sede em solos diferentes. Os processos de F&A transfronteiriças normalmente envolvem Investimento Estrangeiro Direto (IED) num país por determinada empresa cujo objetivo é adentrar o mercado do país receptor do investimento para adquirir redes de distribuição ou plantas fabris que, num processo normal de crescimento da empresa, levaria um tempo muito maior (MARION FILHO e VIEIRA, 1999). Para Dunning (1988), as aquisições domésticas ou transfronteiriças visam adquirir

vantagem competitiva vis a vis aos demais competidores no mercado de atuação da empresa.

Em suas palavras,

“ownership advantages may be internally generated (e.g. through product diversification or innovations) or acquired by enterprises. If acquired, for example, by way of a purchase (be it domestic or foreign) of another enterprise, the presumption is that this act will add to the acquiring firm's advantages vis-a-vis those of its competitors (including the acquired firm)” (Dunning, 1988, p. 28).

Para Dunning (1988), conforme Figura 2, as aquisições transfronteiriças visam, além de adquirir vantagens competitivas em termos de localização, outros objetivos. Para o autor existem quatro razões para aquisições nessa modalidade: a) *market seeking*: aquisições para exploração de mercados domésticos; b) *resource seeking*: aquisições para exploração de recursos naturais; c) *efficiency seeking*: aquisição para gerar economias de escala; e, d) *strategic asset seeking*: aquisições para adquirir ativos estratégicos num determinado lugar.

Figura 2 – Razões para aquisições internacionais segundo Dunning



Fonte: elaborado pelo autor segundo Dunning (1988, p. 55)

Em termos de funcionalidade, as F&As podem ser classificadas em três categorias, conforme Figura 3: horizontais, verticais ou conglomeradas. As horizontais ocorrem entre empresas que atuam na mesma indústria ou setor e são

motivadas a esse processo para ressoar sinergia e aumentar poder de mercado. As verticais são aquelas em que as empresas possuem uma relação fornecedor-cliente, envolvendo empresas em pontos da rede logística ou da produção de produtos ou da prestação de serviços; esses processos são motivados principalmente para redução do custo de transação (CANO, 2002; MARION FILHO e VIEIRA, 1999; ROMANO, 2015).

E, por fim, as conglomeradas são processos que acontecem entre empresas em mercados distintos, entre empresas não relacionadas entre si e o motivo para esse processo é minimizar o risco do negócio diversificando a produção ou a prestação de serviços e maximizando a economia de escopo (CANO, 2002; MARION FILHO e VIEIRA, 1999; ROMANO, 2015).

Figura 3 – Funcionalidade das Fusões e Aquisições

Horizontal	Vertical	Conglomerada
<ul style="list-style-type: none"> • Entre empresas que na atuam no mesmo segmento • Visam através das F&A aumentar poder de mercado 	<ul style="list-style-type: none"> • Entre empresas com relação fornecedor-cliente • Visam através das F&A reduzir custos de transação 	<ul style="list-style-type: none"> • Entre empresas que atuam em mercados distintos • Visam diversificar o negócio e maximar economia de escopo

Fonte: Elaborado pelo autor (CANO, 2002; MARION FILHO e VIEIRA, 1999; ROMANO, 2015)

No escopo do trabalho analisado, o processo de aquisição da Camicado pelas Lojas Renner S.A se configura, portanto, como uma aquisição conglomerada por se tratar de empresas que atuam em mercados distintos, embora esteja no segmento de varejo e, além disso, o propósito da aquisição é diversificar o escopo de negócios da adquirente e gerar economia de escala. Tomando a teoria de Dunning (1988), essa aquisição, ainda, visou um *market seeking* por aproveitar a exploração de uma empresa já inserida em um determinado mercado que a adquirente não atuava; visou igualmente um *resource seeking* e um *strategic asset seeking* porque a aquisição proporcionou à adquirente o acesso a mais de vinte lojas físicas em pontos comerciais destacados, uma rede de distribuição logística e contratos comerciais com fornecedores nacionais e internacionais e, com isso, permitiu a aquisição de um ativo estratégico no mercado de varejo de moda no Brasil.

2.2 Varejo

2.2.1 História e Conceito

O varejo está presente na vida de bilhões de pessoas em todo o mundo que diariamente necessitam realizar trocas comerciais e encontram no varejo a oportunidade de realizar suas necessidades, desejos ou sonhos através, normalmente, de um valor monetário. O varejo é tão antigo quanto o homem porque é um conjunto de atividades que agrega valor a determinado serviço e produtos que será vendido a outro para uso pessoal ou familiar e esse processo persiste na história humana desde os primórdios da civilização (NOVAES, 2007).

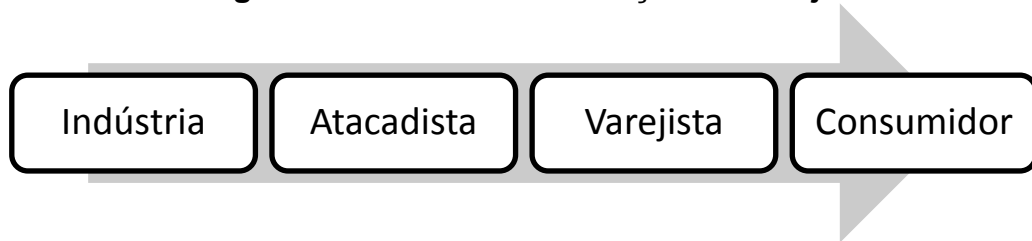
Para Levy e Weitz (2000), varejo é um conjunto de atividades de negócios que adicionam valor a serviços e produtos. Segundo Mattar (2011, p. 1), “o varejo consiste nas atividades de negócios envolvidas na venda de qualquer produto ou prestação de serviço a consumidores finais, para utilização ou consumo pessoal, familiar ou residencial”. Nesse sentido concorda Parente (2000), que o varejo consiste em “todas as atividades que englobam o processo de venda de produtos e serviços para atender a uma necessidade pessoal do consumidor final” (2000, p. 22 *apud* Carraza, 2015, p. 12).

Para Kotler (2000), varejo inclui todas aquelas atividades que estão relacionadas à venda de produtos e serviços a consumidores finais para fins pessoais e não comerciais, isto é, trata-se da última etapa do canal de distribuição de produtos e mercadorias que se inicia na indústria e termina no consumo com o comprador final, conforme Figura 4. Em suma, o varejo é a atividade comercial cujo faturamento advém da venda de mercadorias (produtos) ou serviços no mercado amplo para consumidores finais e cujos fins para consumo são pessoais, não comerciais (KOTLER, 2000).

Berman e Evans (1998, p. 3 *apud* Carraza, 2015 p. 12), consideram que “o varejo consiste naquelas atividades relacionadas com a venda de bens e serviços ao consumidor para seu uso pessoal, familiar ou doméstico”. O varejo, portanto, trata-se do amplo cenário de vendas e compras que abastecem as residências de um determinado local, englobando um conjunto de atividades que agrega valor aos

produtos naquele que é o último estágio do processo de distribuição no mercado (LAS CASAS, 1994; MATTAR, 2011).

Figura 4 – Canal de distribuição no varejo



Fonte: Elaborado pelo autor (KOTLER, 2002; LAS CASAS, 1994; MATTAR, 2011)

O comércio é uma prática tão antiga quanto a humanidade em si e está nas origens de todas as sociedades conhecidas, nem sempre acontecendo por meio de moeda, mas por muitos séculos por meio do escambo (NOVAES, 2007). Para Mattar (*op. cit.*, p. 2), “o surgimento da moeda revolucionou a atividade comercial facilitando os processos de troca, pois agora passava a existir um ‘produto’ (moeda) que tinha valor e era do interesse de qualquer grupo na realização de trocas”. Nas origens do varejo moderno, Novaes (*op. cit.*, p. 2) salienta para o surgimento dos “armazéns gerais” – *general stores* – na fase colonial americana que eram imbuídos da capacidade de abastecer a região oeste dos Estados Unidos através dos caminhos das caravanas e das linhas férreas, enquanto Mattar estabelece que no século XVIII de modo geral as pequenas cidades eram abastecidas por “lojas gerais” por meio das quais “podia ser encontrado qualquer tipo de produto, desde alimentos e roupas até implementos agrícolas” (*op. cit.*, p. 2).

Ambos os autores ressaltam que esse comércio por estabelecimentos gerais foi transformado com a comercialização de produtos por catálogos que, segundo Novaes (*op. cit.*, p. 3) e Mattar (*op. cit.*, ps. 2-3), foi facilitado através do desenvolvimento do sistema postal americano. Nesse período, também reforça Mattar (*op. cit.*, ps. 2-3), surgiu a especialização varejista com o surgimento de divisão de funções no comércio com a emergência dos atacadistas com papel e atuação diversos dos varejistas, sendo que estes se especializaram através da venda de produtos agrícolas e, após a industrialização de massa, produtos manufaturados aos seus consumidores, os clientes finais.

Foi em meados do século XIX que a especialização do varejo transformou para sempre o comércio moderno, e essa especialização do comércio foi um fenômeno que abrangeu tanto os varejistas quanto os atacadistas. Segundo Mattar (*op. cit.*, p. 3-4), o primeiro varejista de venda de massa surgiu na França em 1852 com o nome *Le Bon Marché*, no formato de loja de departamentos; nos Estados Unidos em 1870 foi inaugurado o Rowland Macy como uma “grande loja de departamentos”; e em 1912 outro desenvolvimento revolucionou o comércio, quando “a mercearia Great Atlantic and Pacific Tea Company passou a funcionar com preços predeterminados fixados nos produtos e de forma a que os próprios consumidores percorressem a loja fazendo seus sortimentos de produtos”, surgindo aí o autosserviço (MATTAR, *op. cit.*, p. 3).

A revolução do comércio havia atingido um ponto crucial onde o conceito de comércio varejista estava definido com a criação das primeiras lojas de varejo de venda de massa na Europa e nos Estados Unidos, momento a partir do qual os avanços do setor se dariam sobre os avanços já atingidos, isto é, revoluções internas de um conceito desenvolvido na passagem do século XIX para o século XX: lojas departamentizadas, precificadas e dispostas ao autosserviço: nascia o supermercado. Está o autosserviço tão vinculado ao conceito de supermercado que, segundo Novaes, “a operação dos supermercados está basicamente ligada ao conceito de autosserviço” (*op. cit.*, p. 6).

A especialização transformou o varejo de massa nesse período por permitir a individualização na busca por bens e serviços em um cenário de crescimento do consumo de massa em todo o mundo. Segundo Mattar (2011, p. 54), “a estratégia de operação do varejista especializado é dirigida para atender às necessidades e desejos muito específicos de segmentos de mercado bastante homogêneos”. Hoje a especialização é característica varejista.

No Brasil, os primeiros estabelecimentos comerciais surgiram no final do século XIX e começo do século XX, conforme Tabela 1, sendo nesta ordem: Casa Masson, 1871; Casas Pernambucanas, 1906; Mesbla, 1912; e Martin Stores, 1913 (MATTAR, *op. cit.*, p. 8). Todos esses estabelecimentos comerciais instalados em solo brasileiros trouxeram ao país os modelos de varejo em prática nos Estados Unidos e na Europa, não representando uma evolução do comércio nacional, mas uma replicação de práticas desenvolvidas no exterior (BELIK, W. In: MORGADO, M.

G.; GONÇALVES, M. N., 1997, p. 23-50, *apud* MATTAR, *op. cit*, p. 8). Para Mattar, “o varejo brasileiro foi sendo implementado copiando experiências bem-sucedidas no exterior e, gradualmente, foi moldando-se às características do mercado” (*op. cit*, p. 9).

Tabela 1 – Pioneiros em supermercados no Brasil

Supermercado	Data	Local
Americano	Março de 1953	SP
Sirva-Se	Agosto de 1953	SP
Peg-Pag	Dezembro de 1954	SP
Disco	Novembro de 1956	SP
Pão de Açúcar	Abril de 1959	SP

Fonte: MATTAR (2011, p. 9)

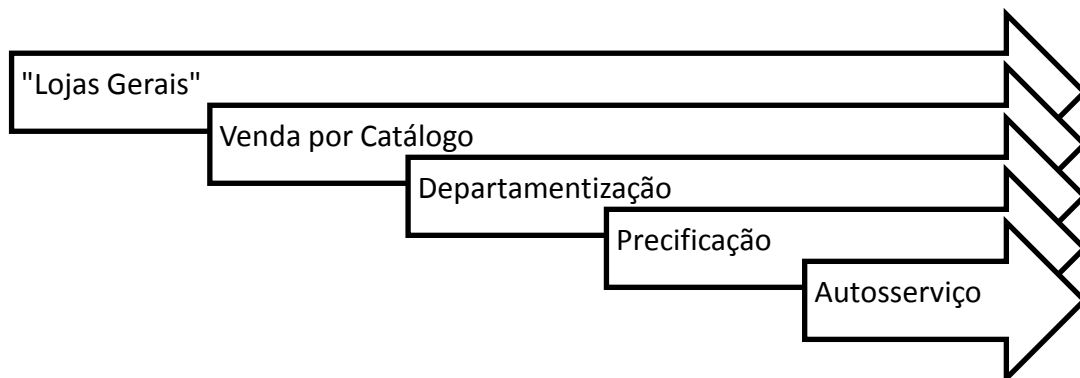
Mas, diferentemente das contrapartes na Europa e na América do Norte, o Brasil não conheceu o mercado varejista até a segunda metade do século XIX, pois até então o comércio era realizado por mascates em caravanas que levavam ao interior do país produtos de interesse das pessoas em povoados (MATTAR, *op. cit*, p. 8). Para Novaes, o varejo brasileiro só viria a se desenvolver “com a motorização acentuada da população, que se iniciou no Brasil em fins da década de 1950 com a implantação da indústria automobilística, e com o uso crescente da geladeira no ambiente doméstico, criaram-se condições para o surgimento dos supermercados” (*op. cit*, p. 6). Para Gimpel (1980), o desenvolvimento da indústria impulsionou fatores que permitiram o alvorecer do varejo brasileiro, tais como o crescimento das cidades, o aparecimento da classe média urbana e a emergência de um consumidor com maior renda disponível.

O mercado varejista brasileiro teve inovações a partir da década de 1940, quais sejam os marcos dessa fase de inovações: a implantação de autosserviço no setor de perecíveis com o Frigorífico Wilson implantando o modelo em sua loja de fábrica em 1947; a vinda da Sears para o Brasil em 1949 com a instalação de uma loja departamentizada aos moldes do autosserviço e distante do centro urbano, e o surgimento dos primeiros supermercados no mercado (MATTAR, *op. cit.*, p. 9).

A partir da década de 1970 em razão do crescimento econômico do país houve uma “expansão orgânica de diversos setores do varejo, em particular das redes de lojas de eletrodomésticos (Casas Bahia, Arapuã, Ponto Frio e Buri), supermercados (Pão de Açúcar, Sé e Bom Preço), variedades (Lojas Americanas e Lojas Brasileiras) e departamentos (Mesbla e C&A)” (SOUZA; SERRENTINO, 2002, p. 84, *apud* MATTAR, 2011, p. 10).

Por fim, o varejo é tão antigo quanto o homem: entende-se como o intermediário final entre produtores e consumidores, entre indústria e clientes, permitindo trocas eficientes entre os atores e possibilitando ao varejista agregar valor a essas trocas, realizando-se normalmente em um espaço físico, mas hoje tem emergido o comércio eletrônico como alternativa para trocas. O varejo transformou-se nos últimos duzentos anos numa ascendente evolutiva de modos de fazer comércio, conforme Figura 5, até emergir a cultura da departamentalização das lojas e o autosserviço dos clientes e, por fim, a especialização das lojas e redes de varejo que optaram por oferecer aos seus consumidores nichos próprios de mercado para atender demanda especializada (CHURCHILL e PETER, 2000; KOTLER 2002; MATTAR, 2011; NOVAES, 2007).

Figura 5 – Evolução do varejo



Fonte: Elaborado pelo autor (MATTAR, 2011)

De tudo o exposto, pode-se concluir que o setor varejista é composto por uma amplitude de fatores que se desenvolveram ao longo da história do comércio, mais precisamente através das transformações nas sociedades modernas, especialmente a americana, a partir do século XIX. O desenvolvimento das linhas férreas e dos meios de comunicação assim como o crescimento das cidades proporcionaram o

ambiente propício para o surgimento das primeiras cadeias de varejo que a partir do século XX desenvolveu os conceitos de departamento, autosserviço, precificação e especialização, características que hoje definem o mercado varejista no mundo e no Brasil.

2.2.2 Varejo de Moda no Brasil

Tal qual o varejo, a moda é parte da história e desenvolvimento do homem e em razão disso está inserida na evolução dos costumes. O mercado de moda acompanha as culturas e costumes e também as necessidades dos consumidores que, além dos padrões culturais, também são afetados por questões morais, políticas e sociais e especialmente econômicas. A moda é influenciada por fatores sociais e os consumidores usam a moda e os produtos para representar tipos sociais com os quais se representam no consumo (FEGHALI e DWYER, 2001; McCracken, 2007; PINTO e LARA, 2009).

Segundo McCracken (2007),

Os bens de consumo têm uma significância que vai além de seu caráter utilitário e seu valor comercial. Essa significância reside, em grande medida, na capacidade que têm os bens de consumo de carregar e comunicar significado cultural (2007, p. 100).

E,

Os bens podem ser vistos como uma oportunidade de exprimir o esquema categórico estabelecido por uma cultura. Os bens constituem uma oportunidade de dar matéria a uma cultura. Como qualquer outra espécie de cultura material, os bens permitem que os indivíduos discriminem visualmente entre categorias culturalmente especificadas, codificando essas categorias sob a forma de um conjunto de distinções materiais (2007, p. 102).

O mercado de moda brasileiro é encabeçada pelas Lojas Renner com faturamento de R\$ 8 bilhões pela rede, faturamento médio por loja de R\$ 21,2 milhões, e faturamento médio por colaborador de R\$ 478.565; dentre todos os faturamentos de todos os segmentos do varejo as Lojas Renner estão em 10º lugar.

O segmento de varejo de moda compõe 5% de todo o mercado varejista no Brasil, atrás apenas do mercado automobilístico (IBEVAR, 2015).

O mercado de moda no Brasil é um mercado fragmentado em inúmeros concorrentes, embora exista grandes corporações atuantes no mesmo. As cinco maiores corporações no varejo de moda no Brasil, conforme Tabela 2, perfazem 20% do mercado de moda brasileiro, favorecendo aquelas empresas com serviços de integração de consumo e redes locais (OLIVEIRA, 2017).

Tabela 2 – Maiores varejistas de moda no Brasil em 2016

Participação de Mercado	Percentual (2016)
Renner	5,6
C&A	5,1
Riachuelo	4,4
Lojas Marisa	2,4
Zara	1,1

Fonte: Oliveira (2017, p. 8)

A perspectiva para 2018 é que o mercado de moda brasileiro supere R\$ 200 bilhões em comércio, segundo o Valor Econômico (BOUÇAS, 14 dez 2017).

2.3 Histórico das Companhias

A seguir apresenta-se a história das duas empresas, Lojas Renner S.A, fundada e sediada em Porto Alegre-RS, e Camicado, fundada e sediada em São Paulo-SP. Ambas empresas de referências em seus respectivos segmentos e ambas redes que atuam no conceito de lojas especializadas. As duas companhias desenvolveram-se redes de atuação a nível nacional e estão presentes em todas as regiões do Brasil – no momento da aquisição a Camicado estava presente em três regiões: sudente, sul e centro-oeste.

As Lojas Renner S.A focam em atender público classe A-B com ofertas também para classes C-D, no segmento de moda de vestuário para ambos os sexos, adulto e infantil, além de trabalhar com produtos de marca própria e oferta produtos com qualidade; enquanto a Camicado atua no segmento casa e decoração, ofertando produtos para utilidades domésticas, decoração e eletroportáteis, com

tendência para importação de produtos e venda de produtos marca própria, voltada para atender público A-B principalmente.

2.3.1 História e Posicionamento das Lojas Renner

As lojas Renner S.A são a maior varejista de moda do Brasil e foi constituída em 1965 como S.A, tendo sido a primeira corporação brasileira com 100% das ações negociadas em bolsa e está listada no Novo Mercado, grau mais elevado dentre os níveis diferenciados de governança corporativa da B3.

Segundo a Exame, em julho de 2017 as Lojas Renner S.A. são a maior varejista de moda do Brasil e a 11º do mundo em valor de mercado, totalizando um valor de mercado de US\$ 5,75 bilhões, sendo uma empresa mais valiosa que marcas mundiais como a Ralph Loren. Em 2017, a empresa registrou lucro líquido de R\$ 732,7 milhões, alta de 17,2% em relação ao ano anterior; EBITDA ajustado registrou R\$ 1,48 milhão, avanço de 10,2%; e receita líquida avanço 15,4% para R\$ 7,44 bilhões (AZEVEDO, 16 jun. 2017; BOUÇAS, 8 fev. 2018; SANT'ANA, 28 fev. 2018).

A rede está presente em todas as regiões do Brasil através de lojas da marca Renner, que vende vestuário masculino e feminino para públicos adulto e infantil, da Camicado, marca que atua no segmento de casa e decoração, da Youcom, loja de moda jovem, e da Ashua, marca de moda *curve* e *plus size*. Em 2017 as lojas Renner expandiram sua operação para fora do país, abrindo sua primeira loja no Uruguai e hoje contam com mais de 500 lojas considerando todos os formatos da corporação (BOUÇAS, 6 nov 2017).

Foi como parte do Grupo A. J. Renner, indústria fabril instalada em Porto Alegre-RS, que as Lojas Renner abriu na capital gaúcha o seu primeiro ponto de venda cujos produtos eram artigos têxteis em 1922. Em 1940 a loja passou a operar em forma de loja de departamentos e ampliou o seu mix de produtos. Mas foi em 1965 que o Grupo A. J. Renner optou por tornar independentes as empresas que o compunham: nesse ano nasceram as Lojas Renner S.A e, em 1967, a companhia tornou-se uma de capital aberto.

Após duas décadas de bom desempenho econômico, as Lojas Renner passaram por uma crise de vendas e lucratividade. Na década de 90, a rede

profissionalizou-se, deixando a gestão familiar para profissionais da administração e, em 1998, teve o controle adquirido pela J. C. Penney Brazil Inc, subsidiária de uma das maiores redes de lojas de departamento dos Estados Unidos da América, o que desencadeou um plano de expansão nacional para as Lojas Renner que viria a culminar em torná-la referência em gestão e a maior empresa de moda varejista do Brasil.

Na década de 90, a empresa passou por uma transformação de posicionamento de mercado: deixou de vender marcas internacionais pelas quais pagava *royalties* para vender marcas nacionais a preços acessíveis, mudou o formato da loja de departamentos para loja especializada em moda, focou o negócio em moda e criou a Filosofia do Encatamento, segundo a qual a empresa e seus colaboradores buscam não apenas satisfazer, mas superar as expectativas dos clientes (BOUÇAS, 8 fev. 2018).

Como subsidiária do Grupo J. .C. Penney as lojas Renner se beneficiaram por ter acesso a fornecedores e créditos internacionais, controles de gestão mais eficientes e elaboradores e pontos de marketing mais sólidos. Hoje a empresa trabalha com coleções que se renovam periodicamente em *lifestyles* voltados para os públicos masculino e feminino, adulto e infantil, seja no estilo conservador, seja no moderno e arrojado, criando, para acompanhar essa transformação o slogan “Você tem seu estilo. A Renner tem todos”.

Em 2005 a companhia atuava em 64 pontos de venda em todo o país quando a J. C. Penney com conjunto os administradores optou pela venda do controle da companhia através da oferta pública de ações na Bolsa de Valores de São Paulo, fazendo com que a empresa entrasse no Novo Mercado da Bovespa como primeira companhia do Brasil a ter capital pulverizado (LOJAS RENNER 2017).

A partir de 2007 as Lojas Renner passaram a expandir suas operações para o nordeste e no mesmo ano implantou a área de Produtos Financeiros. O ano seguinte marcou a expansão para o Norte do Brasil e hoje a rede conta com mais de trezentas lojas da marca Renner em todo o país (BALANÇO ANUAL RENNER 2017).

No Quadro 2 é apresentado panorama atualizado das Lojas Renner S.A.

Quadro 1 – Perfil das Lojas Renner

(continua)

	
Razão social	Lojas Renner S.A.
Tipo	Empresa de capital aberto
Slogan	<i>Você tem seu estilo, a Renner tem todos.</i>
Cotação	BM&F Bovespa: LREN3
Segmento	Varejo
Gênero	Sociedade Anônima (S.A.)

Quadro 1 – Perfil das Lojas Renner

(conclusão)

Fundação	1912 (106 anos)
Fundador(es)	Antônio Jacob Renner
Sede	Porto Alegre, RS, Brasil
Presidente	José Galló (CEO)
Empregados	19.989
Produtos	Vestuário, calçados, acessórios, moda íntima, cosméticos e perfumaria, além de seguros, empréstimos e títulos de capitalização..
Valor de Mercado	R\$ 25,3 bilhões
Subsidiárias	Camicado Houseware, YouCom, Realize Soluções Financeiras
Website oficial	www.lojasrenner.com.br

Fonte: Balanço Anual 2017 das Lojas Renner

2.3.2 História da Camicado e a aquisição pela Renner

Segundo o Balanço Anual das Lojas Renner S.A de 2011, as Lojas Renner, cuja atividade principal envolve o comércio no varejo de artigos de vestuário, artigos de esportes e outros próprios de loja de departamento no mercado nacional, adquiriu a Max Mix Comercial Ltda, detentora da marca “Camicado”, cuja atividade principal é o varejo de utilidades domésticas, artigos de cama, mesa e banho e decoração, e dona de 28 (vinte e oito) lojas nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste do Brasil, numa operação que totalizou R\$ 165 milhões. Nessa operação, do valor total da compra foram descontados os ajustes de preço oriundos do endividamento líquido

da Camicado no valor de R\$ 12.689.729, 39 (doze milhões, seiscentos e oitenta e nove mil, setecentos e vinte e nove reais e trinta e nove centavos), e negociada a retenção de R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais) para eventuais perdas que a Camicado venha a sofrer e que servirão de indenização à “controladora” pelos ex-controladores da Camicado em possíveis perdas, sendo esse valor liberado total ou parcialmente durante o prazo de 5 (cinco) anos a partir da compra (LOJAS RENNER, 2011).

De acordo com o §4 Da Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976),

“os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”

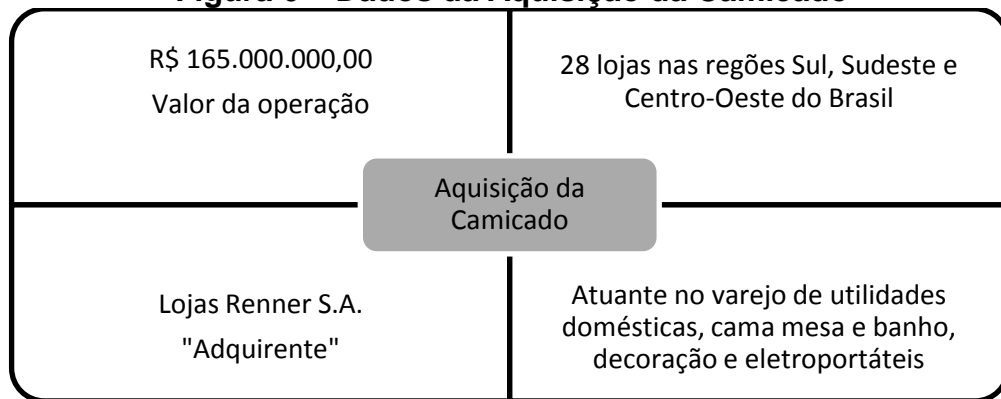
Por essa razão em atendimento ao disposto as Lojas Renner S.A. comunicou, em 12 de maio de 2011, a aquisição de 100% das quotas representativas de capital da Max Mix Comercial Ltda (“Camicado”), dando prosseguimento aos comunicados de Fatos Relevantes divulgados pela companhia em 4 de abril de 2011 e 4 de maio de 2011.

Segundo Fato Relevante divulgado em 12 de maio de 2011 pelas Lojas Renner S.A., “a operação representa mais um passo importante na consolidação dos negócios da Companhia no setor de varejo no Brasil, estando alinhada à sua estratégia de crescimento e de criação de valor para os seus acionistas”. Após essa operação, complementam agora as atividades da das Lojas Renner S.A (“controladora”) e suas controladas, além das atividades fins da própria “controladora”, o comércio varejista de utilidades domésticas, artigos de cama, mesa e banho, móveis e eletroportáteis, artigos para decoração e importação de mercadorias (LOJAS RENNER, 12 maio 2011).

A aquisição da Camicado é parte da estratégia das Lojas Renner S.A. para diversificar a sua atuação no varejo brasileiro através de uma marca consolidada no mercado brasileiro de utilidades domésticas e decoração e vários dados foram considerados nessa aquisição que alterou a fisionomia das Lojas Renner S.A (Figura 6). Estando as Lojas Renner segmentadas no varejo de vestuário e moda, adentrar no mercado de decoração e utilidades para a casa faz sentido se a estratégia é a

aquisição de uma empresa do setor e não a diversificação do seu mix interno, o que poderia ocasionar-lhe perdas de vendas e tirar-lhe a especialização que, segundo a teoria da firma, permite que as companhias tenham sucesso em segmentos em que se especializem a atuar.

Figura 6 – Dados da Aquisição da Camicado



Fonte: Balanço Anual das Lojas Renner, 2011; Notas Explicativas (2011)

Por isso a aquisição da Camicado é considerada como a porta de entrada das Lojas Renner no mercado de produtos do lar que possuía, em abril de 2011, potencial de consumo de R\$ 15,7 bilhões no Brasil. A Camicado, na ocasião, além das 28 (vinte e oito) lojas, contava com 800 colaboradres e havia faturado R\$ 153,1 milhões em 2010. A compra foi aprovada por 99,9% dos acionistas presentes na Assembléia das Lojas Renner e passará a ter presença nacional após a aquisição: a estratégia focará expansão de oitenta novas lojas em cinco anos após a compra e a nova operação da Camicado será jurídica e comercial distinta das Lojas Renner, servindo esta como apoio para expertise de operação, governança corporativa e tecnologia da informação. (AGENCIA ESTADO, 2011; G1, 2011a; G1, 2011b; BALANÇO ANUAL RENNER 2011).

A Camicado nasceu em 1980 na rua 25 de março em São Paulo-SP, fundada por Minolu Camicado, filho de japoneses, como uma loja de utilidades domésticas em que também era possível fazer Lista de Casamento (Quadro 3). O diferencial da Lista de Casamento impulsionou as vendas da empresa e a tornou referência nesse segmento. Em 2011 cerca de 80% das Listas de Casamento feitas na cidade de São Paulo-SP eram feitas pela Camicado (G1, 2011b; LOJAS RENNER, 2011).

As lojas da família Camicado localizadas na rua 25 de março permanecerão de fora da aquisição da rede pelas Lojas Renner, mas precisaram alterar o nome

para MCamicado a fim de distinguirem-se da Camicado Houseware que agora pertencem às Lojas Renner. A Camicado atende principalmente a clientes da classe alta (chamados no jargão de mercado de AB), mas tem potencial para atender clientes C em determinados produtos. Esse perfil para atender a classe média também pertence às Lojas Renner que, no entanto, atua no segmento de vestuário de moda (ZERO HORA, 4 maio 2011).

Trata-se, conforme exposto, de uma aquisição de tipo conglomerada em que uma empresa adquire outra de segmento diverso a fim de diversificar serviços e produtos, maximizar economia de escopo e conquistar *maior market-share*. As duas companhias, embora atuantes em segmentos diversos, atendem ao mesmo público e, portanto, permite haver *cross sale* entre marcas, o que contribui para a consolidação de ambas as empresas sem haver predação porque as empresas não vendem os mesmos produtos.

Tal operação de aquisição não poderia acontecer sem ceticismo por parte dos analistas de mercado que, segundo Nunes (2011) viam riscos à operação em relação ao vultoso valor pago pela compra da Camicado, previsões que não se justificaram porque posteriormente, além dos ganhos em vendas, houve consolidação de ambas as empresas em seus segmentos.

Quadro 2 – Perfil da Camicado Houseware

(Continua)

	
Razão Social	Max Mix Comercial Ltda
Gênero	Empresa Limitda
Slogan	<i>Casa com seu estilo</i>
Origem	Brasil
Fundação	1980
Fundador	Minolu Camicado
Sede da matriz	São Paulo
Proprietário	Lojas Renner S.A (desde 2011)

Diretor Executivo	André Oliveira
Presidente	José Galló
Faturamento	Não divulgado
Lucro	Não divulgado

Quadro 2 – Perfil da Camicado Houseware

(Conclusão)

Funcionários	+1.000
Segmento	Varejo
Quantidade de Lojas	100
Principais concorrentes	ETNA, Tok&Stok, MMartan
Produtos	Artigos de decoração, artigos para casa, artigos para cama, mesa e banho, utilidades domésticas, eletroportáteis, artigos para organização da casa, artigos para bar
Diferencial mercadológico	Lista de Casamento
Website oficial	www.camicado.com.br

Fonte: elaborado pelo autor

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é um estudo de caso, do tipo descritiva e quantitativa. Trata-se de um estudo de caso porque versa analisar um evento no varejo brasileiro em que uma empresa de referência em seu segmento adquiriu uma empresa menor de um segmento de mercado diferente do dela. É uma pesquisa do tipo descritiva porque visa descrever as características desse evento, que ocorreu em 2011, e estabelecer relações entre ele e as variáveis que descrevem o resultado desse fenômeno e também versá-lo à literatura de Fusões e Aquisições. E, por fim, é quantitativa porque aborda dados numéricos expostos em Demonstrações Contábeis e Balanços Patrimoniais e os usa para extrair conclusões objetivas de um fenômeno comercial.

Além disso, tal qual Camargos e Barbosa (2009), utiliza-se, nesta pesquisa, a técnica *ex-post-facto* em razão dos dados e fatos versados terem acontecido no passado, não sendo possível a interferência do pesquisador; e também é uma pesquisa transversal ou *cross-section*, pois o fenômeno analisado é estudado num determinado período do tempo de cinco anos, entre 2009 e 2013, e envolve duas empresas no mercado varejista brasileiro: as Lojas Renner, atuante no mercado de vestuário e moda, e a Camicado, rede paulista que atua no mercado de moda para casa e listas de casamento. Nesta pesquisa, foi analisada a aquisição da Camicado pelas Lojas Renner, os motivos para tal evento de acordo com a literatura de Fusão e Aquisição, e o resultado no reposicionamento estratégico de ambas as empresas após o evento; além disso, estudar-se-á as Demonstrações de Resultado de Exercício e o Balanço Patrimonial das Lojas Renner entre 2009 e 2013 a fim de verificar a saúde patrimonial e financeira dessa empresa no período de dois anos anterior ao evento e dois anos posterior ao mesmo evento.

Considera-se adequado não estender o período para mais de dois anos antes ou depois do evento para não enviesar os resultados porque as Lojas Renner, além da aquisição da Camicado, decerto tomou outras decisões estratégicas no período anterior e posterior que podem vir a também afetar os seus resultados financeiros e patrimoniais, eliminando a oportunidade de se verificar de maneira incisiva o impacto do fenômeno de 2011.

Para a análise dos dados contábeis, optou-se por seguir a metodologia desenvolvida por Camargos e Barbosa (2009) através da consolidação de métodos

de pesquisa de outros autores. Na metodologia desses autores, as fusões e aquisições são analisadas de acordo com variáveis que medem a Criação de Valor e a Sinergia Operacional entre as companhias estudadas e, do mesmo modo, neste trabalho, analisar-se-á a aquisição da Camicado pelas Lojas Renner de acordo com a mesma metodologia: verificar-se-á a Criação de Valor para a adquirente – Lojas Renner S.A – e a Sinergia Operacional que esse fenômeno gerou para ambas as companhias, utilizando dados contábeis.

Os dados contábeis foram retirados das demonstrações contábeis das Lojas Renner S.A divulgados publicamente pela própria companhia, optando-se por realizar os cálculos das variáveis pelos dados anuais e das demonstrações não consolidadas a fim de permitir um estudo que foque no impacto que a aquisição acarretou para o acionista das Lojas Renner S.A e não para o conglomerado a que essa empresa compõem e do qual fazem parte outras companhias, incluindo a Camicado após 2011.

3.1 Variáveis utilizadas

Conforme exposto acima, a metodologia para análise das variáveis foi tomada do trabalho de Camargos e Barbosa (2009) e está apresentada no Quadro 1. Para a Criação de Valor foram utilizadas três variáveis, quais sejam: Q de Tobin, Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial e Valor da Firma (*Firm Value*); e para as Sinergias Operacionais foram utilizadas outras quatro variáveis: Margem EBIT, EBITDA, Geração Bruta de Caixa e Crescimento das Vendas Líquidas. Em todas as variáveis foram utilizadas dados anuais coletados na data de 31 de dezembro de cada ano no período analisado neste trabalho e retirados das demonstrações contábeis das Lojas Renner S.A divulgadas tendo por referência a devida data.

O valor de mercado das Lojas Renner S.A constará nas análises dos resultados para fins de comparação com o *Firm Value* proposto pelos teóricos deste estudo e servirá para embasar a avaliação da empresa ano a ano.

Quadro 3 – Resumo das Variáveis utilizadas na pesquisa

GRUPO	VARIÁVEL	SIGLA	FÓRMULA DE CÁLCULO
Criação de Valor	Q de Tobin	QT	$QT = \frac{VMAO * + VMAP * + DIVT *}{AT}$
	Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial	VMVP	$VMVP = \frac{VMAO + VMAP}{PL}$
	Firm Value	FV	$FV = \frac{\text{Firm Value **}}{AT}$
Sinergias Operacionais	Margem EBIT	MEBIT	$MEBIT = \frac{\text{Lucro Operacional}}{VL}$
	Earnings before Interests, Depreciation and Amortization Taxes, and	EBITDA ou LAJIRDA	$EBITDA = \frac{\text{Lucro Ope. + Deprec. + Amortiz. + Outras Despesas}}{\text{Despesas Operacionais}}$
	Geração Bruta de Caixa	GBC	$GBC = \frac{EBITDA}{AT}$
	Crescimento das Vendas Líquida	CRESC	$CRESC = \frac{VL(t) - VL(t - 1)}{VL(t - 1)}$

Fonte: CAMARGOS e BARBOSA, 2009, p. 211.

* VMAO = valor de mercado das ações ordinárias; VMAP = valor de mercado das ações preferenciais; DIVT = valor contábil da dívida total, definida por: passivo circulante mais exigível a longo prazo mais estoque menos ativo circulante; AT = Ativo Total; PL = Patrimônio Líquido; VL = Vendas Líquidas.

** Firm Value = VMAO + VMAP + DbCP + DbLP + FinCP + FinLP + ACC - DICP

Para o Valor de Mercado, foi-se utilizado o valor da ação ON que consta no histórico da BMF-BOVESPA e a quantidade de ações para o exercício fiscal do ano que constam nas demonstrações contábeis divulgadas anualmente das Lojas Renner S.A em seus Balanços Anuais; o valor da ação e a quantidade serão consideradas de acordo com o fechamento do Balanço Anual das Lojas Renner, isto é, 31 de dezembro de cada ano fiscal, isto para fins de padronização nos cálculos e para evitar datas aleatórias escolhidas no calendário. Para o valor EBITDA utilizou-se os mesmos documentos e o valor corresponde aos dados anuais não consolidados, expressos em milhões (moeda R\$).

3.2 Definição Teórica das Variáveis

Este estudo investiga se a aquisição da Camicado pelas Lojas Renner representou criação de valor ao acionista e se gerou sinergia operacional para ambas as companhias. Para essa análise foram utilizadas sete variáveis e a escolha delas seguiu padrões encontrados na literatura de estudo de F&A.

3.2.1 Criação de Valor

3.2.1.1 Q de Tobin

Segundo Kammler e Alves (2009), o q de Tobin é uma teoria que sustenta que o investimento pode ser explicado significamente pela relação existente entre o valor de mercado das empresa e o custo de reposição do capital. Em sua fórmula básica o q de Tobin pode ser definido como:

$$q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

onde VMA representa o valor de mercado das ações; VMD, o valor de mercado das dívidas; e VRA, o valor de reposição dos ativos da firma. Se $q > 1$ a companhia tem incentivo a investir porque o valor do capital novo excede seu custo, e se $q < 1$ a companhia não tem incentivo para investir. Por esse motivo, o q de

Tobin tem sido utilizado pela literatura de F&A como uma *proxy* de performance do valor de mercado da companhia (FAMA e BARROS, 2000).

Para Pereira et al (2014),

Essa teoria considera que a decisão de investimento pode ser explicada pela relação entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição dos ativos físicos, ou seja, os valores a serem considerados na proposição não possuem relação com os valores históricos apresentados pela contabilidade societária e sim com os valores da realidade econômica atual da empresa, determinados pelo mercado (p. 3).

Embora o denominador da fórmula tenha sido o diferencial do modelo por desprender-se dos dados de contabilidade para auferir informações, tornou-se impraticável utilizá-lo porque essa informação depende de fatores que não podem ser observados nos ativos das empresas, fazendo essa fórmula, apesar do seu apelo e inovação, não ser utilizada pela maioria dos pesquisadores nos moldes originais (PEREIRA et al, 2014).

O q de Tobin foi posteriormente adaptado em outra fórmula por Lindenberg e Ross (1981) e conquanto a sua robustez teórica e fundamentação consistente, segundo Pereira *et al* (2014), o modelo dos autores foi considerado inviável devido ao custo e demora para mensurar o valor das dívidas e do custo de reposição, razão pela qual optou-se, neste trabalho, utilizar-se da definição do q de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994 *apud* Pereira *et al*, 2014; e *apud* FAMA e BARROS, 2000).

O modelo proposto por Chung e Pruitt (1994) substitui o valor de reposição dos ativos do modelo de Tobin (1969) pelo valor dos ativos totais descricionados na contabilidade, e é aceito amplamente na literatura (PEREIRA *et al*, 2014). Esse modelo define q como:

$$q = \frac{VMA + D}{AT}$$

onde VMA é o valor de mercado das ações, calculado pela multiplicação entre número de ações da companhia pelo seu valor de mercado; AT, é o ativo total pelo valor contábil; e D, o valor da dívida que é calculado pela fórmula:

$$D = VCPC - VCAC + VCE - VCDLP$$

onde VCPC é o valor contábil dos passivos circulantes; VCAC, o valor contábil dos ativos circulantes; VCE, o valor contábil dos estoques; e VCDLP, o valor contábil das dívidas de longo prazo da companhia.

McConnel e Servaes (1995 apud FAMA e BARROS, 2000) utilizam o q de Tobin como indicador das oportunidades de crescimento rentável da companhia, mas segundo Fama e Barros (2000), o q de Tobin, além de ser um indicador de mensuração da capacidade de investimentos através da análise da performance da companhia, apresenta outras interpretações em sua utilização: se $q > 1$, a companhia está obtendo lucros acima do esperado, o que indica que estão superando o custo de oportunidade de investimento, o que em um mercado estimula a competição ao trazer mais entrantes para o segmento dessa empresa; o q de Tobin tem relação inversa com o nível de diversificação da companhia, pois, se $q > 1$, a diversificação da companhia é menor, o que concorda com a teoria da firma de que a especialização promove melhor alocação de recursos; por fim, o q de Tobin contribui para mensurar a rentabilidade dos investimentos da companhia, sendo que, se $q > 1$, as companhias estão investindo abaixo do esperado e, portanto, perdendo oportunidades para rentabilizar os seus recursos em investimentos. As aplicações do q de Tobin são tão vastas quanto complexas e podem ser encontradas em toda a literatura acadêmica (FAMA e BARROS, 2000).

Nesta pesquisa, além de ser utilizada a definição de q dada por Chung e Pruitt (1994), o q de Tobin será utilizado para verificar a performance das Lojas Renner S.A quanto aos investimentos feitos no período de estudo do trabalho com o objetivo de verificar a capacidade da companhia de realizá-los e os retornos que os mesmos tenham trazido no quinquênio 2009-2013.

3.2.1.2 Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial

Esse indicador de performance empresarial serve para verificar qual a proporção entre o valor de mercado da firma, medida, no caso das sociedades anônimas negociadas em bolsa de valores, pelo valor da ação numa determinada data pelo número de ações disponíveis no mercado, e o valor patrimonial dessa mesma companhia, que é em sua medida o valor dessa mesma companhia em termos de bens patrimoniais.

Essa medida é dada pela fórmula:

$$\text{VMVP} = \frac{\text{VMAO} + \text{VMAP}}{\text{PL}}$$

onde VMVP é o Valor de Mercado sobre o Valor Patrimonial; VMAO é o valor de mercado da companhia dado pelo valor da ação negociada multiplicado pelo número de ações disponíveis na data da análise; e PL é o Patrimônio Líquido. Por se tratar da análise de uma companhia negociada no Novo Mercado da Bolsa de Valores, desconsidera-se da fórmula o VMAP que seria o valor de mercado medido pelas ações preferenciais que, nesse caso, não se aplica porque as Lojas Renner S.A só possuem ações ordinárias.

3.2.1.3 Firm Value

O *Firm Value* é considerado por Fama e Barros (2000), uma alternativa ao q de Tobin, sendo calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{FV} = \frac{\text{Firm Value}}{\text{AT}}$$

onde *Firm Value* é calculado por: Valor de Mercado das Ações da Companhia mais Debêntures de Curto e Longo Prazo mais Financiamentos de Curto e Longo Prazo mais Adiantamentos de Contrato de Câmbio menos Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo; e AT é dado por Ativo Total.

Sendo, portanto, o *Firm Value* assim definido:

$$\text{Firm Value} = \text{VMA} + \text{DbCP} + \text{DbLP} + \text{FinCP} + \text{FinLP} + \text{ACC} - \text{Caixa}$$

O valor da firma, diferentemente do valor de mercado, leva em consideração a sua posição patrimonial, considerando em seu cálculos precisamente o valor total do ativo como denominador; além disso, considera o valor de mercado, calculado pelo preço da ação multiplicado pelo número de ações, debêntures e financiamentos de curto e longo prazo, contratos de câmbio e, dessa conta, subtrai-se o Caixa e Equivalente de Caixa porque, ao comprar uma empresa, paga-se por seu passivo,

mas não se paga pelo Caixa, pois ao comprar-se uma companhia o valor do Caixa pertencerá à adquirente.

3.2.2 Sinergia Operacional

3.2.2.1 Margem EBIT

A margem EBIT é a medida do controle da estrutura de gastos, dada por custos e despesas, da empresa, o que indica o seu desempenho operacional. O EBIT é a sigla na língua inglesa para *Earning Before Interest and Taxes* – Lucro Antes de Juros e Impostos – e é chamado no Brasil também de LAJIR. Segundo Marques, Carneiro e Kuhl (2008), esse indicador é a medida de lucro mais envolvida com os resultados operacionais da companhia, não incluindo em seu corpo de análise os resultados financeiros, oriundos de juros e dividendos, ou resultados de capital próprio, como aportes de capital por proprietários e acionistas.

Trata-se do indicador que avalia o resultado da companhia de acordo com as atividades-fins dessa companhia, não levando em consideração outros fatores financeiros, mas tão somente sua atividades operacionais.

A margem EBIT, portanto, avalia o quanto para cada real investido a empresa obteve de lucro operacional, antes dos impostos e juros.

E sua fórmula é dada por:

$$MEBIT = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas Líquidas}}$$

3.2.2.2 EBITDA

O EBITDA vem do inglês *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation e Amortization* – Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, também conhecido na literatura em língua portuguesa como LAJIDA (ASSAF NETO, 2010). Esse índice é utilizado para representar o quanto uma companhia produz e a sua eficiência e performance através das atividades operacionais próprias, isto é, desconsiderando juros, impostos e outras análises contábeis.

Para Maeda *et al* (2010),

“O EBITDA é um indicador econômico-financeiro que serve de parâmetro para a leitura do potencial da geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas em suas atividades operacionais, sem considerar os efeitos financeiros e de impostos.” (p. 4)

O maior diferencial dessa medida, que analisa o desempenho operacional da empresa, é a sua capacidade de servir como medida econômico-financeira universal para o mercado, isto é, por meio dela pode-se avaliar diferentes empresas no mesmo segmento ou noutro segmento para avaliar o potencial de geração de caixa operacional que as companhias geram em suas atividades (ASSAF NETO, 2010; MAEDA, 2010).

3.2.2.3 Geração Bruta de Caixa

A Geração Bruta de Caixa é o indicador do caixa ou potencial do caixa medido pelos ativos operacionais e é calculado pelo EBITDA sobre esses mesmos ativos (CAMARGOS e BARBOSA, 2008; SILVEIRA, 2004).

É dado pela fórmula:

$$GBC = \frac{Ebitda}{Ativo\ Total}$$

3.2.2.4 Crescimento das Vendas Líquidas

O Crescimento das Vendas Líquidas é o indicador que mede o comportamento da companhia antes e após o processo de fusão e aquisição e também serve para medir a participação no mercado através dos níveis de vendas líquidas (CAMARGOS E BARBOSA, 2008).

Sua fórmula é dada por:

$$CRESC = \frac{VL(t) - VL(t - 1)}{VL(t - 1)}$$

3.3 Limitações Metodológicas

O presente trabalho, apesar de propor uma análise na corrente de teoria de fusões e aquisições entre duas empresas nacionais, apresenta duas limitações metodológicas oriundas da natureza jurídica das companhias.

A primeira limitação é o fato de que os dados da análise contábil da adquirente, Lojas Renner S.A, foram trazidos dos balanços anuais divulgados por esta companhia através da Controladora, e não da Consolidada, em razão de que a primeira opção permite que a análise seja feita somente com base nos resultados da própria adquirente e não envolvem outras companhias que pertençam ao conglomerado. Ao abordar dados não consolidados o estudo procura se focar nos impactos financeiros que a matéria – a aquisição da Camicado pelas Lojas Renner S.A – trouxe para as Lojas Renner S.A em si.

A segunda limitação decorre do fato de que os dados contábeis analisados envolvem a controladora, mas não são analisados os dados contábeis similares da Camicado em função de que, sendo uma empresa limitada, não dispõem seus dados para o público, o que limita a análise por não permitir comparar os impactos financeiros da aquisição sobre a empresa adquirida. Por essa razão o presente trabalho procura dar uma dimensão mercadológica da aquisição da Camicado em seu posicionamento de mercado para averiguar o impacto que o processo teve sobre a companhia.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Quinquênio 2009-2013

4.1.1 Criação de Valor

A Criação de Valor decorreu da análise do q de Tobin, Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial e o *Firm Value* (valor da empresa em termos contábeis) e foram encontrados os resultados dispostos na Tabela 3.

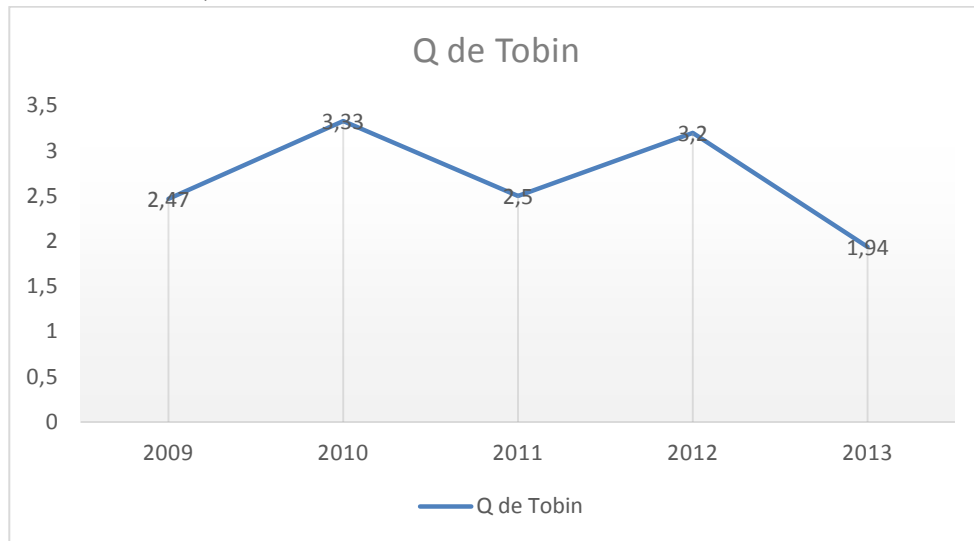
Tabela 3 – Criação de Valor Quinquênio 2009-2013

	<i>Q de Tobin</i>	<i>VMVP</i>	<i>Firm Value</i>
2009	2,47	5,53	R\$ 4.833.393,38
2010	3,33	6,76	R\$ 6.949.178,38
2011	2,50	5,15	R\$ 6.297.843,44
2012	3,20	7,58	R\$ 10.547.178,32
2013	1,94	5,14	R\$ 8.739.897,81

Fonte: elaborado pelo autor

Conforme explicitado no Referencial Teórico, o q de Tobin é uma *proxy* para explicar, dentre outras coisas, a performance de uma empresa quanto aos seus investimentos passados e a sua capacidade para investimento. No caso das Lojas Renner S.A. esse indicador ainda em 2009 apresentava-se muito acima de $q > 1$ a partir do qual a empresa possui capacidade de investimento. Notou-se que, como visto no Gráfico 1, no quinquênio o q de Tobin aumentou de 2,47 em 2009 para 3,20 em 2012, tendo diminuído para 1,94 em 2013: houve, assim, um crescimento acentuado entre 2009 e 2012 e uma normalização do indicador em 2013, de onde se conclui que a compra da Camicado em 2011 gerou efeitos positivos no ano subsequente para a companhia ou fez parte de uma série de investimentos que contribuiu para a melhorar os resultados financeiros das Lojas Renner S.A.

O q de Tobin acima de 1, principalmente verificado no período 2009-2012, demonstra que as Lojas Renner S.A estava perdendo oportunidades de investimentos e, portanto, de lucratividade. Esse cenário estimulou – ou justificou – o investimento do porte da aquisição da Camicado em 2011, visto que as Lojas Renner S.A estava em condições para realizar aportes dessa magnitude.

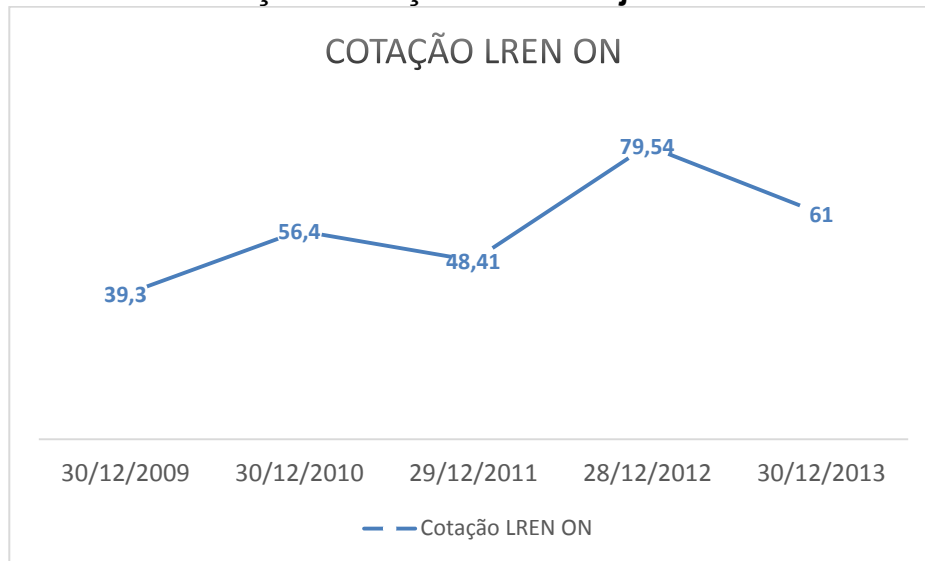
Gráfico 1 – Q de Tobin 2009-2013

Fonte: elaborado pelo autor

O Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial – VMVP – representa o valor da mercado da companhia sobre a parcela patrimonial que pertence ao acionista da companhia. Nos resultados encontrados, o valor de mercado vis a vis o seu valor patrimonial teve melhora no período 2009-2010 e 2011-2012, tendo regredido no período 2010-2011 e 2012-2013, sendo o motivo dessas regressões a queda no valor da ação de 31 de dezembro de um ano a outro.

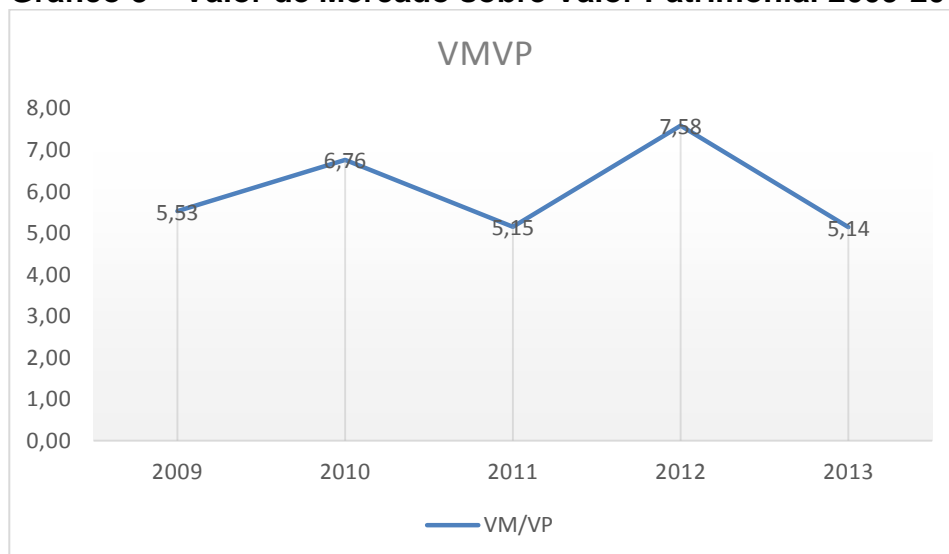
A ação das Lojas Renner, que fechou em R\$ 39,30 em 2009 atingiu pico em 2012 com R\$ 79,54 e fechou 2013 com R\$ 61,00: ação no quinquênio 2009-2013 valorizou 55,21% e até 2012, 102,39% conforme sinalizada o Gráfico 2. Frisa-se aqui que a ação das Lojas Renner S.A¹ cotadas na Bovespa chegou a dobrar o valor dentro do período analisado e até o final do período teve uma valorização acima de 50% do seu valor de mercado em 2009.

¹ Todas as ações das Lojas Renner S.A são ordinárias porque a companhia se encontra no segmento de governança corporativa do Novo Mercado, no qual não é permitido ter ações preferenciais.

Gráfico 2 – Cotação das Ações – das Lojas Renner S.A 2009-2013

Fonte: elaborado pelo autor

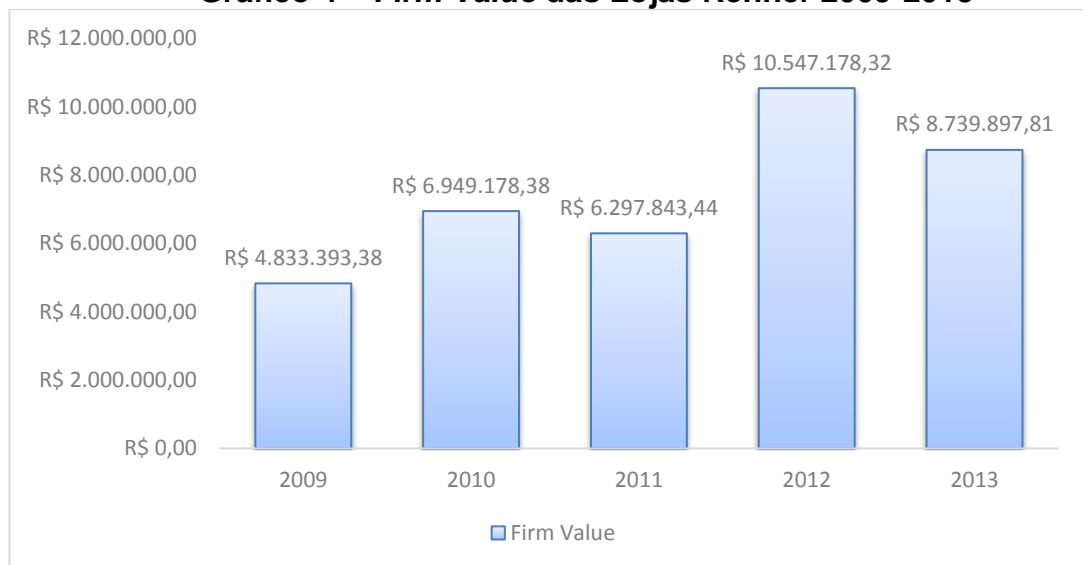
Na variável Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial, conforme Gráfico 3, constata-se que as Lojas Renner S.A em 2009 e, portanto, anteriormente ao evento analisado, apresentava uma razão elevada, 5,53 em 2009: o valor de mercado da empresa nesse ano e com a cotação da ação datada de 30/12/2009, era 5,53 o valor patrimonial que, a valores monetário representava um ganho de R\$ 5,53 para cada R\$ 1,00 de capital próprio, isto é, capital do acionista investido na companhia. Essa razão aumentou em 2010, chegando a 6,76 e fechou 2013 em 5,14, ainda assim um valor elevado e atraente para potenciais investidores.

Gráfico 3 – Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial 2009-2013

Fonte: elaborado pelo autor

Contudo, a variável que mais surpreendente é a *Firm Value* e sua análoga, o Valor de Mercado que, juntas, corroboram que as Lojas Renner S.A tiveram crescimento acentuado tanto em seu valor de mercado, medido por suas ações e a valorização das mesmas, como no valor contábil da companhia medido pelo *Firm Value*. Esse indicador saiu de R\$ 4,8 bilhões em 2009 para R\$ 8,7 bilhões em 2013, tendo atingido pico em 2012 com R\$ 10,5 bilhões, conforme Gráfico 4.

Gráfico 4 – Firm Value das Lojas Renner 2009-2013



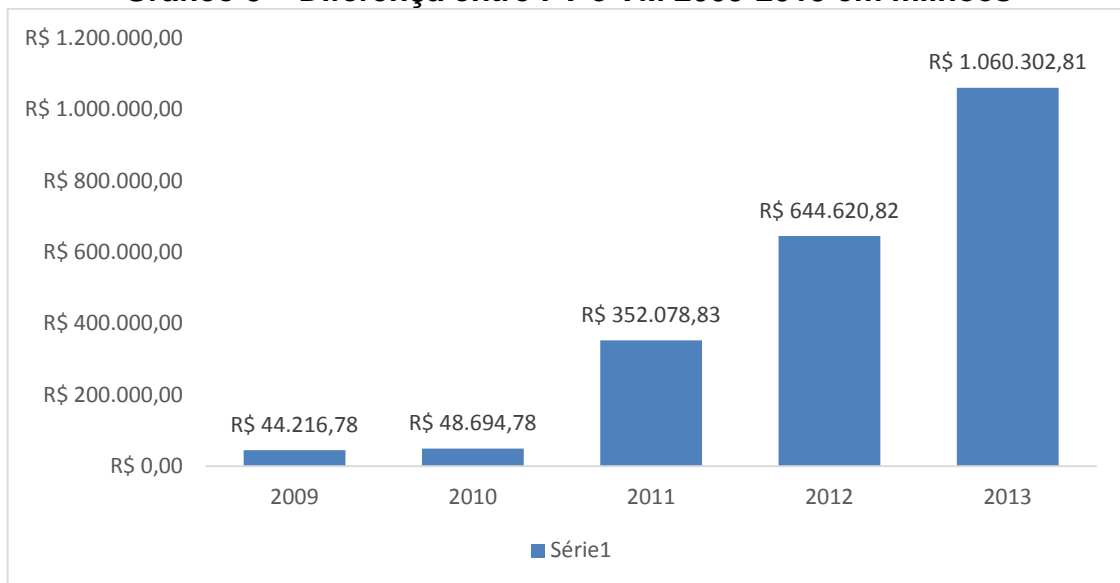
Fonte: elaborado pelo autor

Durante o período 2009-2013 analisado, o *Firm Value* das Lojas Renner S.A, tendo aumentado de R\$ 4,8 bilhões em 2009 para R\$ 8,7 bilhões em 2013, teve crescimento de 81,25% no período; o pico de 2012, se comparado ao ano-base, teve crescimento de 118,75%, comprovando a valorização da firma no período posterior à compra, justificando, portanto, a operação. Além disso, se comparado o *Firm Value* da companhia vis a vis o Valor de Mercado da mesma percebe-se que a diferença entre um e o outro aumentou acentuadamente a partir de 2011, conforme Gráfico 5: a diferença que era de R\$ 44 milhões em 2009 saltou para R\$ 352 milhões em 2011, R\$ 644,6 milhões em 2012 e R\$ 1 bilhão em 2013, um crescimento expressivo que se baseia no lastro de dívida.

O acentuado aumento da diferença entre *Firm Value* e Valor de Mercado após a operação de Fusão e Aquisição, faz necessária duas explicações: a partir de 2011, o Balanço Patrimonial das Lojas Renner S.A passaram a constar a emissão de debêntures, uma forma da companhia reestruturar suas dívidas por taxas menores

emitindo esses títulos e captando recursos para suas operações e/ou para sua expansão; essas emissões, naturalmente, aumentaram o exigível de longo prazo da companhia, acarretando no acentuado aumento do Firm Value e, conseqüentemente, da diferença deste indicador com o Valor de Mercado.

Gráfico 5 – Diferença entre FV e VM 2009-2013 em milhões



Fonte: elaborado pelo autor

Além disso, cabe ressaltar que o endividamento da companhia não é sinal negativo em si, pois sinalizada o aumento da capacidade da empresa de financiar sua própria expansão através de taxas menores no mercado. A dívida, de certa forma, é para a companhia um indicador da sua capacidade de geração de caixa, pois a sua expansão acarreta maior fluxo de caixa e não é, portanto, um problema a ser sinalizado neste trabalho, mas antes um sinal positivo.

O *Firm Value* representa o valor real da companhia porque representa não apenas o valor da companhia pela cotação das suas ações, mas também e especialmente por suas dívidas e por descontar o valor do caixa: sua fórmula considera as dívidas (obrigações) a ser assumidas pelo adquirente e desconta o Caixa e Equivalentemente de Caixa por considerar que esses serão do adquirente no ato mesmo da compra. Para fins de F&A o FV é a melhor métrica a ser analisada no ato da fusão e aquisição por garantir o verdadeiro valor da empresa e é normalmente esse valor é o considerado pelos acionistas e controladores.

O valor de mercado da companhia, contudo, também apresentou aumento acentuado entre 2009 e 2013: o crescimento foi de 61% no período, de R\$ 4.7 bilhões para 7.6 bilhões em 2013, conforme Gráfico 6. O ápice de valorização das Lojas Renner ocorreu em 2012 quando atingiu valor de mercado de R\$ 9.9 bilhões que, comparado a 2009, representou 110% de crescimento no período. O valor de mercado acompanha, conforme sua própria fórmula, a variação da cotação das ações das Lojas Renner S.A em bolsa de valores on período.

Gráfico 6 – Valor de Mercado das Lojas Renner S.A 2009-2013



Fonte: elaborado pelo autor

4.1.2 Sinergia Operacional

A Sinergia Operacional foi analisada pelas variáveis: Margem EBIT, EBITDA, Geração Bruta de Caixa e Crescimento das Vendas Líquidas.

A margem EBIT (MEBIT) das Lojas Renner S.A apresentaram melhora no período analisado, conforme Tabela 4, tendo começado 2009 com 15,72% e finalizado com 17,56%, em 2013. Isso significou que a cada R\$ 100,00 investidos, as Lojas Renner S.A tiveram margem EBIT de R\$ 15,72 em 2009 e em 2013, R\$ 17,56: a MEBIT mede o quanto a operação da companhia rendeu se considerada apenas as suas atividades-fins. Nesse caso, a margem, além de positiva, apresentou melhora significativa, o que resultou em ganhos de sinergia para a companhia. A melhora desse indicador sinalizada aumento do ativo no período e

também aumento das vendas e, portanto, geração de caixa maior no mesmo período.

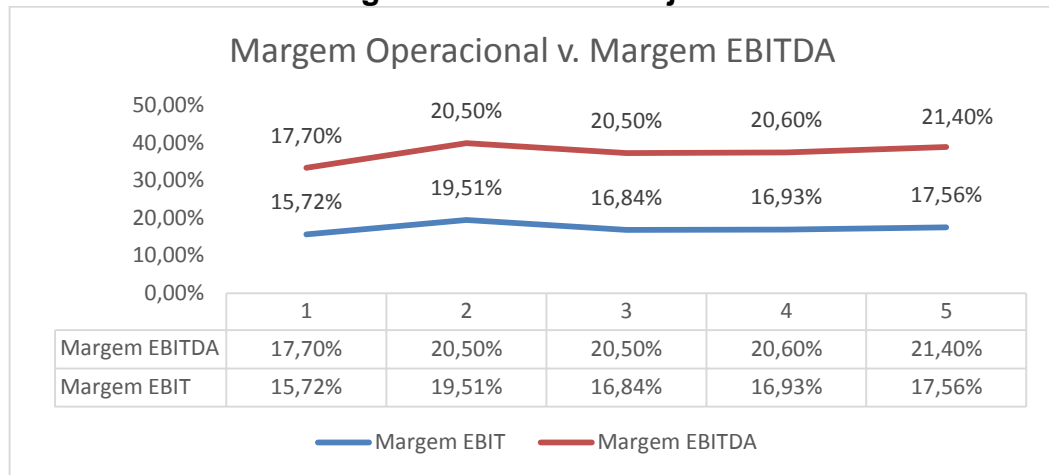
Tabela 4 – Sinergia Operacional Quinquênio 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Margem EBIT</i>	15,72%	19,51%	16,84%	16,93%	17,56%
<i>EBITDA (Ajustado)</i>	R\$ 355.900,00	R\$ 505.100,00	R\$ 592.600,00	R\$ 714.400,00	R\$ 837.100,00
<i>Geração Bruta De Caixa</i>	0,19	0,25	0,24	0,22	0,20
<i>Crescimento Vendas Líq.</i>		16,39%	13,50%	18,19%	12,50%
<i>Margem Ebitda</i>	17,70%	20,50%	20,50%	20,60%	21,40%

Fonte: elaborado pelo autor

Cabe salientar que mesmo se a margem EBIT tivesse diminuído não significaria em prejuízo para a companhia porque uma companhia pode diminuir a sua margem EBIT a fim de ganhar mercado frente aos seus concorrentes, expandindo as suas operações e reinvestindo parte ou a totalidade do lucro da companhia em sua própria expansão. Uma margem EBIT é considerada ruim se apresenta valores negativos porque, nesse caso, os custos da operação da companhia estariam sendo pagos pelos acionistas ou pelos proprietários da mesma, um sinal de inabilidade operacional da gestão. E esse não é o caso.

Nesse mesmo período, a margem EBITDA – trazida para este trabalho através dos Balanços Anuais das Lojas Renner S.A, e não como fruto de cálculos do autor, para fins de comparação – também apresentaram melhora como pode-se perceber na tabela 4 e no Gráfico 7. Em 2009, a margem EBITDA estava em 17,70% e terminou em 2013 com 21,40%, uma melhora substancial e que representa 20,90% no período 2009-2013. Cabe salientar que no período de 2010-2011 a margem EBITDA permaneceu estável e que posteriormente, no período 2011-2012 e 2013, houve melhora, sinalizando uma ganho de sinergia operacional entre as companhias após a aquisição em 2011.

Gráfico 7 – MEBIT e Margem EBITDA das Lojas Renner S.A 2009-2013

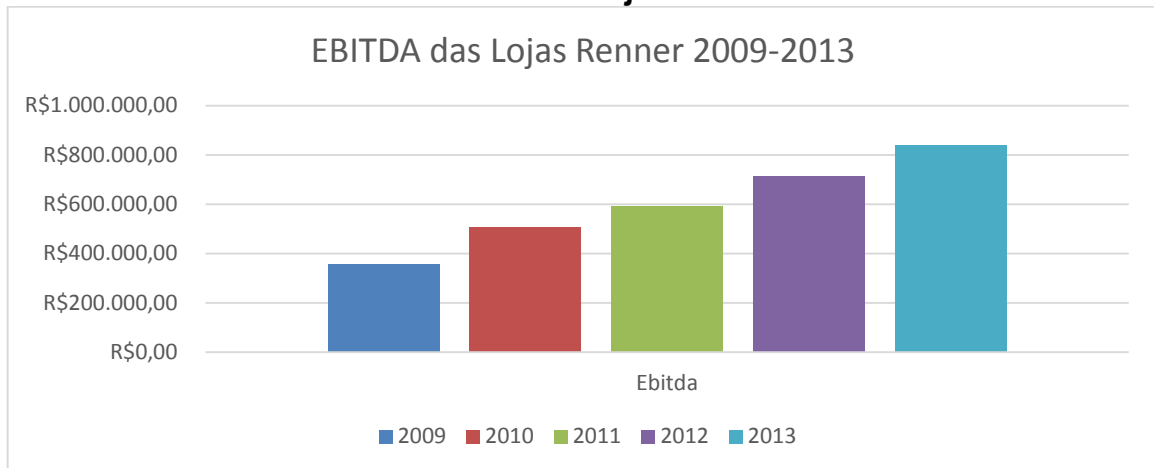
Fonte: elaborado pelo autor

O EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – , que é conhecido no Brasil também por LAJIRDA – Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização – consiste na medida do EBIT tradicional, já abordado, mas eliminados também os efeitos das provisões da depreciação de ativos tangíveis e da amortização de ativos intangíveis.

O EBITDA representa de certa forma o potencial de caixa da companhia e é utilizado normalmente para avaliar a capacidade da companhia de gerar caixa, especialmente porque elimina o efeito dos financiamentos e decisões contábeis, medindo, assim, a eficiência da companhia de forma mais precisa.

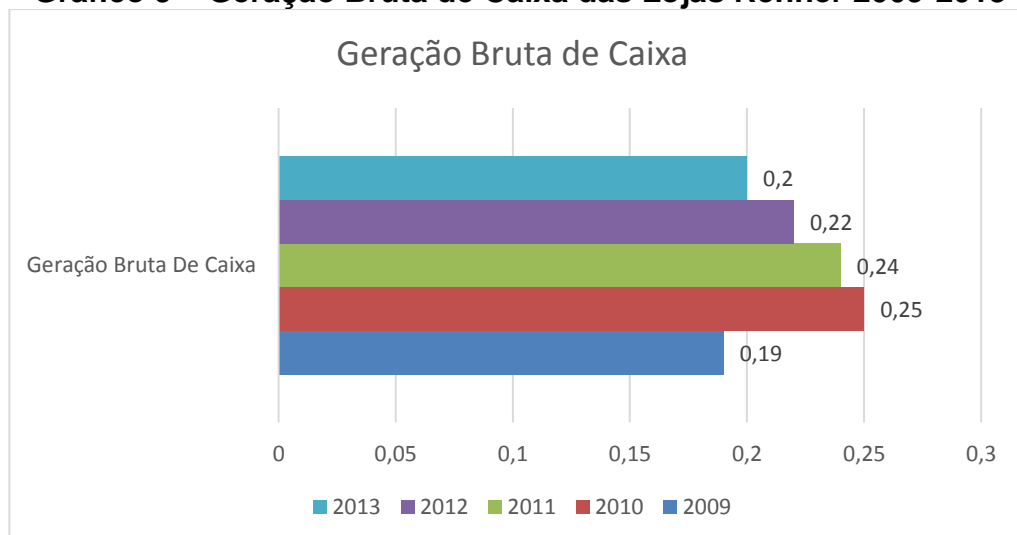
Para esta pesquisa, o EBITDA foi trazido diretamente da fonte os Balanços Anuais divulgados pelas Lojas Renner S.A para o período 2009-2013, não havendo necessidade do cálculo ser realizado neste trabalho, e os valores expressos estão na casa dos milhões, dispostos anualmente.

Como verificado no Gráfico 8, o EBITDA das Lojas Renner S.A tiveram crescimento constante de 2009 a 2013, apresentando um crescimento de 135,20% no período 2009-2013 e, no período 2011-2013, um crescimento de 41,25%. Importante notar que o EBITDA da companhia estava em uma crescente antes da aquisição da Camicado, sendo que no período 2009-2011 o crescimento do indicador foi de 66,5%, que teve contribuição do próprio processo de F&A tratado neste trabalho que ocorreu no começo de 2011.

Gráfico 8 – EBITDA das Lojas Renner 2009-2013

Fonte: elaborado pelo autor

No período analisado, a Geração Bruta de Caixa, conforme Gráfico 9, manteve-se em valores estáveis durante todo o período, iniciando 2009 com 19% e 2013 com 20%, tendo pico de 25% em 2010. Por ser uma constante no período essa variável apresentou resultados sem significância para o estudo, embora possa constatar que a companhia tem uma Geração de Caixa elevada, antes do evento e também posterior ao evento, o que corrobora o EBITDA elevado da companhia.

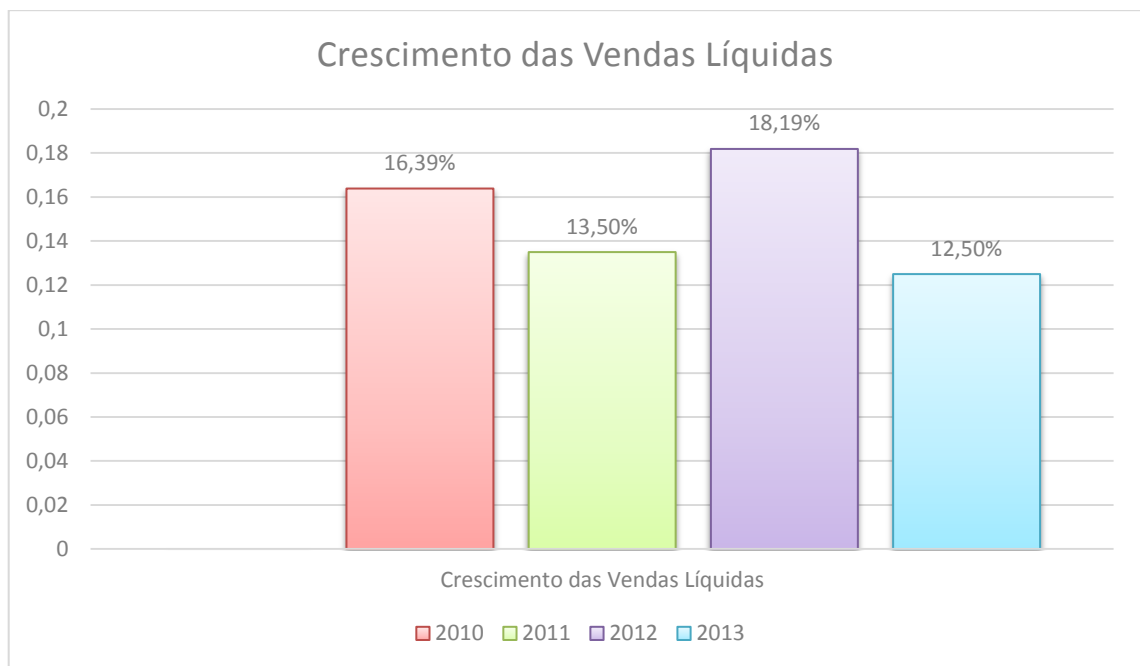
Gráfico 9 – Geração Bruta de Caixa das Lojas Renner 2009-2013

Fonte: elaborado pelo autor

Por fim, a última variável – Crescimento das Vendas Líquidas – como é verificado no Gráfico 10, teve aumentos sucessivos de 16, 39%, 13,50%, 18,19% e 12,50% em 2010, 2011, 2012 e 2013, sempre em comparação com o ano anterior.

Houve aumento das vendas líquidas mesmo em cenários de recessão econômica na economia brasileira nesse período e esse crescimento das vendas líquida corrobora a ideia central de que a aquisição não trouxe prejuízos para as operações da adquirente, as Lojas Renner S.A. no período.

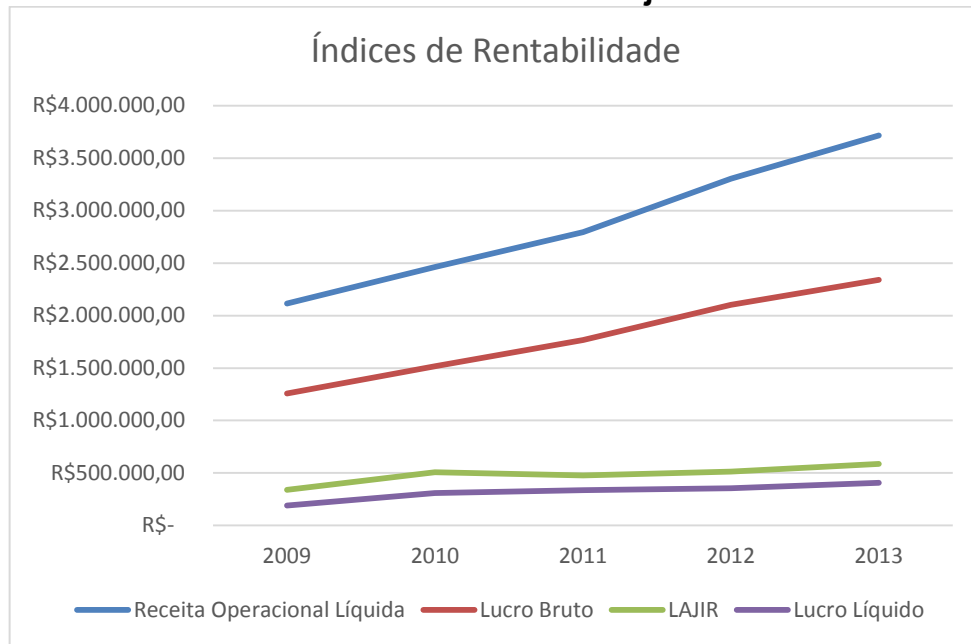
Gráfico 10 – Crescimento das Vendas Líquidas das Lojas Renner 2009-2013



Fonte: elaborado pelo autor

4.2 Índices de Rentabilidade

A presente pesquisa trouxe como adendo alguns índices de rentabilidade que, analisados no quinquênio do estudo, corroboram a tese de que a aquisição da Camicado pelas Lojas Renner S.A trouxeram ganhos reais para a companhia e, evidentemente, para o acionista: a) a receita operacional líquida da companhia elevou de R\$ 2,1 bilhões para R\$ 3,7 bilhões, um crescimento de 76%; o Lucro Bruto quase dobrou, atingimento crescimento de 91% a R\$ 2,3 bilhões; o EBITDA e o Lucro Líquido atingiram respectivamente 587 milhões e 401 milhões em 2013, crescimento de 72% (EBITDA) e 114% (Lucro Líquido) – Gráfico 11.

Gráfico 11 – Índices de Rentabilidade das Lojas Renner S.A 2009-2013

Fonte: elaborado pelo autor

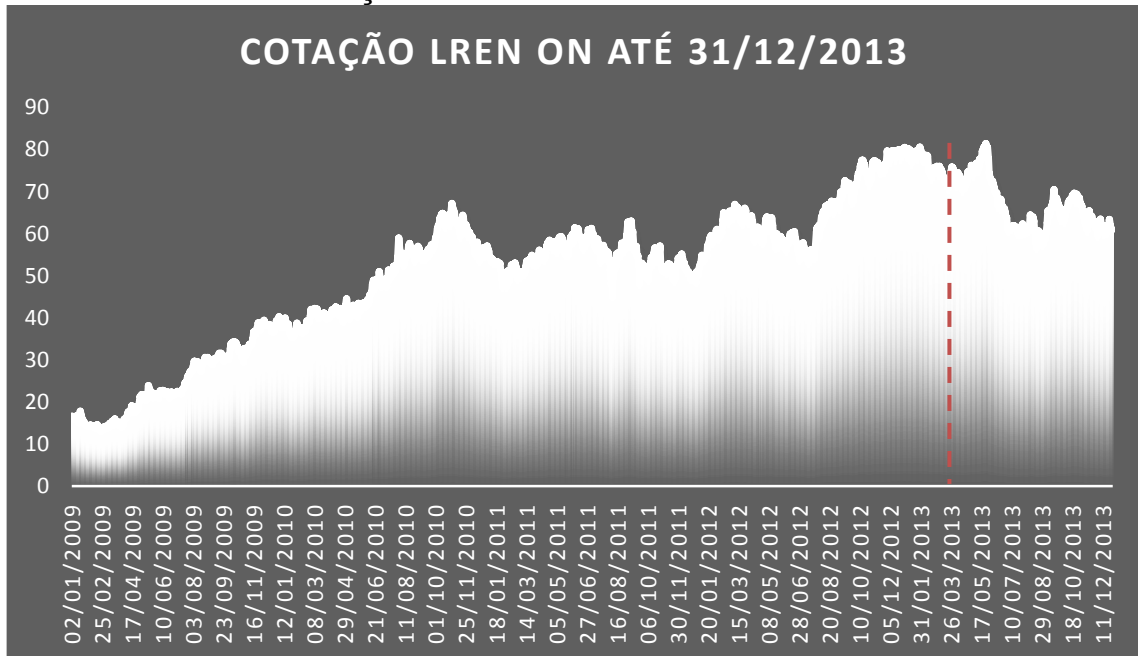
Além do aumento do Lucro Líquido significar mais que o dobro para o lucro líquido da companhia, o lucro por ação também teve um salto acentuado, saindo de R\$ 1,56 para R\$ 3,24, um aumento que representa 107% em relação a 2009. Em todos os indicadores de rentabilidade as Lojas Renner tiveram retornos positivos que representaram ganhos em relação ao início do período investigado para o final do mesmo, o qual resultam principalmente pelo aumento das vendas da companhia no período e pelo aumento do lucro operacional.

4.3 Variação da Cotação das Ações das Lojas Renner

A ação da Renner teve uma variação de 2 de janeiro de 2009 a 30 de dezembro de 2013 de 366,366% em valor, saindo de R\$ 16,65 para R\$ 61,00, conforme Gráfico 12. Essa acentuada variação que representa ganhos reais de valor para o acionista são fruto da expansão de negócios da companhia, das estratégias empresariais dentre as quais inclui a aquisição da Camicado em 2011. A título de exemplo, a variação de 4 de janeiro de 2010 a 28 de dezembro de 2011 foi de 20,27% de daquela mesma data até 28 de dezembro de 2012 foi de 98,13%. Ao acionista em um prazo de três anos o seu ganho em valorização da ação foi o dobro:

e foi esse período, triênio 2010 a 2012 que a aquisição da Camicado foi negociada, efetiva e tornada pública para a Bovespa e para o mercado.

Gráfico 12 – Cotações Históricas LREN 02/01/2009 a 31/12/2013



Fonte: Bovespa

A valorização da ação da no quinquênio de análise chegou ao ápice em 22 de maio de 2013 com cotação nominal em R\$ 80,59 vis a vis R\$ 16,65 em 2 de janeiro de 2009, uma valorização de 484,02% em um prazo de três anos.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho versou um tema controverso na literatura acadêmica não apenas brasileira, mas mundial, em vista de que os motivos para a ocorrência das Fusões e Aquisições e, principalmente os retornos desses processos para adquirente e adquirida não ter resultados conclusivos que permitam a construção de uma teoria geral que vise compreender amplamente esses processos. Nessa mesma literatura, pode-se encontrar retornos dos processos de Fusões e Aquisições tão amplos quanto diversos, e que podem ser positivos ou negativos de acordo com o modo como o processo é levado, a recepção do mercado da notícia de um processo desse tipo ou a sinergia pós-operação das companhias.

Baseando-se nessa literatura, o trabalho trouxe da literatura indicadores que permitissem chegar a conclusões para um caso que ocorreu no mercado brasileiro em 2011 e que envolveu duas companhias nacionais, uma das quais de capital aberto e cujas ações, pulverizadas, são negociadas na Bolsa. Com base nos dados coletados no período de 2009 a 2013, o trabalho identificou que, nesse processo, a adquirente, que é o alvo do estudo, apresentou: a) o valor de mercado e o firm value da companhia aumentou no período, especialmente o valor de mercado teve um aumento acentuado; b) as ações da companhia, negociadas em Bolsa, tiveram valorização acentuada, chegando ao pico no período com valorização de 484,02% em comparação com o início do período analisado; c) tanto a margem operacional e quanto a margem EBITDA tiveram aumento no período assim como o lucro bruto e o lucro líquido; d) o EBITDA teve aumento de 135,20% no período; e e). aumento da receita operacional.

Embora a Geração Bruta de Caixa tenha permanecido em índices estáveis assim como o crescimento das vendas líquidas, esses indicadores são percentuais e no curso do tempo tendem a manter-se em uma constante, mas destaca-se o aumento dos valores em todos os indicadores em termos brutos. Esses aumentos sobressalentes são observados tanto a Receita Operacional Líquida quanto o Lucro Bruto, índices que tiveram crescimento claro.

Para Ireland, Hoskisson e Hitt (2015), uma F&A bem sucedida é aquela em que a empresa adquirida tem ativos que complementam o negócio principal da empresa compradora, alta sinergia entre compradora e adquirida, aquisição

amigável e integração rápida, folga financeira e baixa dívida e, segundo a teoria da firma, as companhias obtêm sucesso quando especializam sua atuação no mercado. Tomando por base tanto a pesquisa de Ireland, Hoskisson e Hitt (2015) e a teoria da firma, amplamente estudada desde os tempos de Adam Smith, a aquisição da Camicado pelas Lojas Renner S.A comprovam que esse processo de F&A obteve sucesso porque gerou riqueza ao acionista na forma de valorização das ações da companhia e, conseqüentemente, no valor da companhia em si, e também acentuou as vendas líquidas no período; e obteve sucesso também porque permitiu que as Lojas Renner S.A focar suas lojas em atender ao vestuário de moda e, ao adquirir outra marca, fazer dela uma oportunidade para se especializar em outro segmento. Duplamente as Lojas Renner S.A se beneficiaram do processo de F&A: primeiro ao ampliar a extensão dos negócios sem perder a especialização de cada marca no mercado brasileiro, e segundo por valorizar suas ações e o seu valor no mercado.

Em vistas de investimento, pode-se trazer as proposições de Dunning (1988) para contextos nacionais em se tratando de aquisições domésticas, como o caso analisado neste estudo que envolveram duas empresas nacionais. A aquisição da Camicado foi para as Lojas Renner S.A uma aquisição que objetivou adquirir recursos de mercado (*market seeking*) num determinado segmento da economia brasileira que não atuavam; além disso, objetivou também adquirir ativos úteis para sua expansão nesse mercado, lojas próprias em pontos bem estabelecidos e redes de distribuição (*strategic asset seeking*) que permitiram às Lojas Renner S.A consolidarem-se, através desses ativos, no mercado de moda para casa no Brasil. Desse ponto de vista, esse processo de fusão e aquisição que levou à aquisição da Camicado, mesmo se desconsiderasse o crescimento subjacente após o processo, permitiu à adquirente tomar posse de ativos tangíveis no mercado que, se seguisse o caminho de crescimento orgânico por uma empresa por ela fundada, levaria anos para adquirir. Essa aquisição permitiu que as Lojas Renner adquirisse lojas física, uma rede logística no segmento de casa e moda e *know-how* imprescindível para atuação nesse negócio.

No geral, porém, este trabalho conclui que a aquisição, mensurada pelo valor da companhia e pela aquisição de recursos tangíveis teve retorno parcial para a adquirente porque não é possível assegurar que a aquisição exclusivamente proporcionou a melhora nos índices das Lojas Renner S.A e, além disso, o trabalho

não é conclusivo em assegurar que F&As trazem necessariamente retornos positivos para a adquirente.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGENCIA ESTADO. **Renner compra a Camicado e entra no setor de utilidades domésticas.** Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,renner-compra-camicado-e-entra-no-setor-de-utilidades,61435e>. Acesso em 10 de mai 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um enfoque econômico-financeiro.** São Paulo: Atlas, 2010.

AZEVEDO, Rita. **Renner Vale Mais Que Ralph Loren.** Disponível em: <https://exame.abril.com.br/mercados/renner-vale-mais-que-ralph-lauren/>. Exame, 16 jun 2017. Acesso em 06 mai. 2018.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property.** Kindle Edition: Routledge; 2 edition, publicado 29 de setembro de 2017. Acesso por Kindle Store em 1 de janeiro de 2018.

BOUÇAS, Cibele. **Em 2018 o mercado de moda pode superar R\$ 200 bi.** Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5227103/em-2018-varejo-de-moda-pode-superar-r-200-bi>. Valor Econômico, 14 dez 2017. Acesso em 6 de maio de 2018.

Lucro Líquido da Renner cresce 10,7% no 4º trimestre para R\$ 331,8 milhões. Valor Econômico, 8 fev. 2018. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5316059/lucro-liquido-da-renner-cresce-107-no-4-tri-para-r-3318-milhoes>. Acesso em 6 maio 2018.

Renner inaugura nesta quinta no Uruguai 1ª unidade da rede no exterior. Valor Econômico, 6 nov 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5110622/renner-inaugura-nesta-quinta-no-uruguai-1-unidade-da-rede-no-externo>. Acesso em 7 maio 2018.

BRASIL, 1976. Lei das Sociedades Anônimas, no. 6.404, 15 de dezembro de 1976.

BRADLEY, M. DESAI, A.; KIN, E. H. **Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms.** Journal of Financial Economics, v. 21., p. 3-40, 1988. Disponível em: <https://deepblue.lib.umich.edu/handle/2027.42/27298>. Acesso em 1 jan. 2018.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Riscos.** Porto Alegre: Bookman. 2006.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real.** Revista de Gestão, v. 12, n. 4, p. 33-53, 2005.

Fusões e Aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias empresariais. Revista de Administração de Empresas, vol. 49, núm. 2., abril-junho, 2009, pp. 206-220. Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, Brasil.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; COUTINHO, Eduardo Senra. **A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces**. RAC-Revista Eletrônica, v. 2, n. 2, art. 7, p. 273-295, mai/ago 2008.

CANO, Marcelo. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira. 2002**. 163f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

CARAZZA, Carlos Augusto. **A Gestão de Estoque das Empresas de Varejo de Pequeno e Médio Porte de Belo Horizonte-Minas Gerais: Estudo sobre as Técnicas de Gestão de Estoque aplicada pelas empresas objetivando reduzir suas perdas e sobras**. 2015. 61 p. Dissertação (Especialização Lato Sensu) – Programa de Pós-Graduação em Auditoria Externa, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. **A simple approximation of Tobin's q**. Financial Management, v. 23, n. 3, p. 70-74, outono 94.

DATTA, Deepak K.; NARAYANAN, V. K. Factors influencing wealth creation from merger and acquisitions: a meta-analysis. Strategic Management Journal, v. 13, p. 67-84, 1992.

DUNNING, John. **Explaining International Production**. London: Unwin Hyman Boston Sydney Wellington, 1988.

ECKBO, Espen. **Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth**. Journal of Financial Economics, v. 11, n. 1, p. 241-273, 1983.

_____. **Antimerger policy under the Hart-Scott-Rodino Act: A reexamination of the market power hypothesis**. Journal of Law and Economics, v. 28, p. 199, 1985.

FAMA, Rubens; e BARROS, Lucas Ayres B. de C. **Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 07, n. 4, out/dez 2000.

FEGHALI, M. K.; DWYER, D. **Engrenagens da Moda**. Rio de Janeiro, 2001.
IBEVAR. 2015. Instituto Brasileiro de Executivos de Varejo e Mercados de Consumo. Disponível em: www.ibevar.org.br. Acesso 1 jan 2018.

IRELAND, Duane R. HOSKISSON, Robert E.; HITT, Michael A. **Administração Estratégica**. São Paulo: Cenage Learning Edições, 2015.

FIRTH, M. **Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm**. The Quarterly Journal of Economics, v. 94, n. 2, p. 235-260, 1980.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. **Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure**. Journal of Financial Economics 3 (1976), p. 305-360.

JENSEN, Michael C.; RUBACK, Richard S. **The market for corporate control: the scientific evidence.** Journal of Financial Economics, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244158. Acesso em 1 jan. 2018.

G1a. **Renner conclui compra da Camicado.** 12 mai 2011. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/05/renner-conclui-compra-da-camicado.html>. Acesso em 10 mai 2018.

___b. **Renner aprova aquisição da Camicado por R\$ 165 milhões.** 5 mai 2011. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/05/renner-aprova-aquisicao-da-camicado-por-r-165-milhoes.html>. Acesso em 10 mai. 2011.

GIMPEL, José Luís. **Administração de empresas varejistas no Brasil.** São Paulo: Atlas, 1980.

HACKBARTH, D.; MORELLEC, E. **Stock returns in mergers and acquisitions.** The Journal Of Finance, v. 63, n. 3, 2008.

KAMMLER, Edson Luis; ALVES, Tiago Wickstrom. **Análise da Capacidade Explicativa do Investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto.** RAE-eletrônica, v. 8, n. 2, art. 12, jul/dez 2009.

KOTLER, Philip. **Administração de Marketing.** 10. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2000

LAS CASAS, Alexandre L. **Marketing de varejo.** Sao Paulo: Atlas, 1992.

LEVY, Michel; WEITZ, Barton A. **Administração de Varejo.** São Paulo: Atlas, 2000.

LINDENBERG, Eric B.; ROSS, Stephen A. **Tobin’s q ratio and industrial organization.** The Journal of Business, vo. 54, n. 1, janeiro 1981.

Lojas Renner. **BALANÇO ANUAL 2009.**

_____ **BALANÇO ANUAL 2010.**

_____ **BALANÇO ANUAL 2011.**

_____ **BALANÇO ANUAL 2012.**

_____ **BALANÇO ANUAL 2013.**

_____ **BALANÇO ANUAL 2017.**

_____ Fato Relevante – Conclusão da Aquisição da Camicado Houseware, 12 de maio de 2011. Disponível em: http://www.mzweb.com.br/renner/web/arquivos/Fato%20Relevante_Projeto%20H_12_0511.pdf. Acesso em 10 de maio 2018.

MACKINLAY, A. Craig. **Event Studies in Economics and Finance.** Journal of Economic Literature, v. 35, n. 1. P. 13-39, mar. 1997. Disponível em: <http://blog.uny.ac.id/sukirno/files/2011/09/event-study-in-economics-and-finance.pdf>. Acesso 1 jan. 2018.

MAEDA, Verônica; MACIEL, Ricardo Barbosa; GERVASONI, Viviane Chunques. **A Importância do indicador econômico-financeiro EBITDA na Petrobras.** SEMEAD – Seminários em Administração, 2010. São Paulo, SP.

MCCRACKEN, Grant. **Cultura e Consumo: Uma explicação teórica da estrutura e do movimento do significado cultural dos bens de consumo.** Revista de Administração de Empresas. V. 47, n.1, p. 99-115, jan/mar 2007.

MARION FILHO, Pascoal José; VIEIRA, Gisele Magalhães. **Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil (1990-2006).** Revista de Administração, UFSM, Santa Maria, v. 3, n. 1, p. 109-130, Jan./Abr. 2010.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; CARNEIRO JUNIOR, João Bosco Arbués; KUHL, Carlos Alberto. **Análise Financeira das Empresas.** Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2008.

MATTAR, Fauze Najib. **Administração de Varejo.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MONTEIRO, M.A.P.; OLIVEIRA, M.C.; MARCON, R.; ALENCAR, R.C. **External Corporate Governance Mechanisms Mergers and Acquisitions on the Brazilian Market.** Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB, Salvador - BA, v. 4, n. 2, p. 4-19, Mai./Ago. 2014.

NOVAES, Antônio Galvão. **Logística e gerenciamento da cadeia de distribuição.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

NUNES, Viviam Klanfer. **Aquisição da Camicado pelas Lojas Renner é neutra e preço pago traz riscos.** 5 ab. 2011. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/lojasrenner/noticia/2077925/aquisicao-camicado-pela-lojas-renner-neutra-preco-pago-traz-riscos>. Acesso em 10 mai. 2018.

OLIVEIRA, Bruno Abrantes. **O Setor De Moda Brasileiro: Caso Do Instituto Rio Moda.** Projeto de Graduação – Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2017.

PENROSE, Edith. A ECONOMIA da Diversificação. In PENROSE, Edith: **The Theory of the Growth of Firm.** RAE-Revista de Administração de Empresas, vol. 19, n. 4, out-dez 1979. Disponível em: http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75901979000400002.pdf. Acesso em 6 maio 2018.

PEREIRA, Bruna Losada; BEIRUTH, Aziz Xavier; MARTINS, Eliseu; KUHL, Carlos Alberto; BARADEL, Ellen Cristina. **Tobin Pergunta: o que aconteceu com meu Q?** – XIX Congresso de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 21 a 23 e julho de 2014.

PINTO, Marcelo R.; LARA J. E., **Desvendando as Experiências de Consumo na Perspectiva da Teoria da Cultura do Consumo: Possíveis Interloquções e Questões Emergentes para a Pesquisa do Consumidor.** XXXIII Encontro ANPAD, São Paulo-SP, 2009.

RASMUSSEN, U. W. **Aquisições, fusões e incorporações empresariais: estratégias para compra e vender empresas no país e no exterior.** São Paulo: Aduaneiras, 1989.

RIBEIRO, M. P. **Determinantes dos impactos sobre a estrutura de mercado brasileiro das fusões e aquisições recentes.** Tese (Mestrado em Economia) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2002.

ROMANO, Patrícia Ribeiro. **Fusões e Aquisições no Brasil: Análise dos Efeitos em Mercado de Capitais.** Dissertação – Mestrado em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2015.

SANTANA, Edílson Hélio; CHAVES, Trigueiro Francisco Mirialdo; CRISPIM, Thiago Fernando; FELICIANO, Sérgio. **Fusões, Aquisições e Cisões e o reflexo no Valor de Mercado das Empresas: Um estudo sob a Perspectiva do Core Business.** Revista Contemporânea de Economia e Gestão, vol. 14, n. 3 – set/dez 2016.

SANT'ANA, Jéssica. **Como a Renner vence a disputa com a C&A e virou a maior varejista de moda do Brasil.** Gazeta do Povo, 28 de fev. 2018. Disponível em: <http://www.gazetadopovo.com.br/economia/nova-economia/como-a-renner-venceu-a-disputa-com-a-ca-e-virou-a-maior-varejista-de-moda-do-brasil-742w1xu8kkv9a7cau8m62dyer>. Acesso em 6 mai. 2018.

WOOD JR, Thomaz, VASCONCELOS, Flávio C., CALDAS, Miguel P. **Fusões e Aquisições no Brasil.** RAE-Revista de Administração Empresarial, v. 2, n. 4, p. 41-45, nov. 2003/jan. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. **Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras.** RAE, vl. 43, n. 3.

ZERO HORA. **Aquisição da Camicado é aprovada por acionistas da Renner.** 4 mai. 2011. Disponível em: <https://gauchazh.clicrbs.com.br/economia/noticia/2011/05/aquisicao-da-camicado-e-aprovada-por-acionistas-da-renner-3298511.html>.

ZIN, R. **Motivação para as Fusões em Empresas de Pequeno Porte: a Perspectiva dos Gestores.** Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, v. 13, n. 2, p. 16-27, ab./jun. 2014.