

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE GRADUAÇÃO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

MARINNA FIORIO SCHAEGLER

**FUSÕES E AQUISIÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS:
Uma Análise do Desempenho Econômico-Financeiro**

**São Leopoldo
2020**

MARINNA FIORIO SCHAEGLER

**FUSÕES E AQUISIÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS:
Uma Análise do Desempenho Econômico-Financeiro**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, pelo Curso de Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientadora: Profa. Dra. Charline Barbosa Pires

São Leopoldo

2020

RESUMO

Este estudo teve como objetivo descrever os impactos das operações de fusões e aquisições (F&A) no desempenho econômico-financeiro das empresas no Brasil. A amostra foi composta por 18 empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores B3 que realizaram estas operações entre 2014 e 2017. Para investigar as mudanças no desempenho econômico-financeiro das companhias controladoras após as fusões e aquisições (F&A), calculou-se os índices de custo dos produtos vendidos, despesas administrativas e gerais, rentabilidade do patrimônio líquido, endividamento, liquidez corrente e necessidade de capital de giro. A coleta dos dados foi efetuada através da consulta das demonstrações contábeis, Relatórios de Administração e Notas Explicativas das empresas, buscando evidências de que as F&As causaram mudanças nos índices estudados. Por meio da análise global de todos os índices estudados, pode-se observar que, das 18 empresas analisadas, em 2 empresas houve piora no endividamento, em 2 empresas identificou-se uma diminuição de liquidez corrente e em 2 empresas ocorreu melhora na necessidade de capital de giro. Os resultados apresentados indicam que as empresas buscam outras motivações além da melhora do desempenho econômico-financeiro ao optar por realizar um processo de F&A.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Indicadores. Desempenho Econômico-Financeiro.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Comportamento do processo de fusões e aquisições no Brasil.....	16
Figura 2 – Consolidação dos objetivos predominantes das fusões e aquisições no Brasil	21

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Razões para a ocorrência de F&A.....	22
Quadro 2 – Empresas analisadas	24
Quadro 3 – Estudos Relacionados.....	27
Quadro 4 – Amostra da Pesquisa	30
Quadro 5 – Os Indicadores Utilizados.....	31
Quadro 6 – Empresas que não apresentam os dados na Demonstração do Resultado	32
Quadro 7 – Empresas com evidências.....	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Custo dos Produtos Vendidos (CPV)	33
Tabela 2 – Despesas Administrativas e Gerais.....	35
Tabela 3 – Rentabilidade do Patrimônio Líquido.....	37
Tabela 4 – Endividamento.....	39
Tabela 5 – Liquidez Corrente	41
Tabela 6 – Necessidade de Capital de Giro (NCG) – Em Reais Mil.....	43

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	8
1.2 OBJETIVOS	9
1.2.1 Objetivo Geral	9
1.2.2 Objetivos Específicos	10
1.3 DELIMITAÇÃO DO TEMA.....	10
1.4 JUSTIFICATIVA	11
1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO	12
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	13
2.1 DEFINIÇÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A)	13
2.1.1 Perspectiva histórica	14
2.1.1.1 Operações no Brasil	15
2.1.2 Etapas do processo de F&A	17
2.2 MOTIVAÇÃO DE COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	19
2.3 ESTUDOS RELACIONADOS.....	22
3 METODOLOGIA	28
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	28
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	28
3.3 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	30
3.4 LIMITAÇÕES DO MÉTODO.....	32
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	33
4.1 CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS (CPV)	33
4.2 DESPESAS ADMINISTRATIVAS E GERAIS.....	35
4.3 RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (RPL)	37
4.4 ENDIVIDAMENTO	39
4.5 LIQUIDEZ CORRENTE	41
4.6 NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO (NCG)	43
4.7 ANÁLISE GLOBAL DOS INDICADORES	45
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS	50
APÊNDICE A - CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS (CPV)	60
APÊNDICE B - DESPESAS ADMINISTRATIVAS E GERAIS	62

APÊNDICE C - RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (RPL).....	64
APÊNDICE D - ENDIVIDAMENTO.....	66
APÊNDICE E - LIQUIDEZ CORRENTE.....	68
APÊNDICE F - NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO (NCG)	70

1 INTRODUÇÃO

Nesse capítulo se apresenta a contextualização do tema, o problema, os objetivos, a delimitação, a justificativa e a estrutura do estudo.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Os processos de fusões e aquisições (F&A) são entradas rápidas para novos mercados e aproveitamento de oportunidades de investimentos. As F&As são importantes meios estratégicos para o crescimento doméstico e internacional, e estão sendo vistas como a tática favorita dos administradores corporativos (FERREIRA *et al.*, 2014).

No Brasil, o movimento de F&As de empresas ganhou intensidade no início de 1990, década marcada como início de uma nova era na economia do país. Nesta época, muitas empresas decidiram unir-se a companhias nacionais ou internacionais com o objetivo de minimizar as deficiências ou carências mercadológicas e tecnológicas (FARIAS *et al.*, 2015). Neste período, o país tornou-se uma economia aberta e globalizada, com a diminuição da proteção tarifária, término das proibições impostas a um grupo de importações e redução gradual das restrições não tarifárias (GONÇALVES, 1998).

Estas operações trazem competitividade no ambiente globalizado. As estratégias de combinações de negócios, assim como qualquer plano organizacional, podem surgir de diferentes objetivos e atingir resultados distintos. Frequentemente estas operações exercem impacto significativo sobre a saúde financeira e lucratividade de uma companhia, de forma positiva ou negativa (KEY, 1995 *apud* MATIAS; PASIN, 2005).

Existem vários motivos que levam uma empresa a realizar fusões e aquisições, como aumento na lucratividade, redução de custos e crescimento como um todo. Para Gitman (2002), as fusões de empresas têm o objetivo maximizar o valor da ação da empresa compradora. Além de criar valor para os acionistas, existem outros motivos que incentivam esta operação, como diversificação, vantagens tributárias e aumento de liquidez. Os potenciais benefícios gerados pelas F&As são os motivadores para as companhias decidirem realizar estes processos.

Estas reestruturações societárias podem ser “[...] justificadas pela melhoria da eficiência técnica e alocativa da firma, pois potencialmente reduzem os custos administrativos e os gastos com esforço de vendas”. (INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA), 2003, p. 10).

Outros motivos econômicos para as operações de fusões e aquisições são a redução dos custos de transações, por meio da integração vertical entre empresas, e do custo do capital. Adicionalmente, as fusões e as aquisições podem ser utilizadas para aquisição de inovação de produtos e processos, assim como para reduzir os custos de P&D (IPEA, 2003, p. 11).

Entretanto, as operações também podem trazer impactos negativos à empresa. Viglioni *et al.* (2018) em seu estudo mostram que os resultados de liquidez geral, retorno sobre o patrimônio líquido, o retorno sobre o ativo e o valor econômico agregado apresentaram significância estatística negativa, gerando diminuição no valor das ações das empresas adquirentes.

Para o autor Rasmussen (1989), as táticas de aquisições e fusões para acelerar o crescimento das companhias resulta em substancial economia de tempo se forem bem planejadas. Caso contrário, o custo poderá ser alto e sujeitará a empresa a um grande atraso com relação aos objetivos traçados pelos administradores.

Diante do exposto sobre as fusões e aquisições, enuncia-se o seguinte problema: como o desempenho econômico-financeiro das companhias brasileiras foi impactado pelas operações de F&A?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Considerando o problema de pesquisa apresentado, o objetivo geral deste estudo é descrever os impactos das operações de F&A no desempenho econômico-financeiro das companhias no Brasil.

1.2.2 Objetivos Específicos

Tendo em vista o objetivo geral, são definidos os seguintes objetivos específicos:

- a) apresentar uma abordagem teórica sobre o conceito de Fusões e Aquisições e uma visão geral dos processos de F&As no cenário internacional e brasileiro, investigando as principais motivações para as combinações de negócios;
- b) calcular dos indicadores selecionados para este estudo; e
- c) comparar as informações no período compreendido de 2014 a 2018 considerando-se as informações evidenciadas nas demonstrações contábeis e nos Relatórios de Administração e Notas Explicativas.

1.3 DELIMITAÇÃO DO TEMA

O tema relacionado com processos de F&A de empresas, por sua abrangência e relevância, pode ser abordado sob vários pontos de vista. Nesse estudo o enfoque recai sobre operações de F&A realizadas no Brasil nos anos de 2014 a 2017 e a análise dos seus impactos no desempenho econômico-financeiro das empresas controladoras até o ano de 2018.

Isto significa que, neste trabalho, não são estudadas empresas que não participaram de fusões e aquisições nos anos mencionados ou que não disponibilizaram as demonstrações contábeis para análise. Da mesma forma, companhias de origem estrangeira não são o foco da pesquisa.

Por fim, é válido salientar que as alterações nos indicadores que foram analisados não podem ser atribuídas totalmente às operações de fusões e aquisições devido às dificuldades de se confrontar os impactos setoriais e macroeconômicos sobre as variáveis descritas neste trabalho. Além das questões setoriais, a análise realizada delimita-se pela verificação das demonstrações contábeis, Relatórios de Administração e Notas Explicativas e as informações divulgadas pelas empresas que permitem observar um efeito das F&A nos dados apurados.

1.4 JUSTIFICATIVA

Esse estudo se justifica na medida em que permitirá o levantamento de informações que evidenciem a qualidade dos fundamentos financeiros das empresas brasileiras que participaram de fusões e aquisições no período informado. Também se justifica pelo melhor detalhamento da situação econômico-financeira das empresas estudadas, focando na análise das demonstrações contábeis como fonte de pesquisa.

Para Silva Júnior e Ribeiro (2001), as operações de F&A apresentam vantagens como ausência de conflitos quanto à distribuição de lucros ao quadro societário; fácil acesso a novas oportunidades e rapidez de conquista do mercado. Entretanto, os autores também apresentam desvantagens com este processo, tais como: alto custo de controle; problemas com as diferenças de culturas e difícil reversão da operação.

Batista *et al.* (2014, p. 4) também citam que é preciso cautela ao decidir se é viável efetuar uma fusão ou aquisição, e explica os motivos:

- Indústria errada: o caso em que empresas entram em setores industriais que aparentemente ser lucrativos sem ter conhecimento das barreiras ou riscos.
- Empresa errada: a empresa pode não ter futuro viável em longo prazo, mesmo com investimentos realizados pelo comprador.
- Excesso de confiança: muitas empresas estão convencidas de que podem facilmente aplicar seus procedimentos em outras empresas.

Camargos e Barbosa (2010, p. 69) avaliaram se “[...] as Fusões e Aquisições de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e gerenciais e, também, no aumento da rentabilidade das empresas envolvidas”. Segundo os autores, houve a geração de sinergias operacionais e gerenciais, porém, não houve melhora nos três indicadores de rentabilidade (ROA, ROI e ROE) estudados.

Na pesquisa de Oduro e Agyei (2013) foi constatado que as operações de Fusões e Aquisições causaram um impacto negativo na lucratividade das companhias do Ghanaian Stock Market entre 1999 e 2010. Em contrapartida, houve um aumento na rentabilidade das empresas.

Analisando os estudos anteriores sobre o assunto, observam-se impactos positivos e negativos no desempenho das empresas e nos índices de rentabilidade após as combinações de negócios. Esta informação é importante para os acionistas

e administradores, já que um dos objetivos principais, de acordo com literaturas já publicadas sobre este tema, é garantir uma possível geração de valor e expansão da empresa.

Desta forma, entende-se que a discussão do tema é de relevância ao se verificar a ocorrência de resultados coerentes com o objetivo almejado pela companhia adquirente, seja ele crescimento financeiro ou domínio do mercado, por exemplo. A fim de verificar se os resultados alcançados neste estudo estão em linha com os estudos anteriores, são analisados os índices relacionados ao Balanço Patrimonial e à Demonstração do Resultado, a fim de obter uma visão da situação econômico-financeira das empresas adquirentes nos anos de 2014 a 2018.

Analisando de forma comparativa os dados no período mencionado, este estudo busca identificar as variações e evolução nas demonstrações contábeis das companhias antes e após a divulgação da operação de fusão ou aquisição nos anos de 2014, 2015, 2016 e 2017.

1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO

Para a realização dos objetivos propostos, esse estudo organiza-se em cinco capítulos. Após introduzir a temática nessa seção, o capítulo 2 aborda os conceitos de Fusões e Aquisições e sua perspectiva histórica, o cenário econômico no Brasil e a influência deste processo nos resultados financeiros das companhias. No terceiro capítulo são descritos os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa.

No capítulo 4 apresenta-se a análise dos dados, com a comparação dos indicadores calculados e verificação das informações evidenciadas nas demonstrações contábeis e Relatório de Administração das companhias, fundamentando os objetivos propostos. Por fim, no capítulo 5, tem-se as considerações finais, com a conclusão do estudo seguida pelas referências e apêndices.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesse capítulo apresentam-se a definição e perspectiva histórica das fusões e aquisições, a motivação das combinações de negócio e os estudos anteriores sobre o tema.

2.1 DEFINIÇÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A)

A definição legal para fusão, de acordo com o Art. 228 da Lei nº 6.404/76, “[...] é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. (BRASIL, 1976). Para Gonçalves (1998), as fusões podem ser definidas como uma estratégia em que duas companhias consentem em integrar suas operações de forma equivalente, pois possuem capacidades e recursos que, unidas, têm possibilidade de criar uma forte vantagem competitiva.

Nas aquisições há a compra do controle acionário de uma companhia por outra, e há um processo de integração onde apenas uma delas mantém sua identidade. Para a *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) (2000) a aquisição ocorre quando os ativos da empresa comprada são absorvidos aos ativos da empresa compradora, extinguindo apenas a primeira empresa. Há três tipos de aquisições que normalmente são utilizadas, de acordo com os autores Marion Filho e Vieira (2010, p. 111):

[...] aquisição parcial (quando a compra atinge de 10 a 49% do capital votante na operação); aquisição de controle (de 50% a menos de 100% do capital votante) e aquisição total (quando todo o capital é adquirido). Se a transação envolver menos de 10% do capital votante, ela é considerada um investimento de portfólio e não uma aquisição.

As operações de F&A podem ser horizontais, verticais ou em conglomerado. Nas horizontais há a união entre companhias do mesmo setor econômico e/ou ramo de atividade, e normalmente são concorrentes. Nas verticais ocorre a integração de firmas do mesmo setor de produção, tanto em relação aos fornecedores quanto aos distribuidores. Por último, as operações em conglomerado envolvem empresas de setores da economia não relacionados, com o fim de minimizar riscos e diversificar os investimentos (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Estas atividades também podem ser chamadas de combinações de negócios. De acordo com Nakayama e Salotti (2014, p. 268),

Combinação de negócios é uma operação em que uma empresa adquire o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação, que pode ser por meio de fusão ou aquisição do controle. Despertam grande interesse nos meios empresariais, pois além das grandes cifras envolvidas, impactam nas decisões de clientes, fornecedores e empregados relacionados com essas empresas.

Diante do exposto, apresenta-se a seguir a perspectiva histórica das operações de fusões e aquisições.

2.1.1 Perspectiva histórica

Movimentos de F&A têm ocorrido ao longo da história, sendo observados desde meados do século XIX. A evolução das atividades de fusões e aquisições é caracterizada por movimentos cíclicos (ondas), onde há períodos de maior e menor intensidade de ocorrência destas operações (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). De acordo com os autores (p. 18), a literatura internacional descreve quatro ondas de operações de F&A, que “[...] desempenharam um papel relevante, em âmbito mundial, na concentração de capitais, na reestruturação patrimonial e na consolidação de setores econômicos”.

Segundo Santos (2007, p. 43),

[...] a Grande Onda de F&A (1887-1904) iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904 e teve como características predominantes as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas e formação de grandes monopólios.

De 1916 a 1929 ocorreu o Movimento de Fusões e Aquisições. “O *boom* do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores”. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 19). Como exemplo, os autores citam os serviços de utilidade pública, como gás e energia elétrica, de comunicações e de automóveis. As leis antitrustes vetaram as fusões de várias firmas concorrentes em uma única empresa. Nesta onda, foram identificadas mais fusões de operação vertical e diversificação de atividades, e foi caracterizada por fusões com o objetivo de monopolizar o mercado.

Na década de 1960 houve a terceira onda. Segundo Triches (1996), houve a predominância de fusões do tipo conglomerado que buscavam a união de diferentes atividades, como uma resposta às limitações de fusões horizontais e verticais que foram introduzidas pelas modificações nas leis antitruste no ano de 1950. Durante esta fase, as aquisições foram motivadas pelo *boom* do mercado de capitais e incentivadas por melhorias nos mecanismos financeiros.

Grande parte das F&A desta onda fracassaram porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 19).

Na onda dos anos 1980, o baixo valor das ações no mercado de capitais facilitou a aquisição de outras companhias. Em outubro de 1987 ocorreu um *crash* na Bolsa de Nova York, o que possibilitou empresas estrangeiras a adquirir empresas americanas, e isto causou uma explosão de *takeovers* (aquisições hostis). De acordo com Adams e Brock (1989), neste ano ocorreram 1.119 transações com uma estimativa de US\$ 52,2 bilhões envolvidos. Nesta fase também ocorreram operações entre companhias do mesmo porte, e os novos mecanismos financeiros cooperaram com mais tentativas de *takeovers*. Este *boom* na economia dos Estados Unidos tinha como objetivo expandir as empresas multinacionais no mercado internacional.

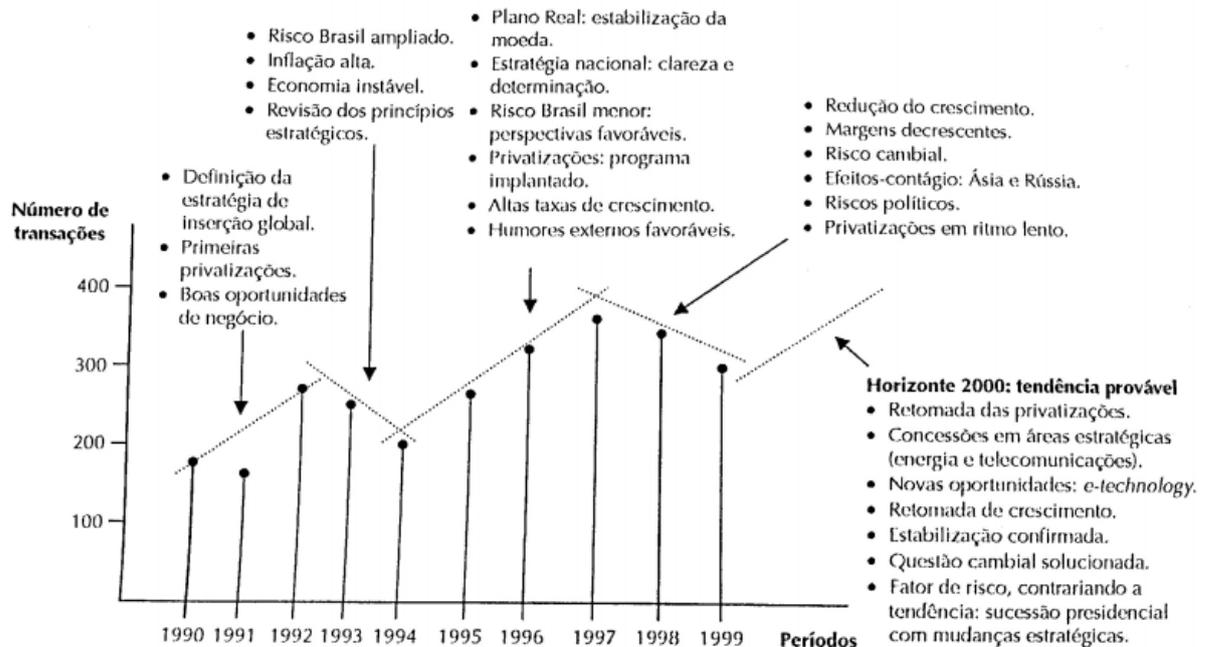
Desta maneira, visto a trajetória dos processos de fusões e aquisições ao longo dos anos, é apresentada a história destas operações no Brasil.

2.1.1.1 Operações no Brasil

No Brasil, de acordo com Triches (1996), a partir da década de 1990 o número de F&As no país aumentou significativamente devido à globalização dos mercados. Rossetti (2001) afirma que muitos empresários brasileiros mudaram seu modelo empresarial devido à mudança da postura estratégica da economia brasileira adotada em 1980. Neste período, iniciou-se a reengenharia dos negócios e as operações de fusões e aquisições foram predominantes.

Quatro diferentes momentos podem ser observados durante o século XX, de acordo com a Figura 1 apresentada por Rossetti (2001): a) anos 1990 a 1992; b) anos 1993 e 1994; c) anos 1995 a 1999; e d) anos 1998 a 1999.

Figura 1 – Comportamento do processo de fusões e aquisições no Brasil



Durante os anos de 1995 a 1999, houve a implementação de um programa de privatizações, e as taxas de crescimento do PIB no país aumentaram (ROSSETTI, 2001). Isto fez com que as empresas estrangeiras aumentassem sua participação nas operações brasileiras. Como tendências para os anos 2000, o autor cita a possível volta das privatizações, além de novas oportunidades ligadas à tecnologia e retomada de crescimento no país.

Santos (2007, p. 57) explica que

A partir de 1994 com a implantação do Plano Real, se cria condições favoráveis para o IDE e F&As, dentre elas, a aceleração do processo de privatização, estabilidade dos preços e expansão do mercado interno e a fragilidade competitiva de empresas nacionais, facilmente compradas pelas estrangeiras.

Segundo o autor, a década de 1990 trouxe o desenvolvimento de políticas que auxiliaram as operações de F&A no país, permitindo uma abertura financeira maior na economia brasileira, como as reformas liberais e o plano de estabilização.

Para Camargos e Barbosa (2005), a realização das fusões e aquisições no Brasil teve como objetivo o aumento de poder de barganha e de mercado das empresas, por meio de sinergias gerenciais e operacionais, diminuição nos custos e despesas, redução de impostos e custo de capital e, essencialmente, por tornarem as companhias mais competitivas.

Para Wood Junior *et al.* (2004) o aumento do número de F&As acompanhou o processo de liberalização econômica. Isto beneficiou as operações de três formas diferentes:

primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas brasileiras; segundo, programas de privatização criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, de telecomunicações e bancário; e terceiro, a elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigou empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras (WOOD JUNIOR *et al.*; 2004, p. 42).

Diante do que os autores trazem sobre este assunto e suas perspectivas com relação às operações nacionais e internacionais, o próximo tópico trata das etapas do processo de fusão e aquisição de companhias.

2.1.2 Etapas do processo de F&A

Barros (2003) explica que a maior parte das operações de F&A possui três etapas: *due diligence*, negociação e integração.

A *due diligence* acontece no início do processo de aquisição, podendo ou não ser realizada sigilosamente (NUNES; VIEIRA, 2009). Nesta etapa, são efetuados estudos sobre a companhia a ser adquirida, com a finalidade de garantir que a aquisição ou fusão é viável.

De acordo com Nunes e Vieira (2009, p. 5),

costumam-se analisar os aspectos mais objetivos do negócio, ou seja, os de caráter financeiro. Dessa forma, em regra, os integrantes da equipe responsável pela *due diligence* têm formação financeira, carecendo o grupo de multidisciplinaridade. A ausência de avaliações sob diferentes ângulos

ajuda a explicar o descaso de algumas equipes com aspectos importantes da operação, como a qualidade dos recursos humanos, as particularidades da cultura etc.

Luzio (2015, p. 92) esclarece que a *due dilligence* analisa “[..] seus ativos e passivos, suas práticas contábeis, trabalhistas, tributárias e os possíveis riscos destas práticas gerarem passivos”. O maior impacto desta etapa é a descoberta de possíveis contingências, passivos ocultos ou insubsistências ativas, segundo o autor.

O segundo passo é a negociação, onde são estipulados os valores e condições da negociação em questão. Nunes e Vieira (2009) relatam esta etapa como duradoura e estressante, e pode ser feita por profissionais e especialistas da própria companhia ou de entidades com *expertise* no assunto ou, ainda, pelos representantes da empresa. Neste momento os dados coletados na *due dilligence* são analisados e selecionados conforme a estratégia definida para firma.

Por fim, a fase da integração é imprescindível para o processo de aquisição. Nesta etapa, inicia-se a integração de processos e, apesar do caráter participativo, é um processo geralmente mais demorado e conflituoso, pois envolve choque de cultura.

Castro (1996) afirma que além dos aspectos estratégicos e financeiros, não se pode descartar um potencial choque das culturas das companhias, pois isto pode levar a operação ao fracasso. Frequentemente estas questões sobre a cultura empresarial não são abordadas no processo de avaliação.

Segundo Camargos e Barbosa (2005, p. 102):

No mercado brasileiro, o órgão responsável pela análise dos atos de concentração empresarial é o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda respectivamente, que juntos formam o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC).

As decisões do conselho partem do princípio imposto pela Constituição Federal do Brasil, que indica dentro dos princípios gerais da atividade econômica aquela que expressa à livre concorrência. Este é um órgão administrativo que tem como finalidade supervisionar e orientar os atos empresariais (CÂMARA *et al.*, 2009 apud FARIAS *et al.*, 2015).

O CADE desempenha três papéis principais, de acordo com Marion Filho e Vieira (2010): o preventivo, que tem como objetivo a análise de modificações estruturais do mercado que afetem a concorrência de forma negativa; o repressivo, que reprime companhias consideradas “[...] prejudiciais à livre concorrência através de alienação total ou parcial dos ativos envolvidos na operação ou até mesmo determinar a desconstituição total da operação” (p. 121); e o educativo, por meio da difusão da ideia de livre concorrência.

Pondé *et al.* (1997) explicam que para iniciar o processo de F&A no Brasil, o empresário deve obedecer às instruções estabelecidas pelo Código Civil e pela lei nº das Sociedades Anônimas nº 6.404/76 cumprindo todas as implicações jurídicas. Este processo ainda precisa enfrentar as políticas de proteção à concorrência ou antitruste. Estas políticas variam de país para país, mas elas procuram obter o controle sobre os atos de concentração e a conduta das empresas que monopolizam o mercado. As combinações de negócios não podem ter como objetivo a dominação do mercado.

As políticas antitrustes procuram combater a monopolização nas fusões onde o aumento das concentrações de mercado dar-se-á pela imposição do aumento dos níveis de barreira. Aquelas que pretendem obter baixo nível tecnológico e apresentar ganhos de eficiência com níveis insignificantes tendem ser indeferidas pelas políticas de proteção a concorrência (PONDÉ *et al.*, 1997, p. 118).

Dadas as explicações referentes às etapas de fechamento de uma F&A, apresentam-se a seguir os possíveis motivos pelos quais as empresas decidem realizar estas operações.

2.2 MOTIVAÇÃO DE COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

Há diversos motivos para as empresas optarem por operações de F&A. Camargos e Barbosa (2003) apontam que alguns deles são compensações e incentivos tributários; redução do risco de insolvência; busca de economias de escala e de escopo, provenientes de possíveis diminuições nos custos e aumento do bem-estar da diretoria. Este crescimento também pode se dar através da diversificação, onde a entidade escolhe a expansão de suas operações para novos mercados e áreas de atuação distintas da que a empresa originalmente desempenha (SANTOS, 2007).

Castro (1996, p. 13) afirma que

quando uma empresa monta um novo negócio, existem uma série de riscos associados ao planejamento, infra-estrutura, comercialização de novos produtos, contratação de pessoas, etc. É possível reduzir estes riscos através da aquisição de outra empresa já em plena atividade, além de remover um concorrente em potencial.

Botrel (2017, p. 32) cita que “[..] o que se persegue com as combinações de negócios é a ocupação de uma melhor posição no mercado”. Além do aumento do faturamento, rede de clientes e diminuição de custos, as empresas aspiram no aumento do lucro por ação.

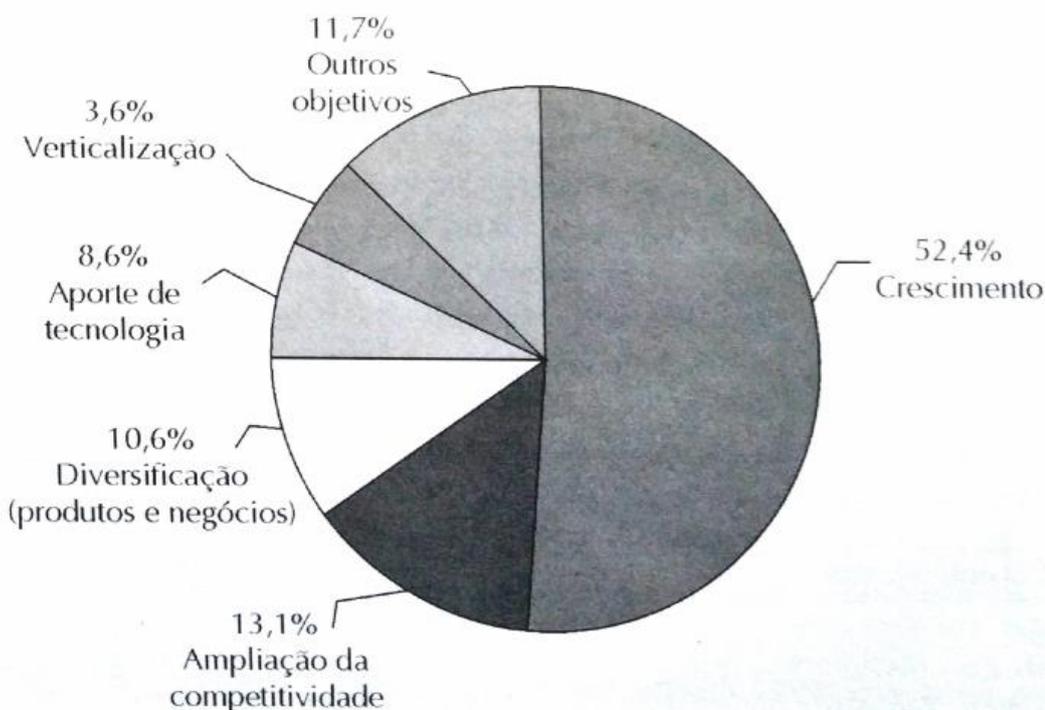
Em determinadas situações, o aumento do EPS (*earnings per share* – lucro por ação) via F&A realiza-se mediante negócios que tem por objetivo não o crescimento ou expansão das atividades, mas sua segregação ou mesmo eliminação (via cisão e/ou *trespass*), com o objetivo de prevenir a contaminação de atividades eficientes por outras de eficiência reduzida ou duvidosa (BOTREL, 2017, p. 32).

O controle do mercado corporativo também é um dos motivos da combinação de negócios, tendo como objetivo o controle de ativos corporativos. Outra hipótese é a das sinergias, que tem como propósito fazer com que as companhias envolvidas na F&A trabalhem de maneira efetiva para reduzir diversos gastos (CAMARGOS; BARBOSA, 2010).

Batista *et al.* (2014) complementam que as motivações econômicas para os processos de fusões e aquisições, assim como os descritos anteriormente, podem estar relacionadas às economias de escala com base nas marcas, custos, receitas, poder de mercado e busca de eficiência.

Para Rossetti (2001), há diversos fatores que justificam as fusões e aquisições, e são apresentados na Figura 2.

Figura 2 – Consolidação dos objetivos predominantes das fusões e aquisições no Brasil



Fonte: Rossetti (2001, p. 83).

Com base nos dados divulgados pela PricewaterhouseCoopers (anos 1990-1992) e pesquisas da Fundação Dom Cabral (anos 1993-1999), o autor elaborou um estudo sobre o tema, contemplando as 2.783 ocorrências de F&A no período. De acordo com seu estudo, alguns motivos pelos quais as operações de F&A são executadas aqui no Brasil são: o vasto território brasileiro, onde há possibilidade de atuar em diversos pontos do país; a abertura da economia, buscando novos desenvolvimentos na área de tecnologia, e a competitividade dos mercados (ROSSETTI, 2001).

Tanure e Patrus (2011) entendem que os processos de aquisição são realizados pois as companhias entendem que haverá sinergia a partir desta operação, além de contribuir para a criação de valor da empresa adquirente. Os motivos para uma compra envolvem a situação financeira da empresa a ser adquirida, dinâmica do setor, tipo de negócio e compatibilidade no estilo de gestão.

Existem diversas razões para a ocorrência das fusões e aquisições, de acordo com Martelanc *et al.* (2010), que são apresentadas no Quadro 1. Estas

operações possibilitam a melhora do desempenho da administração e aumento da eficiência econômica da empresa, alcançando algum tipo de sinergia. (MARTELANC *et al.*, 2010).

Quadro 1 – Razões para a ocorrência de F&A

Teoria	Características
Eficiência	A fusão é um modo de melhorar o desempenho da administração ou obter algum ganho sinérgico.
Informação e sinalização	A fusão informa ao mercado e à administração que a empresa está subavaliada.
Poder de mercado	A fusão aumenta a participação de mercado da empresa.
Vantagens fiscais	A empresa pode, por meio da aquisição, beneficiar-se de créditos fiscais.
Status e vaidade	A compra é ocasião de festejar o próprio sucesso.
Comissionamento de executivos	Alguns executivos ganham prêmios e promoções quando a transação é concluída.

Fonte: Martelanc *et al.* (2010, p. 89).

Podem ser citadas como principais fontes de sinergia entre companhias o aumento de receitas, redução de custos e despesas, benefícios fiscais e também a redução do custo de capital (MARTELANC *et al.*, 2010).

Dadas as explicações dos motivos pelos quais as empresas optam pelos processos de fusões e aquisições para crescimento organizacional, são apresentados, a seguir, os estudos relacionados a este tema.

2.3 ESTUDOS RELACIONADOS

Para a verificação dos estudos relacionados ao tema deste trabalho, foram verificadas as revistas da área de contabilidade descritas a seguir, com classificações A1, A2, B1 e B2 conforme a Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) (2016):

- a) Contabilidade Vista & Revista;
- b) Revista Catarinense da Ciência Contábil;
- c) Revista Contabilidade, Gestão e Governança;
- d) Revista Brasileira de Gestão de Negócios;
- e) Revista de Contabilidade & Finanças - USP;
- f) Revista de Gestão – REGE; e

g) *CONTEXTUS* Revista Contemporânea de Economia e Gestão.

Após a verificação das revistas, foram selecionados todos os artigos e estudos publicados entre os anos de 2015 a 2019. As palavras-chave pesquisadas para a identificação destas pesquisas foram: fusões e aquisições, fusão, aquisição, econômico-financeiro.

O estudo de Bergmann *et al.* (2015) teve como objetivo verificar se houve criação ou destruição de valor de 40 empresas que atuam no setor bancário entre 1994 e 2011, utilizando-se do teste de Corrado e do teste TSAR.

Como resultado, esta pesquisa indicou que não é possível afirmar se estas operações tiveram impactos significativos na maximização ou redução de riqueza dos acionistas. Para os autores,

No caso de retornos positivos, as hipóteses são de que o mercado enxergaria sinergias operacionais e financeiras, além de ganhos de escala ou *market share*. Tais análises, no entanto, são difíceis de comprovar empiricamente. Em caso de retornos negativos, tratam da interpretação de maximização da utilidade do administrador em detrimento da maximização da utilidade do acionista, ou seja, o mercado teve a percepção de que as aquisições realizadas foram oriundas de sistemas de recompensas ineficientes aos tomadores de decisão. Outra explicação para retornos negativos seria o pagamento de prêmios de aquisições acima dos valores justos avaliados pelo mercado, caracterizando a transferência de valor dos acionistas adquirentes para os acionistas adquiridos, indicando outras motivações para a estratégia de aquisição (BERGMANN *et al.*, 2015, p. 1114, grifo do autor)

Bomfim e Callado (2016) estudaram o desempenho econômico-financeiro de 68 empresas brasileiras de capital aberto que realizaram F&As entre 2008 e 2014, e utilizaram o modelo proposto por Gosh como metodologia para suas análises. Realizaram-se três estimações por meio da técnica *Pooled Ordinary Least Square* (POLS) e efeitos aleatórios referentes ao retorno dos ativos, patrimônio líquido e lucros antes dos juros e impostos.

Os autores chegaram à conclusão que as empresas que fizeram parte destas operações produziram resultados positivos e geraram sinergias pelas combinações de negócios entre empresas do mesmo segmento. Por outro lado, “[...] as operações financiadas por meio de caixa, dívidas, mais de um recurso (misto) e o tamanho das empresas reduziram o desempenho financeiro” (BOMFIM; CALADO, p. 119), demonstrando que o tipo de recurso aplicado para financiamento destas operações e o aumento nos ativos pode influenciar na redução da lucratividade das empresas após estes eventos.

Santana *et al.* (2016, p. 162) avaliaram “[...] a evolução de resultados operacionais de organizações antes e depois de realizarem fusões, aquisições ou cisões”. Os autores utilizaram como método a teoria de Zook, do ano de 2003, e foram estudadas 5 empresas listadas na bolsa de valores:

Quadro 2 – Empresas analisadas

Empresa(s) inicial	Empresa(s) final	Tipo de operação
Sadia e Perdigão	Brasil Foods (BRF)	Fusão
Brahma, Antarctica, Interbrew e Anheuser Busch	Anheuser Busch Inbev (AB Inbev)	Fusão e aquisição
Motorola	Motorola e Good Technology	Cisão
IBM	IBM e Lenovo	Cisão
Carrefour	Carrefour e rede Dia	Cisão

Fonte: Santana *et al.*, 2016, p. 172.

Após as análises, foi possível identificar que todas as operações estudadas tiveram aumento no resultado, o que refletiu na melhora do valor de suas respectivas ações.

Toigo e Hein (2017) realizaram sua pesquisa a partir de dados contábeis, financeiros e de mercado de 42 companhias brasileiras de capital aberto listadas na B3 e que realizaram F&A com troca de controle entre os períodos de 2006 e 2010.

Calculou-se o desempenho das empresas estudadas utilizando-se os Filtros de Graham e, posteriormente, foi aplicado o método de análise multicritério, chamado de *Technique for Order Preference by Smilarity to Ideal Solution* (TOPSIS). Os resultados desta pesquisa indicaram que houve variações positivas de desempenho durante os cinco anos analisados. Os Filtros de Graham possibilitaram a identificação de uma elevação do lucro líquido, redução do endividamento, e aumento dos ativos. Por fim, foi constatado que as companhias que participaram de fusões e aquisições apresentaram boa saúde financeira e baixo risco.

Ao analisar as possíveis alterações nos indicadores de liquidez, rentabilidade e alavancagem das empresas brasileiras de capital aberto que participaram de F&As de 2010 a 2014, Vieira *et al.* (2017) utilizaram os modelos de abordagem qualitativa e quantitativa de Fleuriet, DuPont e Wilcoxon. Os dados contábeis foram extraídos do banco de dados da Economática.

Como resultados, pode-se observar um desequilíbrio financeiro de curto prazo, que pode ser compensado ao longo dos anos devido à sinergia das áreas operacional e administrativa. Além disso, foi afetada “[...] de forma significativa a

liquidez das empresas, o que não ocorreu com a rentabilidade e a alavancagem”. (VIEIRA *et al.*, 2017).

Viglioni *et al.* (2018) buscaram detectar os principais indicadores econômico-financeiros determinantes em fusões e aquisições nas empresas de tecnologia brasileiras. Para isto, utilizaram dados trimestrais de 28 empresas, de 2009 a 2017, e o método utilizado para embasamento foi o modelo de regressão logística.

Os principais resultados da pesquisa indicam que “[...] o capital de terceiros é um importante fator para que a firma financie suas atividades, enquanto o tamanho da empresa representa o aumento do total de ativos”. (VIGLIONI *et al.*, 2018, p. 420). Com relação aos indicadores calculados, os resultados demonstraram que os retornos sobre o ativo e o investimento foram negativos, o que gera redução do valor ao acionista.

Por fim, no estudo de Souza e Gartner (2019), foram analisadas 43 fusões de bancos brasileiros contemplados no período de 2005 a 2015, objetivando a investigação sobre a reação do mercado de ações relacionadas às F&As ocorridas nestas instituições em momentos onde o mercado estava aquecido. Para esta avaliação, foram utilizados como base os dados e índices de mercado extraídos da base de dados *Datastream Advance*, da *Thomson Reuters*.

Diante do exposto, os resultados indicaram que “[...] a possível causa de retornos anormais acumulados positivos dos bancos rivais dos adquirentes recém-fusionados são os indicadores de rentabilidade levemente positivos dos bancos fusionados (ROA e ROE)”. (SOUZA; GARTNER, 2019, p. 250). Com relação aos índices de concentração de mercado e tamanho dos bancos, estes apresentaram resultados negativos, o que indica que a fusão de instituições rivais diminui comparando-se a mercados mais concentrados.

Também se chegou à conclusão que as fusões e aquisições bancárias são geradas por mercados aquecidos, porém os administradores dos bancos tomam a decisão de efetuar estas operações devido à preocupação de sua empresa perder mercado. Os autores aconselham os investidores a analisar com mais cautela as F&As, pois há possibilidade de não haver ganho de valor.

Aos estudos apresentados nos periódicos pesquisados, acrescenta-se a pesquisa de Pasin *et al.* (2002), que teve como objetivo a análise dos principais indicadores financeiros de 15 empresas do setor alimentício que participaram de operações de F&A entre os anos de 1996 a 1999.

Com base nos demonstrativos financeiros publicados pelas companhias, foram elaboradas as análises de liquidez, endividamento e resultados obtidos (como índices de custos, despesas e rentabilidade). Concluiu-se que houve resultados positivos em relação à diminuição das despesas administrativas e resultados negativos em relação à necessidade de capital de giro. Para os autores, “[...] os resultados obtidos indicaram que os ganhos decorrentes de sinergias, integração entre empresas e melhor gestão administrativa em processos de F&A contribuíram para a redução de despesas das empresas”. (PASIN *et al.*, 2002, p. 12).

Aos estudos citados também é acrescentada a pesquisa de Camargos e Barbosa (2005). Os autores efetuaram uma análise do desempenho econômico-financeiro e criação de sinergias em 24 empresas brasileiras que passaram por F&As entre 1995 e 1999. Para esta avaliação, foram utilizados os dados das demonstrações financeiras das companhias, obtidos na Economática.

Após os cálculos, os autores relataram uma queda nos indicadores de liquidez. Para Camargos e Barbosa (2005, p. 113), “[...] o processo de reestruturação operacional e de pessoal e o equacionamento dos seus ativos exigem uma quantidade maior de recursos para fazer frente a seus passivos”. Em relação ao índice de endividamento, concluiu-se que as companhias estudadas utilizaram mais recursos a longo prazo. Por fim, houve melhora na rentabilidade e geração de sinergias operacionais e gerenciais.

Sendo assim, segue o Quadro 3 contemplando todos os estudos relacionados com o tema deste trabalho:

Quadro 3 – Estudos Relacionados

Autor	Ano	Objetivo	Principais Resultados
Pasin <i>et al.</i>	2002	Análise dos principais indicadores financeiros de empresas que participaram de processos de F&A	Redução de despesas administrativas e maior necessidade de capital de giro.
Camargos e Barbosa	2005	Análise do desempenho e da criação de sinergias em empresas brasileiras	Piora na situação financeira das empresas, melhora na situação econômica e geração de sinergias.
Bergmann <i>et al.</i>	2015	Análise das reações do mercado acionário ao anúncio das F&As	Não se pode afirmar que as aquisições tiveram um impacto significativo na geração de valor.
Bomfim e Callado	2016	Identificação dos efeitos provocados pelas F&As desempenho econômico-financeiro.	Geração de sinergias, geração de ganhos para as firmas, e redução do desempenho financeiro das empresas investigadas.
Santana <i>et al.</i>	2016	Avaliação da evolução de resultados operacionais de organizações antes e depois de realizarem fusões, aquisições ou cisões.	As empresas apresentaram valorização de suas ações em suas respectivas bolsas de valores.
Toigo e Hein	2017	Verificação do desempenho das companhias que realizaram fusões e aquisições.	Elevação do lucro líquido, redução do endividamento, aumento dos ativos.
Vieira <i>et al.</i>	2017	Análise de diferenças nos indicadores de liquidez, rentabilidade e alavancagem das empresas brasileiras de capital aberto que participaram de F&As.	Em curto prazo, há uma piora dos indicadores de liquidez provocada principalmente pelo aumento da necessidade de capital de giro, e para a rentabilidade e alavancagem não foram confirmadas diferenças.
Viglioni <i>et al.</i>	2018	Identificação dos principais indicadores determinantes em operações de fusões e aquisições na indústria de tecnologia no Brasil.	Indicadores LG, o ROE, o ROA e o EVA negativos.
Souza e Gartner	2019	Investigação da reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições (F&A) de bancos no Brasil.	Retornos positivos devido aos indicadores de rentabilidade dos bancos fusionados, e resultados negativos em relação aos bancos rivais.

Fonte: Autores citados.

Diante dos estudos analisados neste capítulo, é possível identificar resultados positivos e negativos no desempenho financeiro das empresas analisadas pelos autores citados, independentemente do período em que houve as fusões e aquisições investigadas.

3 METODOLOGIA

Nesse capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos que foram utilizados na pesquisa, o tratamento e análise dos dados e as limitações do método.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Segundo Silva e Menezes (2001), as pesquisas podem ser classificadas de várias formas e os modelos clássicos de classificação são: natureza, forma de abordagem do problema, objetivo e procedimentos técnicos.

Quanto à natureza, este estudo é classificado como uma pesquisa aplicada, pois visa a análise dos dados das empresas que participaram de processos de fusões e aquisições. Do ponto de vista de forma de abordagem do problema é considerada uma pesquisa quantitativa, visto que “[...] considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las”. (SILVA; MENEZES, 2001, p. 20). Neste estudo, as informações das companhias foram estudadas mediante cálculo de indicadores econômico-financeiros.

Com relação ao objetivo, a pesquisa é classificada como descritiva, tendo em vista que estas pesquisas descrevem características de populações e estabelecem relações entre as variáveis, utilizando técnicas de coleta de dados. (SILVA; MENEZES, 2001). Este estudo busca analisar e comparar a evolução econômico-financeira a fim de identificar o impacto nas demonstrações financeiras as empresas adquirentes após as operações de fusões e aquisições.

Por fim, quanto ao procedimento técnico utilizado, é uma pesquisa documental, visto que os dados não receberam tratamento analítico, conforme definição de Silva e Menezes (2001). As informações foram obtidas das demonstrações contábeis e respectivas notas explicativas e dos Relatórios de Administração publicados na base da Bolsa de Valores B3.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo compreende todas as empresas que passaram por processos de F&A entre os anos de 2014 a 2017. A amostra foi não probabilística,

obtida pelo critério de conveniência, composta pelas companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores B3 que possuem o Brasil como país sede, que não fazem parte do setor financeiro e que tiveram operações de 100% de aquisição de controle nos anos mencionados.

O período de 2014 a 2017 foi definido considerando-se os procedimentos do estudo dos autores Pasin *et al.* (2002). As pesquisas de Camargos e Barbosa (2005), Toigo e Hein (2017) e Vieira *et al.* (2017) também utilizam períodos semelhantes.

Para definição da amostra, os dados referentes aos processos de F&A anuais foram coletadas no site da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), que anualmente divulga informações das F&As ocorridas do mercado de capitais brasileiro. Cabe mencionar que os dados referentes aos períodos de 2014, 2015 e 2016 não são de acesso público, tendo sido solicitados à associação por e-mail. Os dados do ano de 2017 foram obtidos no site da ANBIMA (2018). As informações coletadas foram as seguintes:

- a) lista de dados sobre aquisições, fusões, OPAs e reestruturações societárias das operações anunciadas em 2014 a 2017 (empresa alvo; empresa vendedora; origem empresa vendedora; *private equity* (%); % no negócio; empresa compradora; origem empresa compradora; data do anúncio; valor do anúncio; número de operações; data do fechamento; valor do fechamento; tipo (aquisição, fusão, entre outros); finalidade do negócio e setor de atuação; e
- b) perfil das operações em 2014 a 2017 (% das aquisições entre empresas brasileiras; % das empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras; % das empresas estrangeiras comprando de empresas brasileiras e % das aquisições entre empresas estrangeiras).

De acordo com os relatórios da ANBIMA, entre os anos de 2014 e 2017, houve 538 F&As no mercado brasileiro, sendo que, conforme os critérios de definição da amostra apresentados, a amostra final da pesquisa foi composta por 18 empresas de capital aberto que constam nos registros da Bolsa de Valores e que realizaram 25 operações de fusões e aquisições entre os anos de 2014 a 2017, conforme Quadro 4.

Quadro 4 – Amostra da Pesquisa

Empresa Compradora	Setor	Aquisições e Ano	Valor em Milhões
AES Tietê	Energia Elétrica	Cobra do Brasil (2017)	R\$ 650
BM&Fbovespa (B3)	Serviços Financeiros	Cetip (2016) Bolsa de Valores de Lima (2017)	R\$ 11.964 R\$ 49
CVC	Viagens e Turismo	B2W Viagens (2015)	R\$ 80
CPFL Energia	Energia Elétrica	AES Sul (2016)	R\$ 2.702
Duratex	Fabricação de Materiais	Ducha Corona (2015)	R\$ 116
Eneva	Energia Elétrica	Campo de Azulão (2017)	R\$ 211
Ferbasa	Siderurgia	BW Guirapá (2017)	R\$ 812
Gaec Educação (Ânima)	Serviços Educacionais	Whitney do Brasil (2014) Universidade São Judas Tadeu (2014)	R\$ 1.143 R\$ 310
Gafisa	Construção Civil	Tecnisa (2016)	R\$ 100
JBS	Alimentos	Grupo Primo Smallgoods (2014) Tyson Foods - divisão de aves (2014) AMSE02 Participações (2014) Ativos da Cargill Pork (2015) Moy Park (2015) Plumrose (2017)	R\$ 3.182 R\$ 1.282 R\$ 430 R\$ 4.523 R\$ 4.642 R\$ 725
Locamérica	Aluguel de Carros	Auto Ricci (2017)	R\$ 461
Minerva	Alimentos	Ativos JBS Mercosul (2017)	R\$ 985
Multiplan	Imóveis	Diamond Mall (2017)	R\$ 250
Natura	Produtos de Uso Pessoal	The Body Shop (2017)	R\$ 3.664
Odontoprev	Serviços Médicos	Odonto System (2017)	R\$ 159
TOTVS	Tecnologia da Informação	Bematech (2015)	R\$ 551
Via Varejo	Eletrodomésticos	Cnova Brasil (2016)	R\$ 2.389
Wiz Soluções	Previdência e Seguros	Finanseg (2017)	R\$ 240

Fonte: Elaborada pela autora, com base nas informações disponibilizadas pelas entidades Anbima e B3.

3.3 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Para a coleta de dados, foram consideradas as demonstrações contábeis não consolidadas das empresas, pois o objetivo deste estudo é analisar o efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho da companhia que participou da operação, e não do grupo empresarial ao qual ela pertence. As informações dos Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultados das companhias foram coletadas com base nos dados divulgados na B3.

Inicialmente, para esta análise, foram calculados os indicadores propostos por Pasin *et al.* (2002), apresentados no Quadro 5. Foi realizado o cálculo dos índices no ano em que ocorreu a F&A até o ano limite de 2018.

Quadro 5 – Os Indicadores Utilizados

Item	Indicador e Tipo	Objetivo
Custo dos Produtos Vendidos (CPV)	CPV sobre Receita Líquida (RL)	Verificar se as empresas analisadas apresentaram economias de escala, depois que adquiriram maior porte, poder de negociação e de mercado. Esta economia pode ser oriunda de uma maior pressão sobre os fornecedores, do global sourcing e da reorganização das corporações.
Despesas Administrativas e Gerais	Despesas Administrativas e Gerais sobre RL	Verificar se a integração entre as empresas gerou reduções de despesas administrativas e gerais, provavelmente oriunda da integração administrativa das empresas, ou se a reestruturação não foi bem feita e as estruturas das empresas não foram conjugadas.
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL)	Lucro Líquido sobre PL	Verificar se a empresa adquirida contribuiu para o aumento da rentabilidade da adquirente, ou se a empresa adquirida, sob nova gestão, obteve rentabilidade maior que no ano da aquisição.
Endividamento	Passivo Circulante e Exigível de Longo Prazo sobre Ativo Total	Verificar se as possíveis injeções de capital ocorridas, e as possíveis amortizações de dívida, contribuíram para a redução do endividamento da empresa ou se os dispêndios decorrentes do pagamento da aquisição e das estratégias empresariais foram feitos com financiamentos externos.
Liquidez Corrente	Ativo Circulante sobre Passivo Circulante	Verificar se possíveis mudanças na composição dos ativos circulantes e passivos circulantes contribuíram para a existência de maior folga financeira à empresa.
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	Passivo Circulante Operacional menos Ativo Circulante Operacional	Verificar se possíveis mudanças na composição de ativos e passivos circulantes operacionais contribuíram para redução da necessidade de financiamentos bancários e próprios.

Fonte: Pasin *et al.* (2002, p. 7).

Como este estudo visa a análise das demonstrações contábeis das empresas controladoras, não foi calculado o índice de rentabilidade do patrimônio líquido (RPL) nas empresas adquiridas, apenas nas adquirentes. Além disso, as empresas descritas no Quadro 6 não possuíam dados divulgados de custos de produtos vendidos (CPV), receita líquida (RL) ou despesas administrativas e gerais na Demonstração do Resultado, pois estes valores estão registrados apenas nas empresas dos grupos consolidados. Sendo assim não houve a possibilidade de calcular os indicadores de CPV sobre receita líquida (RL) e despesas administrativas e gerais sobre RL.

Quadro 6 – Empresas que não apresentaram os dados na Demonstração do Resultado

Empresa	Dado não apresentado
BM&Fbovespa (B3)	Custo dos Produtos Vendidos (CPV)
CVC	Custo dos Produtos Vendidos (CPV)
CPFL Energia	Custo dos Produtos Vendidos (CPV) e Receita Líquida (RL)
Eneva	Custo dos Produtos Vendidos (CPV) e Receita Líquida (RL)
AES Tietê	Despesas Administrativas e Gerais

Fonte: Elaborado pela autora.

Após os cálculos dos indicadores, os dados foram analisados de forma comparativa, a fim de verificar a evolução ao longo do período examinado. Para essa análise, em linha com o procedimento adotado por Pasin *et al.* (2002), foi realizada a comparação dos resultados das empresas entre o ano da aquisição e o ano de 2018, a fim de identificar se houveram impactos nas demonstrações contábeis.

Nesse ponto, cabe destacar que, considerando os objetivos da pesquisa, também foi efetuada a leitura das Notas Explicativas e Relatório da Administração das companhias selecionadas, com o intuito de evidenciar possíveis mudanças devido às operações de F&A.

3.4 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Como principal limitação deve se considerar que as mudanças nos indicadores não podem necessariamente ser atribuídas unicamente às operações de fusões e aquisições, devido às dificuldades de se aferir os impactos setoriais e macroeconômicos sobre estas variáveis.

Além disso, foram consultados os Relatórios de Administração e as Notas Explicativas das empresas buscando evidências de que as F&As causaram mudanças nos índices estudados. Nestes documentos, observou-se que as companhias geralmente disponibilizam esclarecimentos em relação aos números consolidados, sendo assim, é possível que variações específicas da empresa controladora não tenham sido enfatizadas nos relatórios e notas analisados, limitando a análise dos dados.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Tendo em vista o objetivo geral e os objetivos específicos e a abordagem apresentada na fundamentação teórica, neste capítulo apresenta-se a análise dos dados a partir da comparação dos indicadores calculados e da a verificação das informações evidenciadas nas demonstrações contábeis e Relatório de Administração das companhias. Para realizar esta análise foram utilizados os dados disponíveis na Bolsa de Valores B3, com as demonstrações contábeis individuais publicadas no período de 2014 a 2018.

4.1 CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS (CPV)

O objetivo deste indicador é identificar se as companhias apresentaram a redução de custos de produção e serviços após a combinação de negócios. No Apêndice A constam as informações de receita líquida e custo dos produtos e serviços vendidos e a Tabela 1 contempla as análises dos dados apresentados nos períodos, sendo que foram analisadas 14 empresas, pois as companhias B3, CVC, CPFL Energia e Eneva não possuem custo dos produtos vendidos e/ou informações de receita líquida nas suas Demonstrações de Resultado individuais.

Tabela 1 – Custo dos Produtos Vendidos (CPV)

Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	Variação	Conceito
Gafisa			122,0%	116,8%	85,8%	-36,2%	Melhorou
Locamérica				71,3%	68,7%	-2,6%	Melhorou
Multiplan				18,9%	17,6%	-1,3%	Melhorou
Minerva			75,5%	75,0%	74,7%	-0,8%	Melhorou
Natura				39,7%	39,5%	-0,2%	Melhorou
Wiz Soluções				25,0%	24,9%	-0,1%	Melhorou
AES Tietê				64,4%	64,4%	0,0%	-
Ferbasa				64,8%	64,9%	0,1%	Piorou
TOTVS		34,8%	35,8%	36,0%	35,7%	0,7%	Piorou
Duratex		76,8%	80,9%	79,6%	79,5%	2,7%	Piorou
Via Varejo			65,9%	66,0%	69,5%	3,6%	Piorou
JBS	78,1%	79,3%	79,6%	83,9%	81,9%	3,8%	Piorou
Odontoprev				27,9%	45,5%	17,6%	Piorou
Gaec Educação (Ânima)	794,7%	663,1%	671,4%	938,7%	1918,8%	1124,0%	Piorou

Fonte: Elaborada pela autora.

Identificou-se que 43% da amostra apresentou redução deste índice, enquanto 57% obteve um aumento, quando se compara o ano em que houve a F&A e o ano de 2018. Em 11 empresas se verificou que as alterações nos índices não foram relevantes, com variações entre -2,6 a 3,8 pontos percentuais.

Entre as empresas com maiores variações, é possível observar que a empresa Gafisa teve uma diminuição de 36,2 pontos percentuais devido ao ajuste da provisão para perda na realização de imóveis e custos de terreno, de acordo com a Nota Explicativa 23 das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018, disponíveis no site da empresa. (GAFISA, 2019).

A Odontoprev teve um crescimento de 17,6 pontos percentuais. Segundo a Nota Explicativa 20 das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018, em 2017 houve uma reversão de valores de INSS devido a uma decisão judicial. (ODONTOPREV, 2019).

A Ânima aumentou seu índice em 1.124 pontos. Conforme o Relatório de Administração para o ano de 2018 divulgado pela empresa, notou-se um aumento dos custos de aluguel e piora devido à “[...] revisão contratual das unidades da São Judas (Mooca e Butantã), acordada quando da aquisição em 2014”. (ÂNIMA, 2019, p. 35). Além disso, também ocorreu uma diminuição na receita líquida da empresa controladora, entretanto não há comentários nas demonstrações contábeis referentes a este ponto.

Desta forma, considerando as empresas que obtiveram as maiores variações, apenas a empresa Ânima evidenciou uma mudança no indicador devido a uma operação de aquisição. Isso indica que não foi revelada uma redução dos custos de produção e serviços devido às operações de F&A realizadas na amostra estudada, considerando-se as informações disponibilizadas nas Notas Explicativas e nos Relatórios de Administração analisados. Também na pesquisa de Pasin *et al.* (2002) não foi possível confirmar que este índice tenha se alterado com o processo de fusão ou aquisição. Para os autores, as variações observadas podem ter ocorrido por causa de fatores relacionados ao setor de atuação das companhias estudadas, sem, necessariamente, guardar relação direta com as F&As.

4.2 DESPESAS ADMINISTRATIVAS E GERAIS

Este indicador tem como objetivo verificar se as fusões e aquisições entre as empresas selecionadas geraram uma redução nas despesas administrativas e gerais devido à possível integração da área administrativa das companhias. No Apêndice B constam as informações de receita líquida e despesas administrativas e gerais, e a Tabela 2 contempla as análises dos dados apresentados nos períodos, sendo que foram analisadas 15 empresas, pois as companhias CPFL Energia, Eneva e AES Tietê não possuem despesas administrativas e gerais e/ou informações de receita líquida nas suas Demonstrações de Resultado individuais.

Tabela 2 – Despesas Administrativas e Gerais

Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	Variação	Conceito
Gafisa			12,6%	10,9%	5,0%	-7,6%	Melhorou
BM&Fbovespa (B3)			52,5%	54,7%	50,6%	-1,9%	Melhorou
Odontoprev				16,0%	15,0%	-1,0%	Melhorou
Ferbasa				10,5%	9,7%	-0,8%	Melhorou
Natura				14,6%	14,3%	-0,3%	Melhorou
Duratex		3,9%	3,8%	3,6%	3,6%	-0,3%	Melhorou
Wiz Soluções				18,6%	19,0%	0,4%	Piorou
Via Varejo			3,1%	3,3%	4,1%	1,0%	Piorou
Minerva			3,8%	4,9%	5,0%	1,2%	Piorou
Locamérica				5,1%	6,3%	1,2%	Piorou
Multiplan				16,6%	17,9%	1,3%	Piorou
TOTVS		10,1%	10,3%	12,0%	12,7%	2,6%	Piorou
CVC		23,4%	26,9%	31,7%	31,7%	8,3%	Piorou
JBS	6,2%	5,3%	7,9%	20,1%	18,2%	12,0%	Piorou
Gaec Educação (Ânima)	62,1%	2355,8%	68,0%	98,0%	137,2%	75,1%	Piorou

Fonte: Elaborada pela autora.

Identificou-se que 40% das empresas apresentou redução deste índice, e 60% obteve um aumento, isso se comparando com o primeiro ano da fusão/aquisição e o ano de 2018. As alterações nos índices não foram relevantes em 11 empresas, com variações entre -1,9 a 2,6 pontos percentuais.

Entre as empresas com as maiores variações, é válido destacar que a empresa Gafisa teve uma diminuição de 7,6 pontos percentuais. Na Nota Explicativa 23 das demonstrações contábeis referentes aos anos de 2018 e 2017, disponíveis no site da empresa, houve reduções nos dois anos devido à diminuição de despesas com serviços prestados e provisão de participação de lucro. (GAFISA, 2018, 2019).

A Ânima aumentou seu índice em 75,1 pontos percentuais, devido a uma diminuição na receita líquida da empresa controladora, entretanto não há comentários nas Notas Explicativas das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018 sobre este ponto. (ÂNIMA, 2019).

Em relação à empresa JBS, verificou-se que as despesas administrativas em 2014 totalizavam R\$ 1.611 mil, e em 2018 o valor foi de R\$ 4.983 mil. Ao analisar as demonstrações contábeis e Notas Explicativas dos anos de 2014 a 2018 disponíveis no site da companhia, não foi relatado o motivo deste crescimento nos gastos. (JBS, 2016, 2017, 2018, 2019).

A empresa CVC, apesar de apresentar um aumento no índice em 8,3 pontos, declara nos Relatórios de Administração referentes aos anos de 2017 e 2018 que houve uma redução destes gastos em função da captura de sinergias. (CVC, 2018, 2019). Apesar da companhia não explicitar que estas sinergias incluem a aquisição da empresa B2W Viagens, cabe lembrar que autores como Tanure e Patrus (2011) afirmam que sinergias são esperadas quando operações dessa natureza são realizadas. Além disso, no estudo de Bomfim e Callado (2016) chegou-se à conclusão que as empresas que participaram de F&As geraram sinergias.

Desta forma, considerando as empresas que obtiveram as maiores variações, verificou-se que não há evidências de mudança no indicador devido às operações de F&A de acordo com as informações disponibilizadas pelas companhias, uma vez que a análise não revelou uma redução das despesas administrativas e gerais devido às fusões e aquisições realizadas nas empresas estudadas.

Ao contrário dos resultados encontrados nesta pesquisa, no estudo de Camargos e Barbosa (2005) concluiu-se que houve uma melhora nas despesas administrativas e gerais das empresas analisadas que passaram por processos de fusões ou aquisições entre os anos 1995 a 1999. Cabe destacar, contudo, que os autores focaram somente no cálculo dos indicadores com base nos valores encontrados nos Balanços Patrimoniais e Demonstrações do Resultado das companhias. Não houve um cruzamento com as Notas Explicativas e Relatórios da Administração das empresas.

4.3 RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (RPL)

A fim de verificar se a fusão ou aquisição contribuiu para o aumento da rentabilidade da empresa controladora, foi efetuado o cálculo da rentabilidade do patrimônio líquido. No Apêndice C constam as informações de lucro líquido e patrimônio líquido, e a Tabela 3 contém as análises dos dados apresentados nos períodos.

Tabela 3 – Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	Variação	Conceito
Minerva			37,4%	-395,4%	420,0%	382,6%	Melhorou
Eneva				1,8%	14,1%	12,3%	Melhorou
CPFL Energia			11,3%	13,2%	20,1%	8,8%	Melhorou
Wiz Soluções				98,4%	105,2%	6,8%	Melhorou
Duratex		4,0%	0,5%	3,9%	9,3%	5,3%	Melhorou
Multiplan				7,1%	8,9%	1,7%	Melhorou
BM&Fbovespa (B3)			7,6%	5,3%	8,3%	0,7%	Melhorou
Ferbasa				17,8%	17,7%	-0,1%	Piorou
AES Tietê				19,1%	18,9%	-0,2%	Piorou
Locamérica				12,5%	7,4%	-5,1%	Piorou
CVC		30,1%	28,4%	28,2%	24,8%	-5,3%	Piorou
Via Varejo			-3,6%	6,1%	-10,6%	-7,0%	Piorou
JBS	8,4%	16,6%	1,0%	2,2%	0,1%	-8,3%	Piorou
TOTVS		15,8%	12,5%	7,4%	4,6%	-11,2%	Piorou
Natura				41,0%	21,3%	-19,7%	Piorou
Gafisa			-64,8%	-106,9%	-85,4%	-20,6%	Piorou
Odontoprev				54,5%	27,7%	-26,8%	Piorou
Gaec Educação (Ânima)	27,7%	10,0%	3,3%	12,2%	0,3%	-27,4%	Piorou

Fonte: Elaborada pela autora.

Ao comparar o primeiro ano da fusão/aquisição com o ano de 2018, constata-se piora do índice em 61% das empresas, enquanto 39% da amostra apresentou um aumento. Identificou-se que em 11 empresas as alterações nos índices não foram relevantes, com variações entre -8,3 a 8,8 pontos percentuais.

Entre as empresas com as maiores variações, pode-se observar que a empresa Minerva teve um crescimento de 382,6 pontos percentuais. Conforme o Relatório de Resultados referente ao ano de 2018, disponível no site da companhia, houve prejuízo no exercício de -R\$ 1.265 milhões devido a “[...] efeitos do impacto da variação cambial e *hedge* cambial”. (MINERVA, 2019, p. 15). Isto refletiu também

no patrimônio líquido da companhia, registrando um PL negativo de -R\$ 301 milhões.

A empresa Eneva registrou um aumento de 14,1 pontos percentuais, devido ao aumento das receitas de equivalência patrimonial das empresas do grupo e reconhecimento de impostos diferidos, como é informado nas demonstrações contábeis de 2018, disponíveis no site. (ENEVA, 2019).

Em relação às empresas que obtiveram resultados negativos, a Ânima diminuiu seu índice em 27,3 pontos, causado pela redução do resultado das equivalências patrimoniais das empresas do grupo, descrito na Nota Explicativa 11 das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018. (ÂNIMA, 2019). A Odontoprev (2019), nas Notas Explicativas 20 e 23 das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018, informa que no ano de 2017 houve efeitos referentes à provisão e depósito judicial do INSS, o que causou uma variação relevante.

A Gafisa (2019) teve uma redução de 20,5 pontos percentuais devido aos prejuízos acumulados durante os anos, o que fez com que o patrimônio líquido fosse afetado. Já a Natura registrou um aumento no patrimônio líquido devido a um ajuste de avaliação patrimonial causado pelas transações de *hedge* (NATURA, 2019), e, por este motivo, houve a diminuição de 19,7 pontos neste indicador.

A última empresa analisada deste quadro foi a TOTVS, com uma redução de 11,2 pontos percentuais. Houve um aumento crescente com despesas com vendas ao longo dos anos de 2014 a 2018, conforme as demonstrações contábeis referentes aos anos mencionados que estão disponíveis no site. (TOTVS, 2016, 2017, 2018, 2019).

Verificou-se que nas empresas Ânima e Eneva houve mudanças no resultado das equivalências patrimoniais. Estas mutações não foram devido às aquisições que fazem parte da amostra deste estudo, mencionadas no Quadro 4, entretanto é possível identificar que houve alterações no indicador devido às operações de F&A ocorridas em anos que estão fora da amostra e que se refletiram no período estudado.

De qualquer forma, considerando as empresas que obtiveram as maiores variações e o período em análise, não foi revelado um aumento da rentabilidade da empresa devido às operações de F&A realizadas nas empresas analisadas quando são consideradas as informações divulgadas. Do mesmo modo, Viglioni *et al.* (2018) descreve em seu estudo que as companhias não estão recebendo retorno em

relação aos seus investimentos, já que em seu estudo foi identificado uma redução no índice de rentabilidade. Por outro lado, Souza e Gartner (2019) relataram indicadores positivos em bancos que participaram dos processos de fusões e aquisições.

4.4 ENDIVIDAMENTO

O objetivo deste indicador é identificar se a operação de F&A contribuiu com a redução do endividamento da empresa ou se os capitais dispendidos decorrentes do pagamento foram efetuados com financiamentos externos. No Apêndice D constam as informações de passivo circulante, passivo exigível a longo prazo e ativo total. Na Tabela 4, há as análises dos dados apresentados nos períodos.

Tabela 4 – Endividamento

Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	Variação	Conceito
Locamérica				75,0%	54,0%	-21,0%	Melhorou
Wiz Soluções				72,7%	63,3%	-9,4%	Melhorou
Natura				86,1%	79,4%	-6,7%	Melhorou
TOTVS		47,6%	44,7%	46,1%	41,4%	-6,2%	Melhorou
CPFL Energia			10,5%	5,3%	5,0%	-5,5%	Melhorou
BM&Fbovespa (B3)			37,9%	36,4%	34,5%	-3,4%	Melhorou
Multiplan				34,6%	33,8%	-0,8%	Melhorou
Eneva				23,7%	23,3%	-0,4%	Melhorou
Duratex		43,1%	39,9%	39,4%	42,8%	-0,3%	Melhorou
CVC		77,9%	79,1%	80,3%	79,1%	1,2%	Piorou
Odontoprev				32,2%	34,6%	2,4%	Piorou
Via Varejo			83,4%	83,7%	86,6%	3,2%	Piorou
AES Tietê				71,8%	76,0%	4,2%	Piorou
JBS	53,8%	57,2%	59,9%	57,4%	58,2%	4,4%	Piorou
Ferbasa				18,0%	24,0%	6,0%	Piorou
Minerva			93,7%	99,3%	102,4%	8,7%	Piorou
Gafisa			64,9%	79,9%	84,7%	19,8%	Piorou
Gaec Educação (Ânima)	16,1%	34,6%	36,9%	30,4%	38,6%	22,5%	Piorou

Fonte: Elaborada pela autora.

Identificou-se que 50% da amostra apresentou redução deste índice, e 50% obteve um aumento, quando se compara o ano em que houve a operação e o ano de 2018. Em 13 empresas, se verificou que as alterações nos índices não foram relevantes, com variações entre -6,8 a 5,9 pontos percentuais.

Entre as empresas com as maiores variações, pode-se destacar a Locamérica, que obteve uma diminuição de 21 pontos percentuais devido ao aumento do capital social da companhia descrito na Nota Explicativa 18 das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018. (LOCAMÉRICA, 2019).

A Wiz Soluções (2019) diminuiu seu passivo não circulante com o pagamento de valores localizados no contas a pagar da companhia, como é demonstrado nas demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018, disponível no site da empresa. Com isto, houve uma melhora de 9,4 pontos percentuais no seu indicador de endividamento.

A Ânima contratou empréstimos de curto e longo prazo nos anos de 2015 e 2018, para financiar as operações da sociedade e de suas controladas (ÂNIMA, 2016, 2019), o que refletiu em uma piora neste indicador. A Gafisa teve uma redução de 19,9 pontos percentuais devido aos prejuízos acumulados durante os anos, diminuindo seu patrimônio líquido (GAFISA, 2019).

A Minerva realizou operações de empréstimos de longo prazo com as suas controladas no ano de 2017, buscando minimizar o custo de suas captações, conforme relatado nas demonstrações contábeis. Além disso, houve um aumento de provisões para perdas em investimentos nos anos de 2017 e 2018, porém não há o detalhamento nas Notas Explicativas. (MINERVA, 2018, 2019). Isto ocasionou um aumento de 8,6 pontos no índice de endividamento da companhia.

Desta forma, considerando as empresas que obtiveram as maiores variações, verificou-se que nas empresas Ânima e Minerva há evidências de mudanças no indicador devido a fusões e aquisições. Constatou-se, portanto, que as operações de F&A indicam estar associadas a um aumento no endividamento das controladoras.

Por outro lado, na pesquisa de Toigo e Hein (2017) relatou-se redução do endividamento, sendo constatado que as empresas que participaram de operações de fusões e aquisições apresentaram boa saúde financeira. Já os autores Camargos e Barbosa (2005) identificaram melhora no indicador das companhias a curto prazo, porém “[...] estas estão se utilizando mais de capitais de terceiros para financiar suas atividades, principalmente de recursos de longo prazo [...]”. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005, p. 109).

4.5 LIQUIDEZ CORRENTE

A fim de verificar se a fusão ou aquisição contribuiu para uma maior folga financeira da empresa controladora, foi efetuado o cálculo da Liquidez Corrente. No Apêndice E constam as informações de ativo circulante e passivo circulante, e a Tabela 5 contém as análises dos dados apresentados nos períodos.

Tabela 5 – Liquidez Corrente

Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	Variação	Conceito
Locamérica				115,3%	249,2%	133,9%	Melhorou
Natura				73,8%	116,0%	42,2%	Melhorou
AES Tietê				76,1%	110,8%	34,7%	Melhorou
Gaec Educação (Ânima)	151,6%	172,7%	133,6%	120,0%	179,9%	28,3%	Melhorou
CVC		118,9%	112,7%	133,7%	126,6%	7,7%	Melhorou
Wiz Soluções				47,6%	50,7%	3,1%	Melhorou
Gafisa			80,4%	67,5%	75,2%	-5,2%	Piorou
Via Varejo			98,9%	91,0%	93,4%	-5,5%	Piorou
JBS	134,4%	91,7%	65,1%	56,3%	125,6%	-8,8%	Piorou
Odontoprev				145,0%	130,8%	-14,2%	Piorou
Minerva			167,2%	153,0%	122,2%	-45,0%	Piorou
TOTVS		153,8%	121,6%	146,5%	104,9%	-48,9%	Piorou
Multiplan				193,6%	136,2%	-57,4%	Piorou
Duratex		246,5%	185,4%	165,8%	113,4%	-133,1%	Piorou
Ferbasa				508,4%	349,7%	-158,7%	Piorou
CPFL Energia			309,3%	90,6%	150,5%	-158,8%	Piorou
BM&Fbovespa (B3)			405,3%	140,6%	101,7%	-303,6%	Piorou
Eneva				1364,2%	347,5%	-1016,7%	Piorou

Fonte: Elaborada pela autora.

Ao comparar o primeiro ano da fusão/aquisição com o ano de 2018, constata-se piora do índice em 67% das empresas, e 33% da amostra apresentou um aumento. Identificou-se que 4 empresas apresentaram variações entre -5,4 a 7,7 pontos percentuais, sendo assim não foram consideradas como alterações relevantes.

Entre as empresas com as maiores variações, é possível observar que a Locamérica obteve um aumento de 133,9 pontos percentuais devido ao resgate de aplicações financeiras no ano de 2018, como é descrito nas demonstrações contábeis referentes ao ano mencionado. (LOCAMÉRICA, 2019).

Tanto a Natura (2019) quanto a AES Tietê (2019) registraram uma melhora no indicador, causada pela diminuição dos empréstimos de curto prazo. A Ânima aumentou seu índice em 28,4 pontos, pois houve um crescimento no contas a receber, conforme as demonstrações contábeis da companhia ao longo dos anos. (ÂNIMA, 2016, 2017, 2018, 2019). Não houve evidências descritas nas Notas Explicativas ou nos relatórios destas companhias que indiquem que as operações de F&A causaram esta variação.

Em relação às empresas que obtiveram resultados negativos, a Eneva aumentou seu passivo circulante em quase R\$ 150 milhões, tendo acréscimo nas contas de fornecedores, obrigações sociais e trabalhistas e arrendamento mercantil. (ENEVA, 2019). A CPFL Energia piorou seu índice devido ao aumento na conta de dividendos, porém não há maiores explicações nas demonstrações contábeis de 2018. (CPFL ENERGIA, 2019).

A B3 teve uma diminuição de 303,6 pontos percentuais na sua liquidez, principalmente pela queda do saldo das aplicações financeiras em 2017. De acordo com o Relatório da Administração referente a este ano (B3, 2018, p. 11), “[...] as variações são explicadas pela combinação de atividades com a Cetip”.

Da mesma forma, a empresa Ferbasa (2019) declarou na Nota Explicativa 10 das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018 uma diminuição nas aplicações financeiras devido à aquisição de controle da BW Guipará. Além disso, houve um aumento do passivo circulante com obrigações com aquisição de controlada, também relacionado à compra da BW.

A Duratex diminuiu 133 pontos percentuais devido à redução do caixa e aumento na contratação de empréstimos de curto prazo, principalmente nos anos de 2016 e 2018, conforme descrito nas demonstrações contábeis dos anos mencionados. (DURATEX, 2017, 2019). O mesmo ocorreu com a empresa Multiplan (2019), sendo que houve aumento nos empréstimos e diminuição das aplicações financeiras. Em ambos os casos, não há explicações descritas nos relatórios sobre estas variações.

Houve uma piora no indicador da empresa TOTVS causado pela diminuição dos valores de contas a receber ao longo período analisado e redução de caixa no ano de 2016. (TOTVS, 2017). Nas demonstrações contábeis do ano de 2018, a Minerva apresentou um aumento dos empréstimos e financiamentos de curto prazo

e na conta de outras contas a pagar, referentes as aquisições das controladas indiretas – entre elas, as empresas da JBS Mercosul. (MINERVA, 2019).

Por fim, a Odontoprev (2019) reduziu sua liquidez corrente em 14,1 pontos percentuais, devido ao aumento dos dividendos a pagar no ano de 2018. A JBS (2017, 2018) teve uma diminuição nas aplicações financeiras conforme a Nota Explicativa 4 das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2016 e Nota Explicativa 5 das demonstrações contábeis de 2017.

Desta forma, considerando as empresas que obtiveram as maiores variações, verificou-se que nas empresas B3, Ferbasa e Minerva há evidências de mudanças no indicador devido a fusões e aquisições. As demais empresas analisadas não apresentaram alterações devido a estas operações. Considerando-se as informações apresentadas, é possível observar que as operações de F&A revelaram uma diminuição de folga financeira da empresa controladora, corroborando com as pesquisas de Camargos e Barbosa (2005) e Vieira *et al.* (2017), que também apresentaram redução na liquidez das companhias estudadas.

4.6 NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO (NCG)

O objetivo deste indicador é identificar se a operação de F&A contribuiu para a redução da necessidade de financiamentos bancários e próprios. No Apêndice F constam as informações de passivo circulante operacional e ativo circulante operacional. Na Tabela 6, há as análises dos dados apresentados nos períodos.

Tabela 6 – Necessidade de Capital de Giro (NCG) – Em Reais Mil

(continua)

Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	Varição	Conceito
CVC		310.707	485.068	770.487	1.111.506	800.799	Melhorou
Via Varejo			-1.019.000	-599.000	-449.000	570.000	Melhorou
Natura				233.839	526.289	292.450	Melhorou
Multiplan				-63.390	29.117	92.507	Melhorou
Ferbasa				210.470	285.409	74.939	Melhorou
Gaec Educação (Ânima)	6.990	41.304	140.928	54.083	72.583	65.593	Melhorou
Minerva			371.305	934.545	360.061	-11.244	Piorou
Wiz Soluções				-86.735	-130.615	-43.880	Piorou
Odontoprev				-238.370	-291.720	-53.350	Piorou
Eneva				41.703	-53.439	-95.142	Piorou
TOTVS		142.155	168.262	115.936	31.196	-110.959	Piorou

(conclusão)

AES Tietê			-615.153	-796.215	-181.062	Piorou	
Locamérica			-104.992	-392.923	-287.931	Piorou	
CPFL Energia		485.622	-33.073	188.855	-296.767	Piorou	
Duratex	1.056.061	1.146.735	1.039.626	631.619	-424.442	Piorou	
Gafisa		291.047	-264.448	-268.143	-559.190	Piorou	
BM&Fbovespa (B3)		-2.047.061	-2.560.034	-2.667.126	-620.065	Piorou	
JBS	4.734.979	1.759.151	2.098.636	878.939	1.711.593	-3.023.386	Piorou

Fonte: Elaborada pela autora.

Identificou-se que 67% das empresas apresentaram piora do índice, e 33% obtiveram um aumento, quando se compara o ano em que houve a operação e o ano de 2018. Em 5 empresas, identificou-se variações entre -R\$ 53.350 mil e R\$ 74.739 mil, e considerou-se que a alteração não foi relevante em comparação às demais companhias.

Entre as empresas com as maiores variações, destaca-se que a empresa CVC teve uma diminuição de R\$ 800.799 mil no NCG. Isto ocorreu pois houve um aumento de contas a receber durante os anos analisados e também um acréscimo nos valores de ativos das partes relacionadas, incluindo a B2W Viagens, conforme a Nota Explicativa 20 das demonstrações contábeis dos anos de 2016 e 2017 e Nota Explicativa 22 das demonstrações referentes ao ano de 2018. CVC (2017, 2018, 2019).

O mesmo ocorreu com a Via Varejo (2019), conforme Nota Explicativa 8 das demonstrações contábeis de 2018. Apesar de apresentar aumento no saldo de fornecedores do passivo, houve uma variação relevante nos valores das partes relacionadas localizados no ativo circulante, principalmente na empresa Cnova, o que impulsionou a redução de necessidade de capital de giro.

Na empresa Natura (2019), houve um aumento dos tributos a recuperar e contas a receber, o que explica a variação positiva de R\$ 292.450 mil. No caso da Multiplan (2019), houve uma redução dos dividendos e juros de capital próprio a pagar, o que melhorou o indicador. Em ambos os casos, não há evidências divulgadas nas Notas Explicativas e nos Relatórios de Administração de que a operação de F&A impactou no desempenho das companhias.

Em relação às empresas que obtiveram resultados negativos, a JBS (2016, 2017, 2018, 2019) apresentou diminuição significativa do ativo circulante operacional durante os anos de 2014 a 2018. As principais alterações ocorreram nas contas de

recebimentos de clientes, estoques e outros ativos. Ao analisar as demonstrações contábeis e Notas Explicativas dos anos de 2014 a 2018 disponíveis no site da companhia, não foi relatado o motivo da redução.

A B3 teve um aumento de NCG de R\$ 620.065 mil, ao comparar-se o ano de 2016 e 2018, que pode ser explicado principalmente pelo crescimento das obrigações fiscais e fornecedores no período analisado. (B3, 2017, 2019). A Gafisa (2018) também registrou uma piora no indicador, devido à diminuição dos estoques e descontinuação de operações, conforme as demonstrações contábeis referentes ao ano de 2017.

Com um acréscimo de R\$ 424.442 mil na necessidade de capital de giro, a Duratex registrou um aumento dos fornecedores e dividendos e juros de capital próprio a pagar no passivo circulante, de acordo com as demonstrações contábeis referentes ao ano de 2018. (DURATEX, 2019). Da mesma forma, a CPFL Energia (2019) obteve um aumento nos dividendos a pagar e as empresas Locamérica (2019) e AES Tietê (2019) registraram crescimento no saldo de fornecedores, o que refletiu em uma maior NCG.

A TOTVS (2019) apresentou piora no indicador causado pela diminuição dos valores de contas a receber e, assim como a empresa Eneva (2019), aumento do saldo de fornecedores e obrigações sociais ao longo período analisado. As informações estão disponíveis nas demonstrações contábeis, nos sites das companhias.

Considerando as empresas que obtiveram as maiores variações, verificou-se que nas empresas CVC e Via Varejo houve evidências de melhora no indicador devido às fusões e aquisições. Sendo assim, é possível observar que as operações de F&A contribuíram para a redução da necessidade de financiamentos bancários e próprios. O resultado encontrado é diferente do identificado no estudo de Vieira *et al.* (2017), onde foi constatado um aumento na necessidade de capital de giro, o que provocou uma piora na situação financeira das empresas analisadas.

4.7 ANÁLISE GLOBAL DOS INDICADORES

Após a análise das demonstrações contábeis, Notas Explicativas e Relatórios de Administração das empresas participantes deste estudo, é apresentado o Quadro 7 com as companhias que evidenciaram variações nos seus indicadores devido às

operações de fusões ou aquisições. Não foram constatadas alterações no índice de despesas administrativas e gerais devido às F&As, sendo assim não há comentários sobre este item.

Quadro 7 – Empresas com evidências

Indicador	Empresas	Conceito
Custo dos Produtos Vendidos (CPV)	Ânima	Piorou
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL)	Ânima	Piorou
	Eneva	Melhorou
Endividamento	Ânima	Piorou
	Minerva	Piorou
Liquidez Corrente	B3	Piorou
	Ferbasa	Piorou
	Minerva	Piorou
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	CVC	Melhorou
	Via Varejo	Melhorou

Fonte: Elaborado pela autora.

É possível observar que das 18 empresas analisadas neste trabalho, 7 companhias tiveram alterações nas suas demonstrações contábeis relacionadas às fusões ou aquisições, o que representa 39% da amostra.

A empresa Ânima apresentou evidências de impactos negativos das F&As no seu resultado ao longo dos anos. De acordo com o Relatório de Administração de 2018, registrou um aumento no CPV devido à revisão contratual referente à aquisição. No mesmo ano, houve redução dos resultados de equivalências patrimoniais das companhias do grupo, o que causou piora na RPL. (ÂNIMA, 2019). O índice de endividamento aumentou em 22,6 pontos percentuais no período estudado, pois a adquirente contratou empréstimos de curto e longo prazo em 2015 e 2018 para financiar as operações da sociedade e de suas controladas, conforme descrito nas demonstrações contábeis. (ÂNIMA, 2016, 2019).

A Minerva (2018, 2019) também registrou uma piora no índice de endividamento, pois ocorreu um aumento das provisões para perdas em investimentos nos anos de 2017 e 2018, descritos nas demonstrações contábeis da empresa. A companhia também apresentou aumento na conta de outras contas a pagar, referentes as aquisições das controladas indiretas, incluindo a JBS Mercosul. (MINERVA, 2019), o que ocasionou uma diminuição do índice de liquidez.

Do mesmo modo, observou-se uma piora na liquidez das empresas B3 (2018) e Ferbasa (2019) devido às combinações de negócios efetuadas que refletiram na diminuição das aplicações financeiras, segundo respectivas Notas Explicativas.

Em relação às variações positivas, pode-se citar a empresa Eneva, que registrou um aumento de 14,1 pontos percentuais na RPL devido ao aumento das receitas de equivalência patrimonial das empresas do grupo, como é informado nas demonstrações contábeis de 2018. (ENEVA, 2019).

Com uma melhora no NCG, as empresas CVC (2017, 2018, 2019) e Via Varejo (2019) refletiram aumento nos valores do ativo circulante referentes às partes relacionadas, incluindo as empresas B2W Viagens e Cnova, respectivas adquiridas do período estudado.

Considerando-se as empresas que evidenciaram alterações causadas pelas fusões e aquisições, pode-se observar que nas companhias estudadas há indícios de que as F&As podem estar associadas a uma variação negativa no endividamento e índice de liquidez corrente e melhora na necessidade de capital de giro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho, foi apresentada uma visão geral dos processos de fusões e aquisições e as principais motivações para estas operações. Com o intuito de investigar os impactos das F&As no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras adquirentes na operação, foi proposta uma metodologia de análise das demonstrações contábeis e cálculo de indicadores selecionados para este estudo. A amostra utilizada considerou dados de companhias que participaram de fusões e aquisições nos anos 2014 a 2017, e comparou-se as informações com o ano de 2018, a fim de identificar se houve alterações nos indicadores calculados para estas empresas, conforme proposta de Pasin *et al.* (2002).

Os resultados encontrados revelaram que apenas sete empresas da amostra selecionada evidenciaram uma mudança no desempenho econômico-financeiro devido às operações de F&A. Além disso, identificou-se piora nos índices de endividamento e liquidez corrente, e melhora na necessidade de capital de giro, utilizando-se como base as informações descritas nos Relatórios de Administração e Notas Explicativas disponibilizadas pelas companhias.

Sem evidências para as causas das variações observadas nas demais empresas, não se pode afirmar que os processos de F&A foram responsáveis pelos resultados encontrados nesta análise, pois podem ter ocorrido impactos setoriais e macroeconômicos sobre estas variáveis devido à constante transformação da economia no Brasil que não podem ser isolados.

Como é descrito nos diversos estudos relacionados a este tema, citados neste trabalho, observam-se impactos positivos e negativos no desempenho das empresas após as fusões e aquisições. Devido ao exposto, conclui-se que as empresas podem ter outras motivações além da melhora do desempenho econômico-financeiro ao optar por realizar um processo de F&A, como a procura de novas marcas, poder de mercado e status. (BATISTA *et al.*, 2014; MARTELANC *et al.*, 2010). O autor Rossetti (2001) também menciona como motivos o crescimento empresarial, diversificação de produtos e negócios e a ampliação de competitividade dos mercados.

Além disso, é preciso considerar que é possível que este estudo contenha limitações, pois os efeitos das fusões e aquisições podem não ser evidenciados nas demonstrações contábeis a curto prazo. Os autores Camargos e Barbosa (2005)

mencionam que a reestruturação operacional, administrativa e estratégica no primeiro ano da F&A pode trazer resultados econômico-financeiros imprevisíveis por causa do elevado grau de dificuldade e incerteza neste período. Outra limitação é que a pesquisa contempla uma pequena amostra de todas as fusões e aquisições que ocorreram no período estudado e, desta forma, os resultados não devem ser generalizados ao mercado na sua totalidade.

Por fim, recomenda-se que futuras pesquisas busquem novas metodologias, utilizando diferentes variáveis, a fim de buscar mais evidências acerca das combinações de negócios, uma vez que este assunto ainda traz dúvidas e questionamentos em relação aos efeitos das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas nessas operações.

REFERÊNCIAS

ADAMS, Walter; BROCK, James W. **Dangerous pursuits**: Mergers and Acquisitions in the Age of Wall Street. 1. ed. New York: Pantheon Books, 1989.

AES TIETÊ. **AES Tietê Energia**: Resultados 2018: 4T18: DFP 2018: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2018 - AES TIETE ENERGIA SA. São Paulo: AES Tietê, fev. 2019. Disponível em: <http://ri.aestiete.com.br/listresultados.aspx?idCanal=odsi0VDA//tdq2Cw4tP9Zw==>. Acesso em: 29 abr. 2020.

ANBIMA. **Boletim de Fusões e Aquisições**. Rio de Janeiro: ANBIMA, mar. 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/anuncios-de-fusoes-e-aquisicoes-recuam-22-8-em-2017.htm. Acesso em: 23 mai. 2020.

ÂNIMA. **Demonstrações Financeiras**: Demonstrações Financeiras 2016: Demonstrações Financeiras Referentes ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2016 e Relatório do Auditor Independente Sobre as Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas. Belo Horizonte: Ânima, mar. 2017. Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br/List.aspx?idCanal=/kKJyy5KhyQ6hxf/jRNuLg==&ano=2017>. Acesso em: 21 abr. 2020.

ÂNIMA. **Demonstrações Financeiras**: Demonstrações Financeiras 2017: Demonstrações Financeiras Referentes ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2017 e Relatório do Auditor Independente Sobre as Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas. Belo Horizonte: Ânima, mar. 2018. Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br/List.aspx?idCanal=/kKJyy5KhyQ6hxf/jRNuLg==&ano=2018>. Acesso em: 21 abr. 2020.

ÂNIMA. **Demonstrações Financeiras**: Demonstrações Financeiras 4T18: Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2018 e relatório do auditor independente. Belo Horizonte: Ânima, mar. 2019. Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br/List.aspx?idCanal=/kKJyy5KhyQ6hxf/jRNuLg==&ano=2019>. Acesso em: 21 abr. 2020.

ÂNIMA. **GAEC Educação S.A. e Controladas**: Relatório da Administração 2015. Belo Horizonte: Ânima, mar. 2016. Disponível em: https://www.valor.com.br/sites/default/files/upload_element/28.03.2016_balanco_gaec_educacao_e_controladas.pdf. Acesso em: 27 abr. 2020.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

B3. **Ações**. São Paulo: B3, mar. 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 03 mar. 2020. BARROS, Betania Tanure de. **Fusões e aquisições no Brasil**: entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003.

B3. **Central de Downloads**: 2017: DFP: Demonstrações Financeiras de 2016. São Paulo: B3, fev. 2017. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/outras-informacoes-para-investidores/central-de-downloads/>. Acesso em: 02 mai. 2020.

B3. **Central de Downloads**: 2018: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T18: Demonstrações Financeiras de 2018. São Paulo: B3, fev. 2019. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/outras-informacoes-para-investidores/central-de-downloads/>. Acesso em: 02 mai. 2020.

B3. **Central de Downloads**: 2018: DFP - 2017: Demonstrações Financeiras de 2017. São Paulo: B3, mar. 2018. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/outras-informacoes-para-investidores/central-de-downloads/>. Acesso em: 02 mai. 2020.

BATISTA, Camila Nascimento; *et al.* Impactos das fusões e aquisições na rentabilidade das empresas adquirentes: uma análise do setor de tecnologia da informação brasileiro no período de 1994 a 2013. *In*: SEMEAD Seminários em Administração, 17., 2014, São Paulo. **Anais eletrônicos** [...]. São Paulo: FEA-USP, 2014. Disponível em: <http://sistema.semead.com.br/17semead/resultado/trabalhosPDF/609.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2020.

BERGMANN, Daniel Reed *et al.* Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 17, n. 56, p. 1105-1115, abr./jun. 2015. Disponível em: https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/2074/pdf_1. Acesso em: 14 mai. 2020.

BOMFIM, E. T. D; CALLADO, A. L. C. Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, Belo Horizonte, v. 27, n. 3, p. 105-123, set/dez. 2016. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/issue/view/254>. Acesso em: 14 mai. 2020.

BORINELLI, Márcio Luiz; PIMENTEL, Renê Coppe. **Contabilidade para gestores, analistas e outros profissionais**: de acordo com os pronunciamentos do CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) e IFRS (Normas Internacionais de Contabilidade. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BOTREL, Sérgio. **Fusões e aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 02 abr. 2019.

CÂMARA, Emerson Andrade; *et al.* A política antitruste no Brasil. **Revista de Ciências Humanas**, Florianópolis, v. 43, n. 2, p. 383-389, out./2009. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/revistacfh/article/view/2178-4582.2009v43n2p383/12480>. Acesso em: 14 mai. 2020.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de

fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, abr./jun. 2005. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36520/39241>. Acesso em: 14 mai. 2020.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. Minas Gerais, v. 21, n. 1, p. 69-99, jan./mar. 2010. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/816>. Acesso em: 14 mai. 2020.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 10, n. 2, p. 17-38, abr./jun. 2003. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Marcos_Camargos/publication/238753497_Fusoes_aquisicoes_e_takeovers_Um_levantamento_teorico_dos_motivos_hipoteses_testaveis_e_evidencias_empiricas/links/5430061f0cf277d58e936dbc/Fusoes-aquisicoes-e-takeovers-Um-levantamento-teorico-dos-motivos-hipoteses-testaveis-e-evidencias-empiricas.pdf. Acesso em: 14 mai. 2020.

CASTRO, Eduardo Francisco de. **Fusões e Aquisições no Setor Bancário - A Importância do Processo Pós-aquisição**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1996. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5509/1199700863.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 mai. 2020.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). **Relatório de gestão do exercício de 2017**. Brasília, DF: CADE, mar. 2018. Disponível em: <http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/auditorias-1/auditorias-anexos/2017/relatorio-de-gestao-2017-1.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2019.

CPFL ENERGIA. **Resultados: 2018: 4T2018: Demonstrações Financeiras Anuais Completas 2018: Relatório da Administração**. Campinas, SP: CPFL Energia, 2018. Disponível em: <https://cpfl.riweb.com.br/listresultados.aspx?idCanal=8Sa/H2RHBuSCDxu1tzX78w==>. Acesso em: 02 mai. 2020.

CVC CORP. **Central de resultados: 2016: 4T2016: Demonstrações Financeiras 2016: Demonstrações Financeiras CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A. 31 de dezembro de 2016 com Relatório dos Auditores Independentes**. São Paulo: CVC Corp, fev. 2017. Disponível em: <https://ri.cvc.com.br/listresultados.aspx?idCanal=Sx/Qd0XPPxYL7DeZqFe1gw==>. Acesso em: 25 abr. 2020.

CVC CORP. **Central de resultados: 2017: 4T2017: DFP 2017: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2017 - CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S/A**. São Paulo: CVC Corp, fev. 2018. Disponível em:

<https://ri.cvc.com.br/listresultados.aspx?idCanal=Sx/Qd0XPPxYL7DeZqFe1gw==>. Acesso em: 25 abr. 2020.

CVC CORP. **Central de resultados**: 2018: 4T2018: Demonstrações Financeiras Anuais 2018: Relatório da Administração 2018. São Paulo: CVC Corp, fev. 2019. Disponível em: <https://ri.cvc.com.br/listresultados.aspx?idCanal=Sx/Qd0XPPxYL7DeZqFe1gw==>. Acesso em: 25 abr. 2020.

DURATEX. **ITR/ DFP / Formulário de Referência/Cadastral**: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas: 2017: Demonstrações Financeiras Completas 4ºTri2016: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2016 - DURATEX S.A. São Paulo: Duratex, fev. 2017. Disponível em: <https://www.duratex.com.br/ri/arquivos-cvm/itr-dfp-formulario-de-referencia-cadastral>. Acesso em: 02 mai. 2020.

DURATEX. **ITR/ DFP / Formulário de Referência/Cadastral**: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas: 2019: Demonstrações Financeiras Completas 4ºTri2018: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2018 - DURATEX S.A. São Paulo: Duratex, fev. 2019. Disponível em: <https://www.duratex.com.br/ri/arquivos-cvm/itr-dfp-formulario-de-referencia-cadastral>. Acesso em: 02 mai. 2020.

ENEVA. **Central de resultados**: 2018: ITR/DFP 4T18: Demonstrações Financeiras 2018. Rio de Janeiro: Eneva, mar. 2019. Disponível em: <https://ri.eneva.com.br/investidores/central-de-resultados/>. Acesso em: 25 abr. 2020.

FARIAS, Tácito Augusto; COSTA, Karoline Santana; FIGUEIREDO, Luiz Eduardo. Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil. **Registro Contábil – Ufal**, Maceió, v. 6, n. 2, p. 110-129, mai./ago. 2015. Disponível em: http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/1504/pdf_52. Acesso em: 14 mai. 2020.

FERBASA. **Resultados Trimestrais – ITR, Release e Webcasting**: Demonstrações Financeiras Anuais Completas 2018: Demonstrações Financeiras 2018. Salvador: Ferbasa, fev. 2019. Disponível em: http://www.ferbasa.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=55551&id=0&submenu=0&img=0&ano=2018. Acesso em: 02 mai. 2020.

FERREIRA, Manuel Portugal. *et al.* Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 12, p. 2550-2558, dez. 2014. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S014829631400112X>. Acesso em: 14 mai. 2020.

GAFISA. **Resultados**: 2017: 4T17: DFs Gafisa 2017: Demonstrações Financeiras Gafisa S.A. 31 de dezembro de 2017 com Relatório dos Auditores Independentes sobre as Demonstrações Financeiras. São Paulo: Gafisa, mar. 2018. Disponível em: <http://ri.gafisa.com.br/listresultados.aspx?idCanal=eigsg1mez9Ft/PWmt9AxCA==>. Acesso em: 25 abr. 2020.

GAFISA. **Resultados**: 2018: 4T18: DFs Gafisa 2018: Demonstrações Financeiras Gafisa S.A. 31 de dezembro de 2018 com Relatório dos Auditores Independentes

sobre as Demonstrações Financeiras. São Paulo: Gafisa, mar. 2019. Disponível em: <http://ri.gafisa.com.br/listresultados.aspx?idCanal=eigsg1mez9Ft/PWmt9AxCA==>. Acesso em: 21 abr. 2020.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

GONÇALVES, Reinaldo. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Estratégias empresariais de crescimento na indústria farmacêutica brasileira: investimentos, fusões e aquisições, 1988-2002**. Brasília: IPEA, nov. 2003. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_0995.pdf. Acesso em: 27 mai. 2019.

JBS. **Central de Resultados**: 2014: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T14: Relatório da Administração JBS 2014. São Paulo: JBS, ago. 2016. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 25 abr. 2020.

JBS. **Central de Resultados**: 2015: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T15: Relatório da Administração JBS 2015. São Paulo: JBS, abr. 2017. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 25 abr. 2020.

JBS. **Central de Resultados**: 2016: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T16: Relatório da Administração JBS 2016. São Paulo: JBS, abr. 2017. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 25 abr. 2020.

JBS. **Central de Resultados**: 2017: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T17: Relatório da Administração JBS 2017. São Paulo: JBS, mar. 2018. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 25 abr. 2020.

JBS. **Central de Resultados**: 2018: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T18: Relatório da Administração JBS 2018. São Paulo: JBS, mar. 2019. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 25 abr. 2020.

JENSEN, Michael G. Takeovers: Their Causes and Consequences. **Journal of Economic Perspective**, v. 2, n. 1, p. 21-48, dez./mar. 1989. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.2.1.21>. Acesso em: 14 mai. 2020.

KEY, Stephen L.; **Guia da Ernst Young para administração de fusões e aquisições**. 1. ed. Rio de Janeiro: Record, 1992. p. 1-400.

LINS, Luiz dos Santos; FRANCISCO FILHO, José. **Fundamentos e análise das demonstrações contábeis: uma abordagem interativa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

LUZIO, Eduardo. **Fusões e aquisições em ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. 1. ed. Rio de Janeiro: Senac, 2014.

MARION FILHO, Pascoal José; VIEIRA, Gisele Magalhães. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). **Rev. Adm. UFSM**, Santa Maria, v. 3, n. 1, p. 109-130, jan./abr. 2010. Disponível em: <https://periodicos.ufsm.br/reaufsm/article/view/2243/1370>. Acesso em: 14 mai. 2020.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; PEREIRA, Fernando; **Avaliação de empresas**: um guia para fusões & aquisições e private equity. 1. ed. São Paulo: Pearson, 2010. p. 1-302.

MATIAS, Alberto Borges; PASIN, Rodrigo Maimone. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 36, n. 1, p. 5-13, jan./mar. 2001. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v36n1p5a13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2020.

MINERVA. **Central de Downloads**: Demonstrações Financeiras Padronizadas 2017: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2017 - MINERVA S/A. Barretos, SP: Minerva, mar. 2018. Disponível em: http://ri.minervafoods.com/minerva2012/web/conteudo_pt.asp?tipo=40396&id=0&idio ma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2018. Acesso em: 25 abr. 2020.

MINERVA. **Central de Downloads**: Resultados 4T18 e 2018: Relatório de Resultados. Barretos, SP: Minerva, mar. 2019. Disponível em: http://ri.minervafoods.com/minerva2012/web/conteudo_pt.asp?tipo=40396&id=0&idio ma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2019. Acesso em: 25 abr. 2020.

MULTIPLAN. **Central de Resultados**: 2018: 4T18: Demonstrações Financeiras Anuais Completas de 2018: Relatório da Administração. Rio de Janeiro: Multiplan, fev. 2019. Disponível em: <https://ri.multipplan.com.br/ferramentas-de-analise/central-de-resultados/>. Acesso em: 02 mai. 2020.

NAKAYAMA, Wilson Kazumi; SALOTTI, Bruno Meirelles. Fatores Determinantes do Nível de Divulgação de Informações sobre Combinações de Negócios com a Entrada em Vigor do Pronunciamento Técnico CPC 15. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 25, n. 66, p. 267-280, set./out./nov./dez. 2014. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/98015/96819>. Acesso em: 14 mai. 2020.

NATURA&CO. **Central de Resultados**: Demonstrações Financeiras: ITR 4T18: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2018 - NATURA COSMETICOS S.A. São Paulo: Natura&Co, fev. 2019. Disponível em: <https://natu.infoinvest.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados#2018>. Acesso em: 26 abr. 2020

NUNES, Eduardo Peçanha; VIEIRA, Fernando de Oliveira. Fusões e aquisições de empresas no Brasil: Administrando o choque entre culturas organizacionais distintas. *In*: SEGeT – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, **Anais eletrônicos [...]**, Rio de Janeiro, jan. 2008. Disponível em:

https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/438_438_artigo_fusoes%20e%20aquisicoes%20seget.pdf. Acesso em: 14 mai. 2020.

ODPV3 | ODONTOPREV. **Central de Resultados**: 2018: 4T: ITR/DFP: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2018 - ODONTOPREV S.A. Barueri, SP: Odontoprev, fev. 2019. Disponível em: <https://ri.odontoprev.com.br/informacoes-aos-acionistas/central-de-resultados/>. Acesso em: 25 abr. 2020.

ODURO, Isaac Marfo; AGYEI, Samuel Kwaku. Mergers & Acquisition and Firm Performance: Evidence from the Ghana Stock Exchange. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 4, n. 7, p. 99-107, 2013. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.908.3804&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 14 mai. 2020.

PASIN, Rodrigo Maimone; *et al.* Fusões e Aquisições na Indústria de Alimentos do Brasil: Um Estudo sobre a Gestão Financeira das Empresas. *In*: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 26., 2003, Salvador. **Anais eletrônicos** [...]. Salvador: set. 2002. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Roberto_Minadeo/publication/316276624_Fusoes_e_Aquisicoes_na_Industria_de_Alimentos_do_Brasil_Um_Estudo_Sobre_a_Gestao_Financeira_das_Empresas/links/58f8adfd6fdcc11b40394bf/Fusoes-e-Aquisicoes-na-Industria-de-Alimentos-do-Brasil-Um-Estudo-Sobre-a-Gestao-Financeira-das-Empresas.pdf. Acesso em: 14 mai. 2020.

PEREZ JUNIOR, José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antonio. **Elaboração e análise das demonstrações financeiras**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

PINTO JR, Helder Queiroz; IOTTY, Mariana. Avaliando os Impactos Microeconômicos das Fusões e Aquisições nas Indústrias de Energia no Mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 439-453, out./dez. 2005. Disponível em: <http://www.rep.org.br/PDF/100-8.PDF>. Acesso em: 14 mai. 2020.

PLATAFORMA SUCUPIRA. **Qualis Periódicos**. Capes, c2016. Disponível em: <https://sucupira.capes.gov.br/sucupira/public/consultas/coleta/veiculoPublicacaoQualis/istaConsultaGeralPeriodicos.jsf>. Acesso em: 25 ago. 2019.

PONDÉ, João Luiz; FAGUNDES, Jorge; POSSAS, Mario. Custos de transação e política de defesa da concorrência. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 115-135, jul./dez. 1997. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19580/11345>. Acesso em: 14 mai. 2020.

RASMUSSEN, U. W.; **Aquisições, fusões & incorporações empresariais: estratégias para comprar e vender empresas no país e exterior**. 1. ed. São Paulo: Aduaneiras, 1989. p. 1-168.

ROSSETTI, José Paschoal. Fusões e Aquisições no Brasil: as Razões e os Impactos. In: BARROS, Betania Tanure de (Org.). **Fusões, aquisições & parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001. p. 67-87.

SANTANA, Edílson Hélio; *et al.* Fusões, aquisições e cisões e o reflexo no valor de mercado das empresas: um estudo sobre a perspectiva do Core Business. **CONTEXTUS Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Ceará, v. 14, n. 3, p. 162-181, set./dez. 2016. Disponível em: http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/22486/1/2016_art_ehsantana.pdf. Acesso em: 14 mai. 2020.

SANTOS, Marlos Henrique dos. **O fluxo de capitais e o panorama das fusões e aquisições no mundo e na economia brasileira a partir da década de 90**. Florianópolis: UFSC, 2007. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/122453/Economia293344.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 mai. 2020.

SILVA JÚNIOR, A.; RIBEIRO, A. H. P. Parceria e alianças estratégicas. In: BARROS, Betania Tanure de (Org.). **Fusões, aquisições & parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001, cap. 4.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat; **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 3. ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001. p. 1-121.

SOUZA, João Gabriel de Moraes; GARTNER, Ivan Ricardo. Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 30, n. 80, p. 234-251, mai./ago. 2019. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/156386/151872>. Acesso em: 14 mai. 2020.

TANURE, Betania; PATRUS, Roberto; **Os dois lados da moeda em fusões e aquisições: O case da F&A dos bancos ABN AMRO, Real, Sudameris e Santander**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 1-199.

TOIGO, Leandro Augusto; HEIN, Nelson. Desempenho das companhias pós-fusões e aquisições mensurado pelo filtro de Graham. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 16, n. 49, p. 34-50, set./dez. 2017. Disponível em: <http://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/2466/1961>. Acesso em: 14 mai. 2020.

TOTVS. **Central de Resultados**: 2015: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T15: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2015 - TOTVS S.A. São Paulo: TOTVS, mar. 2016. Disponível em: <https://ri.totvs.com/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 26 abr. 2020.

TOTVS. **Central de Resultados**: 2016: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T16: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2016 - TOTVS S.A. São Paulo: TOTVS, fev. 2017. Disponível em: <https://ri.totvs.com/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 26 abr. 2020.

TOTVS. **Central de Resultados**: 2017: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T17: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2017 - TOTVS S.A. São Paulo: TOTVS, fev. 2018. Disponível em: <https://ri.totvs.com/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 26 abr. 2020.

TOTVS. **Central de Resultados**: 2018: Demonstrações Financeiras: ITR/DFP 4T18: DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2018 - TOTVS S.A. São Paulo: TOTVS, fev. 2019. Disponível em: <https://ri.totvs.com/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 26 abr. 2020.

TRICHES, Divanildo. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan./mar. 1996. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/18462/fusoes-aquisicoes-e-outras-formas-de-associacao-entre-empresas-no-brasil/i/pt-br>. Acesso em: 14 mai. 2020.

UNIDAS. **Central de resultados**: 2018: ITR / DFP 4T18: Divulgação de Resultados 4T18 e 2018. São Paulo: Unidas, fev. 2019. Disponível em: <https://ri.unidas.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 27 abr. 2020.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT - UNCTAD. **World Investment Report 2000**: Crossborder Mergers and Acquisitions and Development. Nova York: UNCTAD, jul. 2000. Disponível em: http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf. Acesso em: 10 abr. 2019.

VIA VAREJO. **Central de Resultados**: 2018: ITR/DFP 4T18: Via Varejo S.A. Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas Referentes ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2018 e Relatório dos Auditores Independentes. São Paulo: Via Varejo, fev. 2019. Disponível em: <http://ri.viavarejo.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 03 mai. 2020.

VIEIRA, Luana Batista *et al.* Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE - Revista de Gestão**, São Paulo, v. 24, n. 3, p. 235-246, dez./2017. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/135003/130845>. Acesso em: 14 mai. 2020.

VIGLIONI, Marco Túlio Dinali. *et al.* Indicadores Econômico-Financeiros Determinantes de Fusões e Aquisições: um Estudo na Indústria de Tecnologia no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 21, n. 3, p. 420-438, set. /dez. 2018. Disponível em: <https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/1601/pdf>. Acesso em: 14 mai. 2020.

WIZ. **Central de resultados**: 2018: Demonstrações Financeiras 4T18: Relatório da Administração. Brasília, DF: Wiz, fev. 2019. Disponível em: <http://ri.wizsolucoes.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 27 abr. 2020.

WOOD JUNIOR, Thomaz; VASCONCELOS, Flávio Carvalho de; CALDAS, Miguel Pinto. Fusões e aquisições no Brasil. **RAE Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 41-

45, nov./jan. 2004. Disponível em:
<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/34989/33767>.
Acesso em: 14 mai. 2020.

APÊNDICE A - CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS (CPV)

Custo dos Produtos Vendidos (CPV)						
Empresa	Descrição	2014	2015	2016	2017	2018
AES Tietê	CPV				1.015.749	1.103.032
	RL				1.578.270	1.712.322
	Indicador				64,4%	64,4%
BM&Fbovespa (B3)	CPV					
	RL					
	Indicador			N/A	N/A	N/A
CVC	CPV					
	RL					
	Indicador		N/A	N/A	N/A	N/A
CPFL Energia	CPV					
	RL					
	Indicador			N/A	N/A	N/A
Duratex	CPV		2.686.963	2.581.536	2.626.403	2.965.606
	RL		3.497.933	3.191.997	3.300.056	3.731.422
	Indicador		76,8%	80,9%	79,6%	79,5%
Eneva	CPV					
	RL					
	Indicador				N/A	N/A
Ferbasa	CPV				718.026	850.849
	RL				1.108.842	1.310.070
	Indicador				64,8%	64,9%
Gaec Educação (Ânima)	CPV	21.227	15.370	16.912	23.298	25.980
	RL	2.671	2.318	2.519	2.482	1.354
	Indicador	794,7%	663,1%	671,4%	938,7%	1918,8%
Gafisa	CPV			821.892	720.281	713.836
	RL			673.866	616.615	832.328
	Indicador			122,0%	116,8%	85,8%
JBS	CPV	20.401.293	22.903.929	22.072.243	19.616.009	22.424.025
	RL	26.110.898	28.890.356	27.725.781	23.373.308	27.374.926
	Indicador	78,1%	79,3%	79,6%	83,9%	81,9%
Locamérica	CPV				605.250	844.883
	RL				849.418	1.229.950
	Indicador				71,3%	68,7%
Minerva	CPV			4.711.483	4.915.970	5.885.168
	RL			6.243.658	6.556.845	7.880.360
	Indicador			75,5%	75,0%	74,7%
Multiplan	CPV				164.426	161.434
	RL				868.156	918.264
	Indicador				18,9%	17,6%
Natura	CPV				2.329.717	2.503.637
	RL				5.867.375	6.334.189

	Indicador				39,7%	39,5%
Odontoprev	CPV				394.850	691.747
	RL				1.415.789	1.519.621
	Indicador				27,9%	45,5%
TOTVS	CPV		542.382	543.980	569.595	555.505
	RL		1.557.845	1.519.688	1.582.768	1.558.113
	Indicador		34,8%	35,8%	36,0%	35,7%
Via Varejo	CPV			12.442.000	13.923.000	15.621.000
	RL			18.879.000	21.106.000	22.492.000
	Indicador			65,9%	66,0%	69,5%
Wiz Soluções	CPV				111.473	119.963
	RL				445.642	481.744
	Indicador				25,0%	24,9%

APÊNDICE B - DESPESAS ADMINISTRATIVAS E GERAIS

Despesas Administrativas e Gerais						
Empresa	Descrição	2014	2015	2016	2017	2018
AES Tietê	Desp. Adm. RL Indicador				N/A	N/A
BM&Fbovespa (B3)	Desp. Adm. RL Indicador			1.195.882 2.276.411 52,5%	1.781.169 3.257.912 54,7%	2.401.181 4.745.375 50,6%
CVC	Desp. Adm. RL Indicador		168.092 717.603 0,23	201.337 749.614 0,27	261.530 824.975 0,32	369.493 1.163.967 0,32
CPFL Energia	Desp. Adm. RL Indicador			N/A	N/A	N/A
Duratex	Desp. Adm. RL Indicador		136.642 3.497.933 3,9%	121.819 3.191.997 3,8%	119.459 3.300.056 3,6%	134.744 3.731.422 3,6%
Eneva	Desp. Adm. RL Indicador				N/A	N/A
Ferbasa	Desp. Adm. RL Indicador				116.937 1.108.842 10,5%	127.366 1.310.070 9,7%
Gaec Educação (Ânima)	Desp. Adm. RL Indicador	1.660 2.671 62,1%	54.608 2.318 2355,8%	1.712 2.519 68,0%	2.432 2.482 98,0%	1.858 1.354 137,2%
Gafisa	Desp. Adm. RL Indicador			84.961 673.866 12,6%	67.266 616.615 10,9%	41.947 832.328 5,0%
JBS	Desp. Adm. RL Indicador	1.610.677 26.110.898 6,2%	1.539.863 28.890.356 5,3%	2.180.187 27.725.781 7,9%	4.707.600 23.373.308 20,1%	4.983.159 27.374.926 18,2%
Locamérica	Desp. Adm. RL Indicador				43.070 849.418 5,1%	77.847 1.229.950 6,3%
Minerva	Desp. Adm. RL Indicador			237.118 6.243.658 3,8%	324.227 6.556.845 4,9%	397.543 7.880.360 5,0%
Multiplan	Desp. Adm. RL Indicador				144.173 868.156 16,6%	164.451 918.264 17,9%
Natura	Desp. Adm. RL				859.333 5.867.375	908.758 6.334.189

	Indicador				14,6%	14,3%
Odontoprev	Desp. Adm.				227.024	227.221
	RL				1.415.789	1.519.621
	Indicador				16,0%	15,0%
TOTVS	Desp. Adm.		156.588	156.402	189.608	197.365
	RL		1.557.845	1.519.688	1.582.768	1.558.113
	Indicador		10,1%	10,3%	12,0%	12,7%
Via Varejo	Desp. Adm.			588.000	698.000	924.000
	RL			18.879.000	21.106.000	22.492.000
	Indicador			3,1%	3,3%	4,1%
Wiz Soluções	Desp. Adm.				82.854	91.446
	RL				445.642	481.744
	Indicador				18,6%	19,0%

APÊNDICE C - RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (RPL)

Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL)						
Empresa	Descrição	2014	2015	2016	2017	2018
AES Tietê	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador				298.277 1.557.690 19,1%	287.963 1.523.474 18,9%
BM&Fbovespa (B3)	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador			1.446.263 19.066.470 7,6%	1.296.240 24.299.694 5,3%	2.087.444 25.032.969 8,3%
CVC	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador		171.187 569.304 0,30	177.714 626.693 0,28	223.892 794.251 0,28	270.277 1.087.939 0,25
CPFL Energia	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador			900.885 7.970.021 11,3%	1.179.750 8.961.528 13,2%	2.058.040 10.262.749 20,1%
Duratex	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador		183.497 4.532.481 4,0%	23.646 4.569.507 0,5%	184.875 4.715.365 3,9%	431.573 4.633.703 9,3%
Eneva	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador				95.498 5.390.443 1,8%	887.873 6.298.038 14,1%
Ferbasa	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador				269.852 1.517.060 17,8%	308.799 1.743.321 17,7%
Gaec Educação (Ânima)	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador	164.897 596.302 27,7%	64.203 642.118 10,0%	20.845 635.692 3,3%	85.152 696.441 12,2%	2.251 665.249 0,3%
Gafisa	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador			-1.163.596 1.794.374 -64,8%	-760.240 711.222 -106,9%	-419.526 491.317 -85,4%
JBS	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador	2.035.910 24.104.328 8,4%	4.640.114 28.029.243 16,6%	233.563 22.373.950 1,0%	534.202 24.287.612 2,2%	25.199 25.646.996 0,1%
Locamérica	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador				60.598 483.281 12,5%	189.202 2.565.546 7,4%
Minerva	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador			194.870 520.623 37,4%	-281.023 71.077 -395,4%	-1.264.782 -301.114 420,0%
Multiplan	Lucro Líq. Patrim. Líq. Indicador				370.055 5.185.089 7,1%	473.474 5.335.980 8,9%
Natura	Lucro Líq. Patrim. Líq.				670.251 1.634.746	548.379 2.574.102

	Indicador				41,0%	21,3%
Odontoprev	Lucro Líq.				502.919	284.793
	Patrim. Líq.				923.242	1.027.456
	Indicador				54,5%	27,7%
TOTVS	Lucro Líq.	195.529	152.658		92.981	59.548
	Patrim. Líq.	1.237.686	1.221.188		1.261.394	1.287.042
	Indicador	15,8%	12,5%		7,4%	4,6%
Via Varejo	Lucro Líq.			-95.000	168.000	-267.000
	Patrim. Líq.			2.657.000	2.773.000	2.523.000
	Indicador			-3,6%	6,1%	-10,6%
Wiz Soluções	Lucro Líq.				159.408	177.726
	Patrim. Líq.				161.937	168.973
	Indicador				98,4%	105,2%

APÊNDICE D - ENDIVIDAMENTO

Endividamento						
Empresa	Descrição	2014	2015	2016	2017	2018
AES Tietê	PC + Exíg. LP				3.965.600	4.831.034
	Passivo Total				5.523.290	6.354.508
	Indicador				71,8%	76,0%
BM&Fbovespa (B3)	PC + Exíg. LP			11.636.465	13.909.784	13.188.065
	Passivo Total			30.702.935	38.209.478	38.221.034
	Indicador			37,9%	36,4%	34,5%
CVC	PC + Exíg. LP		2.003.992	2.368.516	3.238.604	4.122.208
	Passivo Total		2.573.296	2.995.209	4.032.855	5.210.147
	Indicador		0,78	0,79	0,80	0,79
CPFL Energia	PC + Exíg. LP			938.943	502.120	545.205
	Passivo Total			8.908.964	9.463.648	10.807.954
	Indicador			10,5%	5,3%	5,0%
Duratex	PC + Exíg. LP		3.429.435	3.039.453	3.060.673	3.463.607
	Passivo Total		7.961.916	7.608.960	7.776.038	8.097.310
	Indicador		43,1%	39,9%	39,4%	42,8%
Eneva	PC + Exíg. LP				1.670.635	1.913.966
	Passivo Total				7.061.078	8.212.004
	Indicador				23,7%	23,3%
Ferbasa	PC + Exíg. LP				333.604	549.443
	Passivo Total				1.850.664	2.292.764
	Indicador				18,0%	24,0%
Gaec Educação (Ânima)	PC + Exíg. LP	114.281	340.137	371.968	304.857	418.921
	Passivo Total	710.583	982.255	1.007.660	1.001.298	1.084.170
	Indicador	16,1%	34,6%	36,9%	30,4%	38,6%
Gafisa	PC + Exíg. LP			3.316.031	2.825.909	2.728.450
	Passivo Total			5.110.405	3.537.131	3.219.767
	Indicador			64,9%	79,9%	84,7%
JBS	PC + Exíg. LP	28.043.043	37.533.900	33.426.263	32.737.951	35.636.429
	Passivo Total	52.147.371	65.563.143	55.800.213	57.025.563	61.283.425
	Indicador	53,8%	57,2%	59,9%	57,4%	58,2%
Locamérica	PC + Exíg. LP				1.447.570	3.010.665
	Passivo Total				1.930.851	5.576.211
	Indicador				75,0%	54,0%
Minerva	PC + Exíg. LP			7.769.261	10.192.789	13.013.181
	Passivo Total			8.289.884	10.263.866	12.712.067
	Indicador			93,7%	99,3%	102,4%
Multiplan	PC + Exíg. LP				2.740.033	2.722.354
	Passivo Total				7.925.122	8.058.334
	Indicador				34,6%	33,8%
Natura	PC + Exíg. LP				10.165.158	9.914.170
	Passivo Total				11.799.904	12.488.272

	Indicador				86,1%	79,4%
Odontoprev	PC + Exíg. LP				439.110	544.116
	Passivo Total				1.362.352	1.571.572
	Indicador				32,2%	34,6%
TOTVS	PC + Exíg. LP	1.124.329	987.119	1.077.390	910.715	
	Passivo Total	2.362.015	2.208.307	2.338.784	2.197.757	
	Indicador	47,6%	44,7%	46,1%	41,4%	
Via Varejo	PC + Exíg. LP			13.339.000	14.204.000	16.253.000
	Passivo Total			15.996.000	16.977.000	18.776.000
	Indicador			83,4%	83,7%	86,6%
Wiz Soluções	PC + Exíg. LP				431.961	291.841
	Passivo Total				593.898	460.814
	Indicador				72,7%	63,3%

APÊNDICE E - LIQUIDEZ CORRENTE

Liquidez Corrente						
Empresa	Descrição	2014	2015	2016	2017	2018
AES Tietê	AC				1.415.112	1.393.190
	PC				1.858.688	1.257.114
	Indicador				76,1%	110,8%
BM&Fbovespa (B3)	AC			13.090.306	7.119.974	6.578.955
	PC			3.229.631	5.064.241	6.469.185
	Indicador			405,3%	140,6%	101,7%
CVC	AC		2.015.923	2.384.876	3.216.392	3.994.049
	PC		1.694.838	2.116.743	2.405.480	3.153.742
	Indicador		1,19	1,13	1,34	1,27
CPFL Energia	AC			791.016	275.382	799.599
	PC			255.755	303.812	531.380
	Indicador			309,3%	90,6%	150,5%
Duratex	AC		2.302.523	1.883.684	2.022.042	2.063.317
	PC		934.232	1.016.227	1.219.308	1.818.797
	Indicador		246,5%	185,4%	165,8%	113,4%
Eneva	AC				649.922	685.153
	PC				47.643	197.194
	Indicador				1364,2%	347,5%
Ferbasa	AC				858.724	783.823
	PC				168.891	224.150
	Indicador				508,4%	349,7%
Gaec Educação (Ânima)	AC	101.894	234.880	173.706	95.193	176.297
	PC	67.226	135.989	129.997	79.297	97.980
	Indicador	151,6%	172,7%	133,6%	120,0%	179,9%
Gafisa	AC			1.992.835	1.367.734	1.367.727
	PC			2.477.577	2.027.154	1.819.565
	Indicador			80,4%	67,5%	75,2%
JBS	AC	17.168.712	18.615.578	10.222.083	6.713.047	7.814.762
	PC	12.777.175	20.305.624	15.691.679	11.918.513	6.224.336
	Indicador	134,4%	91,7%	65,1%	56,3%	125,6%
Locamérica	AC				594.624	2.127.453
	PC				515.740	853.681
	Indicador				115,3%	249,2%
Minerva	AC			3.554.665	4.458.270	6.114.056
	PC			2.126.153	2.914.334	5.003.148
	Indicador			167,2%	153,0%	122,2%
Multiplan	AC				996.589	809.188
	PC				514.867	593.900
	Indicador				193,6%	136,2%
Natura	AC				3.544.427	2.854.117
	PC				4.803.307	2.461.218

	Indicador				73,8%	116,0%
Odontoprev	AC				588.668	625.663
	PC				406.079	478.278
	Indicador				145,0%	130,8%
TOTVS	AC		731.220	565.602	712.940	576.321
	PC		475.288	465.130	486.735	549.151
	Indicador		153,8%	121,6%	146,5%	104,9%
Via Varejo	AC			9.763.000	10.208.000	11.935.000
	PC			9.872.000	11.219.000	12.772.000
	Indicador			98,9%	91,0%	93,4%
Wiz Soluções	AC				62.497	97.802
	PC				131.248	192.867
	Indicador				47,6%	50,7%

APÊNDICE F - NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO (NCG)

Necessidade de Capital de Giro (NCG)						
Empresa	Descrição	2014	2015	2016	2017	2018
AES Tietê	PCO				903.718	1.199.413
	ACO				288.565	403.198
	Indicador	0	0	0	-615.153	-796.215
BM&Fbovespa (B3)	PCO			2.373.452	3.411.424	3.290.074
	ACO			326.391	851.390	622.948
	Indicador	0	0	-2.047.061	-2.560.034	-2.667.126
CVC	PCO		1.623.774	1.865.348	2.172.769	2.582.821
	ACO		1.934.481	2.350.416	2.943.256	3.694.327
	Indicador	0	310.707	485.068	770.487	1.111.506
CPFL Energia	PCO			240.421	301.874	531.380
	ACO			726.043	268.801	720.235
	Indicador	0	0	485.622	-33.073	188.855
Duratex	PCO		590.586	375.026	522.426	1.162.210
	ACO		1.646.647	1.521.761	1.562.052	1.793.829
	Indicador	0	1.056.061	1.146.735	1.039.626	631.619
Eneva	PCO				47.643	187.335
	ACO				89.346	133.896
	Indicador	0	0	0	41.703	-53.439
Ferbasa	PCO				162.498	206.120
	ACO				372.968	491.529
	Indicador	0	0	0	210.470	285.409
Gaec Educação (Ânima)	PCO	56.415	26.590	17.112	38.118	25.649
	ACO	63.405	67.894	158.040	92.201	98.232
	Indicador	6.990	41.304	140.928	54.083	72.583
Gafisa	PCO			1.518.415	1.513.372	1.503.863
	ACO			1.809.462	1.248.924	1.235.720
	Indicador	0	0	291.047	-264.448	-268.143
JBS	PCO	2.929.810	5.513.705	3.410.651	3.695.306	4.332.673
	ACO	7.664.789	7.272.856	5.509.287	4.574.245	6.044.266
	Indicador	4.734.979	1.759.151	2.098.636	878.939	1.711.593
Locamérica	PCO				292.685	660.980
	ACO				187.693	268.057
	Indicador	0	0	0	-104.992	-392.923
Minerva	PCO			938.259	969.682	1.700.170
	ACO			1.309.564	1.904.227	2.060.231
	Indicador	0	0	371.305	934.545	360.061
Multiplan	PCO				322.018	238.615
	ACO				258.628	267.732
	Indicador	0	0	0	-63.390	29.117
Natura	PCO				1.280.246	1.308.300
	ACO				1.514.085	1.834.589

	Indicador	0	0	0	233.839	526.289
Odontoprev	PCO				406.079	478.278
	ACO				167.709	186.558
	Indicador	0	0	0	-238.370	-291.720
TOTVS	PCO		257.172	284.836	291.084	316.554
	ACO		399.327	453.098	407.020	347.750
	Indicador	0	142.155	168.262	115.936	31.196
Via Varejo	PCO			6.844.000	8.005.000	9.395.000
	ACO			5.825.000	7.406.000	8.946.000
	Indicador	0	0	-1.019.000	-599.000	-449.000
Wiz Soluções	PCO				131.248	192.867
	ACO				44.513	62.252
	Indicador	0	0	0	-86.735	-130.615