

UNISANTOS

**PROGRAMA DE MESTRADO STRICTO SENSU
EM GESTÃO DE NEGÓCIOS**

**Combinação de Negócios no Brasil em empresas de
capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação
dos Impactos nas Demonstrações Financeiras**

ILMA CANTUÁRIA ALVES MELO

Santos
2010

UNISANTOS

**PROGRAMA DE MESTRADO STRICTO SENSU
EM GESTÃO DE NEGÓCIOS**

**Combinação de Negócios no Brasil em empresas de
capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos
Impactos nas Demonstrações Financeiras**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado
Stricto Sensu em Gestão de Negócios da Unisantos como
exigência parcial para obtenção do título de Mestre em
Gestão de Negócios, sob a orientação do Professor Doutor
João Eduardo Prudêncio Tinoco.

Santos
2010

Dados Internacionais de Catalogação
Sistema de Bibliotecas da Universidade Católica de Santos
SibiU

M528c

Melo, Ilma Cantuária Alves

Combinação de Negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras / Ilma Cantuária Alves; orientador João Eduardo Prudêncio Tinoco - Santos : [s.n.], 2010.

144 f. ; (Dissertação de Mestrado) - Universidade Católica de Santos, Programa de Mestrado em Gestão de Negócios)

1. Combinação de Negócios. I. João Eduardo Prudêncio Tinoco (Orientador).

II. Universidade Católica de Santos. III. Combinação de Negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras.

CDU 65.01(043.3)

Combinação de Negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras

ILMA CANTUÁRIA ALVES MELO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Gestão de Negócios da Unisantos como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Gestão de Negócios.

Prof. Dr. José Alberto Carvalho dos Santos Claro
Coordenador do Curso

Prof. Dr. João Eduardo Prudêncio Tinoco
Orientador

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. João Eduardo Prudêncio Tinoco.

Prof. Dr. Belmiro do Nascimento João

Prof. Dr. Mariano Yoshitake

DEDICATÓRIA

Ao Prof. Dr. João Eduardo Prudêncio Tinoco, pela sua contribuição, principalmente na capacidade de transmitir seus conhecimentos com tamanha determinação, fazendo-me acreditar que eu era capaz, sempre a disposição, não só no início, nem no fim, mas durante todo o projeto.

A minha família, meu maior tesouro, ainda que alguns acreditem que deixei de lado durante este projeto.

AGRADECIMENTOS

Tenho muito a agradecer, acima de tudo a Deus, que em todos os momentos esteve presente, cuidando carinhosamente de minha vida.

Ao meu esposo Ideraldo, pelo esforço que fez para entender as minhas ausências nos passeios, nos momentos de lazer e muitas vezes fazendo o papel de mãe para atender nossos filhos.

Aos meus filhos Ana Júlia e Gabriel que mesmo tristes pela minha ausência, sempre tinham um sorriso no rosto nos poucos momentos que desfrutavam da minha companhia.

A minha mãe que nunca duvidou da minha capacidade e nas horas de desânimo sempre me motivou a prosseguir.

Ao orientador, Prof. Dr. João Eduardo Prudêncio Tinoco, meu mestre e amigo.

Ao Dr. Belmiro Nascimento João e Dr. Mariano Yoshitake pela grandiosa contribuição na banca de qualificação e de arguição, que em muito enriqueceu este trabalho.

A Universidade Católica de Santos e a Capes- Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior pela oportunidade concedida através da Bolsa de Estudos.

A empresa Volcafé, representada pelo Sr. Urs Wegmann e Sr. João Cavalcanti, pelo apoio e compreensão nos momentos de ausência no trabalho para o cumprimento dos créditos.

Aos Professores do Programa de Pós-Graduação em Gestão de Negócios da UNISANTOS pelo suporte recebido.

A todas as minhas irmãs e irmãos, meu querido pai, cunhados e sobrinhos pelo contínuo incentivo.

Aos colegas Katia Freitas, Camila Prado e Raphael Russo, pela paciência em ouvir, apoiar e motivar.

A todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é avaliar os efeitos econômicos e financeiros de combinações de negócios em empresas de capital aberto, investigar os motivos (objetivos) que levaram à operação, verificar se os mesmos foram alcançados e identificar os impactos nas demonstrações financeiras das empresas após o processo. Utilizou-se a pesquisa descritiva e documental e reelaboração e padronização das informações disponíveis dessas empresas, segundo as necessidades das análises permitindo compreender a posição econômica e financeira das empresas. Escolheu-se empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – Bovespa e pela importância no mercado de sua atuação. As empresas foram: B2W Companhia Global do Varejo, Vale S.A, JBS S.A e Braskem S.A. Para isso levantou-se informações de ordem societária, econômica e financeira por meio das demonstrações financeiras e contábeis, relatórios da administração, notas explicativas, parecer de auditoria, notícias veiculadas na mídia, divulgações nos sites da empresa, Bovespa e CVM. A pesquisa foi realizada para os períodos de 2005 a 2008, abrangendo os períodos que antecederam e sucederam às operações, que aconteceram em 2006 e 2007. Os resultados apontam que todas as empresas alcançaram os objetivos informados no Protocolo e Justificação enviado e aprovado pelo CADE. Na análise das demonstrações contábeis por meio dos indicadores econômicos e financeiros, identificou-se que o endividamento aumentou nas empresas Braskem S.A e B2W, assim como o custo da dívida, quanto as empresas Vale S.A e JBS S.A, o endividamento manteve-se no mesmo patamar, mas o custo da dívida continuou crescendo. O grau de alavancagem financeira na Vale S.A e B2W melhorou bastante no período, enquanto que na JBS S.A e Braskem S.A foram ruins. Operacionalmente, excluindo a Braskem S.A, que teve seu resultado bastante impactado pelo custo da principal matéria prima, todas apresentaram crescimento, pois o EBITDA demonstrou uma variação positiva no período. Diante do resultado dessa pesquisa, observou-se que: a) se para caracterizar uma operação de “realizada com sucesso”, é necessário apenas verificar se ela atingiu os objetivos iniciais, conforme protocolo e justificação encaminhados e aprovados pelo CADE, conclui-se que as operações analisadas foram realizadas com sucesso; b) mas dentro da premissa que qualquer que seja a reestruturação societária, o objetivo seria agregar valor aos acionistas, o estudo deparou-se com dificuldades relacionadas com falta de informações ou informações insuficientes na análise do desempenho específico da operação, o que explica ou até justifica porque gestores quase sempre anunciam que a operação foi um sucesso, mesmo quando economicamente não se veem os resultados, positivos ou negativos. Existem limitações neste estudo, especialmente no que tange ao número de empresas e períodos analisados, que podem ser minimizadas ou mesmo eliminadas expandindo as amostras e o horizonte temporal. Diante da magnitude do tema e seus impactos na economia brasileira e mundial, sugere-se uma maior transparência nos resultados das reestruturações societárias, pois estas, mesmo com o objetivo alcançado estrategicamente, por meio de captura de sinergias, abertura de novos mercados, vantagens competitivas, entre outros, pode ter impactado negativamente o resultado econômico da empresa, prejudicando assim o retorno dos acionistas.

Palavras-chave: 1. Combinação de Negócios. 2. Fusão 3. Aquisição. 4. Sinergia.

ABSTRACT

The aim of this research is to assess the economic effects of financial and business combinations in public traded companies, to investigate the reasons (goals) which led the operation, checking that they were made and identifying the impact on companies' financial statements after the process. It was used descriptive research and documentation and rework and standardization the information available of these companies, according to the needs of the analysis enables us to understand the economic and financial position of companies. It was chosen companies listed on the Stock Exchange of São Paulo - Bovespa and the importance of his role in the market. The companies were: B2W Companhia Global Retail, Vale SA, Braskem SA and JBS SA such as information of a corporate, financial and economic through financial statements and financial statements, management reports, notes, audit opinion, reports in the media, postings on the websites of the company, CVM and Bovespa. The survey was conducted for the periods from 2005 to 2008, covering the periods preceding and succeeding operations, which occurred in 2006 and 2007. The results indicate that all companies have achieved the purposes outlined in the Protocol and submitted to approval by CADE. In the analysis of financial statements through economic and financial indicators, we identified that debt increased in companies Braskem SA and B2W, as well as the cost of debt, the companies Vale SA and JBS SA, the debt remained in the same level, but the cost of debt continued to grow. The degree of financial leverage in the Valley and B2W SA has improved significantly over the period, while in JBS SA and Braskem SA have been bad. Operationally, excluding Braskem SA, which had its result very impacted by the cost of major raw material, all showed growth, because EBITDA showed a positive change in the period. Given the results of this research, we found that: a) whether to characterize an operation "successfully", you need only check whether it reached the initial objectives, according to the protocol and justification forwarded and approved by CADE concluded that operations were performed successfully analyzed, b) but under the assumption that whatever the corporate restructuring, the goal would be to add value to shareholders, the study encountered difficulties related to missing or insufficient information in the analysis of specific performance operation, which explains why managers or even justifies almost always announce that the operation was a success, even when they find themselves economically results, positive or negative. There are limitations to this study, especially regarding the number of firms and time periods, which can be minimized or even eliminated by expanding the sample and time horizon. Considering the magnitude of the issue and its impacts on the Brazilian and global economy, it is suggested that greater transparency in the results of corporate restructuring as these, even with the strategic objective achieved through synergies, opening new markets, competitive advantages, among others, may have negatively impacted the profitability of the company, thus preventing the return to shareholders.

Key-words: 1. Business Combinations. 2. Fusion 3. Acquisition. 4. Synergy.

SUMÁRIO

Resumo.....	5
Abstract.....	6
Lista de Figuras.....	10
Lista de Quadros/Tabelas.....	11
Lista de Abreviaturas e Siglas.....	12/13
Lista de Gráficos.....	14/15
1 INTRODUÇÃO	16
1.1 Considerações Iniciais	16
1.2 Problema	18
1.3 Objetivos	19
1.3.1 Objetivo Geral	19
1.3.2 Objetivos Específicos	20
1.4 Justificativa	20
1.5 Metodologia	23
1.6 Estrutura da Dissertação	25
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	27
2.1 Formas de Aquisição, Fusão e Incorporação	27
2.2 Tomada de Decisão	30
2.3 Due Diligence	32
2.4 Regulamentação.....	34
2.4.1 Protocolo e Justificação	34
2.4.2 Obrigações Fiscais.....	35
2.4.3 Divulgação.....	35
2.5 Análises das Demonstrações Financeiras (Contábeis)	37
2.5.1 Análise Horizontal e Vertical	39
2.5.2 Análise através de índices Econômicos e Financeiros	41

2.5.2.1	Indicadores de Liquidez	42
2.5.2.2	Estrutura de Capital	43
2.5.2.3	Indicadores de Rentabilidade.....	45
2.5.3	EBITDA (Earning Before interest, taxes, depreciation and amortization).....	46
2.5.4	Demonstração do Valor Adicionado	47
2.6	Governança Corporativa	48
2.7	Resultado da Transação.....	50
2.7.1	Fracasso	50
2.7.2	Sucesso	53
2.8	Sinergia	56
2.9	Avaliação de empresas	59
2.9.1	Fluxo de Caixa Descontado.....	60
2.9.2	Avaliação Relativa ou por Múltiplos.....	61
2.9.3	Métodos Patrimoniais	62
2.9.4	Modelo EVA (<i>Economic Value Added</i>)	62
2.9.5	MVA (<i>Market Value Added</i>)	64
2.9.6	Modelo de Opções Reais	65
3	PERFIL DAS EMPRESAS	67
3.1	Americanas.com SA e Submarino SA (Fusão).....	67
3.2	Vale AS e Inco Ltd (Aquisição)	68
3.3	JBS S/A e Swift Ltd (Aquisição).....	69
3.4	Braskem AS e Politeno AS (Aquisição)	70
4	ANÁLISES HORIZONTAIS E VERTICAIS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONTÁBEIS	72
4.1	B2W - Companhia Global do Varejo.....	72
4.2	Vale SA	78
4.3	JBS S/A.....	83
4.4	Braskem S/A.....	89

5 ANÁLISE DOS INDICADORES ECONÔMICOS E FINANCEIROS	95
5.1 Empresa B2W - Companhia Global do Varejo	96
5.2 Empresa Vale SA	106
5.3 Empresa JBS SA	115
5.4 Empresa Braskem S/A	123
6 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS	132
6.1 Operação de fusão da Submarino e Americanas.com	133
6.2 Operação de aquisição da empresa Inco pela Vale SA	134
6.3 Operação de aquisição da empresa Swift pela JBS S/A	134
6.4 Operação de aquisição da empresa Politenno pela Braskem S/A	135
6.5 Limitações do Estado	136
6.6 Recomendações para novas pesquisas	137
REFERÊNCIAS	138

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Causas fundamentais de decepção e dificuldades com transações.....	52
Figura 2: Padrão típico de perdas em aquisição.....	52
Figura 3: Porque integrações dão certo.....	55
Figura 4: Avaliações de sinergias.....	58

LISTAS DE QUADROS/TABELAS

Tabela 1: Evolução anual de transações período 2005 a 2008.....	20
Tabela 2: Total de transações acumuladas por setor.....	21
Tabela 3: Volume de operações de F & A nos períodos de 2005 a 2008 no Brasil.....	22
Quadro 1: Empresas e operações escolhidas para análise.....	25
Tabela 4: Análise vertical (base: exercício anterior).....	39
Tabela 5: Análise horizontal – números índices.....	40
Tabela 4.1.1 Balanços Patrimoniais- B2W SA.....	73/74
Tabela 4.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício- B2W SA.....	76/77
Tabela 4.2.1 Balanços Patrimoniais – Vale SA.....	79/80
Tabela 4.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício- Vale SA.	82
Tabela 4.3.1 Balanços Patrimoniais – JBS SA.....	84/85
Tabela 4.3.2 Demonstração do Resultado do Exercício- JBS SA.....	87/88
Tabela 4.4.1 Balanços Patrimoniais – Braskem SA.....	90/91
Tabela 4.4.2 Demonstração do Resultado do Exercício – JBS SA.....	93
Quadro 2 : Fórmulas utilizadas nos cálculos dos Indicadores.....	96
Tabela 4.1.3 Cálculo dos Indicadores B2W SA.....	97
Tabela 4.1.4 Evolução dos serviços após a fusão- B2W SA.....	103
Tabela 5.1.1 Relação DVA X Receita Líquida B2W SA.....	106
Tabela 4.2.3 Cálculo dos Indicadores Vale SA.....	107
Tabela 5.2.1 Relação DVA X Receita Líquida Vale SA.....	114
Tabela 4.3.3 Cálculo dos Indicadores JBS SA.....	115
Tabela 5.3.1. Relação DVA X Receita Líquida JBS SA.....	122
Tabela 4.4.3 Cálculo dos Indicadores Braskem SA.....	123
Tabela 5.4.1 Relação DVA X Receita Líquida Braskem SA.....	131

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AH	.....	Análise Horizontal
ANBIMA	.....	Assoc. Brasil. Entidades Mercados Financeiros e Capitais
AV	.....	Análise Vertical
BOVESPA	.....	Bolsa de Valores de São Paulo
CADE	.....	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CL	.....	Custo Líquido
CMPC	.....	Custo Médio Ponderado de Capital
CNPJ	.....	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
COI	.....	Capital Operacional Investido
CPC	.....	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	.....	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	.....	Discounted Cash Flow (Fluxo de Caixa Descontado)
DIPJ	.....	Declaração de Imposto de Renda Pessoa Jurídica
DOAR	.....	Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos
DRE	.....	Demonstração do Resultado do Exercício
DVA	.....	Demonstração do Valor Adicionado
EBITDA	.....	Earning Before Interest, Taxes, Deprec. and Amortization (Lucro Antes dos Juros, Imp., Deprec. e Amortização)
ELP	.....	Exigível a Longo Prazo
EVA	.....	Economic Value Added (Valor Econômico Agregado)
F&A	.....	Fusões e Aquisições
FASB	.....	Financial Accounting Standard Board
FC	.....	Fluxo de Caixa
FP	.....	Fator Preço
GAF	.....	Grau de Alavancagem Financeira
GAO	.....	Grau de Alavancagem Operacional
IASB	.....	International Financial Reporting Standards
IBGC	.....	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	.....	Índice de Bolsa de Valores de São Paulo
IFRS	.....	International Financial Reporting Standards
IN	.....	Instrução Normativa
IR	.....	Imposto de Renda
KE	.....	Custo do Capital Próprio
KI	.....	Custo do Capital de Terceiros
LAJIDA	.....	Lucro Antes dos Juros, impostos, deprec. e amortização
LAJIR	.....	Lucro Antes dos Juros e do Imposto de Renda
LC	.....	Liquidez Corrente
LG	.....	Liquidez Geral
LL	.....	Lucro Líquido
LOA	.....	Lucro Operacional Ajustado
LOP	.....	Lucro Operacional
LPA	.....	Lucro Por Ação

LS	.....	Liquidez Seca
MVA	.....	Market Value Added (Valor Agregado pelo Mercado)
P	.....	Passivo
PC	.....	Passivo Circulante
PIB	.....	Produto Interno Bruto
PL	.....	Patrimônio Líquido
PV	.....	Present Value (Valor Presente)
RCI	.....	Retorno do Capital Investido
RIR	.....	Regulamento do Imposto de Renda
RLP	.....	Realizável a Longo Prazo
RLV	.....	Receita Líquida de Vendas
ROA	.....	Return on Assets (Retorno sobre Ativos)
ROE	.....	Return on Equity (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)
ROI	.....	Return on Investment (Retorno sobre o Investimento)
RSPL	.....	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
SA	.....	Sociedade Anônima
SDE	.....	Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça
SEAE	.....	Secret. Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda
UFIR	.....	Unidade Fiscal de Referência
VE	.....	Valor da Empresa
VEA	.....	Valor Econômico Agregado
VMPL	.....	Valor de Mercado do Patrimônio Líquido

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Indicador Econômico de Liquidez - B2W	98
Gráfico 2	Indicador Econômico de Giro do Ativo/Investimento – B2W	98
Gráfico 3	Indicador Econômico de Giro dos Recursos Próprios – B2W	99
Gráfico 4	Indicador Econômico de Retorno sobre o Ativo – B2W	99
Gráfico 5	Indicador Econômico de Relação de Capital Terceiros/Passivo Total – B2W	100
Gráfico 6	Indicador Econômico de Endividamento – B2W	101
Gráfico 7	Indicador Econômico de Cobertura de Juros pelo Operacional – B2W	101
Gráfico 8	Indicador Econômico de Alavancagem Financeira – B2W	102
Gráfico 9	Indicador Econômico de Retorno sobre o Patrimônio Líquido – B2W	102
Gráfico 10	Indicador Econômico de Retorno Investimento –B2W	103
Gráfico 11	Indicador Econômico de Margem Líquida – B2W	104
Gráfico 12	Indicador Econômico de Custo da Dívida – B2W	105
Gráfico 13	Indicador Econômico de EBITDA – B2W	105
Gráfico 14	Indicador Econômico de Liquidez – Vale	107
Gráfico 15	Indicador Econômico de Giro do Ativo/Investimento – Vale	108
Gráfico 16	Indicador Econômico de Giro dos Recursos Próprios – Vale	108
Gráfico 17	Indicador Econômico de Retorno sobre o Ativo – Vale	108
Gráfico 18	Indicador Econômico de Composição do Endividamento –Vale	109
Gráfico 19	Indicador Econômico de Endividamento – Vale	109
Gráfico 20	Indicador Econômico de Cobertura de Juros pelo Operacional – Vale	110
Gráfico 21	Indicador Econômico de Alavancagem Financeira – Vale	110
Gráfico 22	Indicador Econômico de Retorno sobre o Patrimônio Líquido – Vale	111
Gráfico 23	Indicador Econômico de Retorno do Investimento – Vale	111
Gráfico 24	Indicador Econômico de Margem Líquida – Vale	112
Gráfico 25	Indicador Econômico de Custo da Dívida – Vale	112
Gráfico 26	Indicador Econômico de EBITDA – Vale	113
Gráfico 27	Indicador Econômico de Liquidez – JBS	115
Gráfico 28	Indicador Econômico de Giro do Ativo/Investimento – JBS	116
Gráfico 29	Indicador Econômico de Giro dos Recursos Próprios – JBS	116
Gráfico 30	Indicador Econômico de Retorno sobre o Ativo – JBS	117
Gráfico 31	Indicador Econômico de Composição do Endividamento – JBS	117
Gráfico 32	Indicador Econômico de Endividamento – JBS	118

Gráfico 33	Indicador Econômico de Cobertura de Juros pelo Operacional – JBS	119
Gráfico 34	Indicador Econômico de Alavancagem Financeira – JBS	119
Gráfico 35	Indicador Econômico de Retorno sobre o Patrimônio Líquido – JBS	120
Gráfico 36	Indicador Econômico de Retorno do Investimento– JBS	120
Gráfico 37	Indicador Econômico de Margem Líquida – JBS	121
Gráfico 38	Indicador Econômico de Custo da Dívida – JBS	121
Gráfico 39	Indicador Econômico de EBITDA – JBS	122
Gráfico 40	Indicador Econômico de Liquidez – Braskem	123
Gráfico 41	Indicador Econômico de Giro do Ativo/Investimento – Braskem	124
Gráfico 42	Indicador Econômico de Giro dos Recursos Próprios – Braskem	125
Gráfico 43	Indicador Econômico de Retorno sobre o Ativo – Braskem	125
Gráfico 44	Indicador Econômico de Composição do Endividamento– Braskem	126
Gráfico 45	Indicador Econômico de Endividamento – Braskem	126
Gráfico 46	Indicador Econômico de Cobertura de Juros pelo Operacional – Braskem	127
Gráfico 47	Indicador Econômico de Alavancagem Financeira – Braskem	127
Gráfico 48	Indicador Econômico de Retorno sobre o Patrimônio Líquido – Braskem	128
Gráfico 49	Indicador Econômico de Retorno do Investimento – Braskem	129
Gráfico 50	Indicador Econômico de Margem Líquida – Braskem	129
Gráfico 51	Indicador Econômico de Custo da Dívida – Braskem	130
Gráfico 52	Indicador Econômico de EBITDA – Braskem	132

I - INTRODUÇÃO

1.1 Considerações Iniciais

Combinações de Negócios¹ estão entre as mais relevantes formas de mudança organizacional, uma vez que são caracterizadas pela obtenção de controle por parte de uma empresa investidora sobre a(s) sociedade (s) investida(s) ou pela efetiva junção de dois grupos independentes.

O processo de globalização incentivou o desenvolvimento dessas operações no cenário brasileiro e mundial, que se supõe sejam geradas principalmente pela competição entre as empresas.

Os competidores são forçados a buscar melhorias em seus negócios para obter o retorno dos investimentos aplicados, a ganhar ou, pelo menos, manter sua participação no mercado.

Possui, ainda, necessidade de ganhos de escala de produções, atuações em outras áreas geográficas, surgimento de novos produtos, busca de sinergias financeiras e tecnológicas que levam grandes conglomerados empresariais a atuar em outros países que não os de sua origem e isso ocorre normalmente por meio de fusões, aquisições, incorporações, parcerias e *joint ventures* com empresas locais.

Dentre as ferramentas para o crescimento e a expansão econômica das empresas, tanto para o segmento doméstico, como para as estratégias de expansão no exterior, estão as técnicas de aquisições e de fusões empresariais (RASMUSSEN, 1989).

Uma operação envolvendo uma combinação de negócios, seja aquisição, fusão, incorporação exige conhecimentos específicos, pois existem aspectos legais, fiscais, ambientais, financeiros e contábeis, os quais, se despercebidos pelos envolvidos poderão acarretar em perdas relevantes tanto da parte de quem compra como da parte de quem se desfaz do seu negócio.

Esta necessidade é evidenciada quando se observa notável crescimento das atividades de consultorias e auditorias especializadas em reestruturações societárias, cujo principal

¹ Refere-se às operações de fusão, aquisição e incorporação .

objetivo é a avaliação, que servirá como base nas negociações, visando fornecer uma faixa de referência que reflita o “valor justo” da empresa, objeto da operação (TRIZI, et al., 2010).

Conforme Minadeo e Camargos (2008) é fundamental que a empresa faça um planejamento e uma adequada implantação do processo que envolve uma combinação de negócios, uma vez que o processo é complexo e as dificuldades como choques de culturas corporativas, divergências e incompatibilidade de estilos de gestão, conflitos e batalhas políticas pelo poder; dificuldade de entendimento pela firma adquirente, das rotinas e capacitações da empresa adquirida; saídas de pessoas estratégicas; recursos para viabilizar o negócio aparecem a cada instante, o que é confirmado por Barros (2003) que relata que algumas destas operações ocorrem de forma embaraçosa para os envolvidos, deixando rastros muitas vezes negativos por toda a organização, como por exemplo, quando a empresa comprada não tem desempenho suficiente para sobreviver e mesmo contra a vontade da alta administração o negócio é concretizado.

A literatura sobre fusões, aquisições e incorporações identifica duas grandes lógicas para a compra de empresas. Uma está ligada à maximização de valor da empresa e outra a fortes motivações do corpo diretivo. A lógica da maximização do valor ocorre quando o principal motivo é aumentar o valor para o acionista, gerando sinergia por meio de economia de escala ou transferência de conhecimento. As motivações do corpo diretivo estão apoiadas na lógica de mercado, no aumento de *market share*, prestígio da direção e redução do nível de incerteza (BARROS, 2003, p.22-23).

Segundo Rappaport (2001) a criação de valor para o acionista é o principal padrão para medir o desempenho das empresas e, uma das maneiras de induzir os executivos a agir de acordo com os melhores interesses dos acionistas é atrelar a remuneração à criação de valor para o acionista e ainda, as medidas de desempenho precisam estar diretamente relacionadas com os planos estratégicos das corporações.

No Brasil, como em outras economias emergentes, as operações de combinação de negócios cresceram em virtude do processo de liberalização econômica, ocorrendo de três diferentes modos: primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas; 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 JR et al., 2004).

No Brasil, o termo combinação de negócios não estava previsto na legislação societária até a criação do CPC 15, contudo a lei 6.404/76 e a CVM já consideravam as combinações de negócios quanto a forma jurídica (incorporação, fusão e cisão). De acordo com as normas internacionais e norte-americanas, as operações de combinação de negócios englobam apenas a fusão e a incorporação, ou seja, a cisão não é contemplada nas normas emitidas pelo IASB- International Accounting Standard Board, que é o órgão que define padrões contábeis internacionais e FASB- Financial Accounting Standard Board, órgão regulatório dos padrões contábeis norte-americanos.

Com o objetivo de melhorar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações que uma entidade fornece em suas demonstrações contábeis acerca de uma combinação de negócios e sobre seus efeitos foi criado o Pronunciamento Técnico CPC 15² – Combinação de Negócios, que estabelece princípios e exigências a serem cumpridas nas operações identificadas como combinações de negócios. O pronunciamento Técnico CPC 15 corresponde à norma internacional IFRS 3 – *Business Combinations*, cujo início de vigência previsto nas IFRS é para as combinações de negócios cuja data de aquisição seja a partir dos exercícios iniciados em ou após 1º de junho de 2009.

Diante do contexto de mudanças em que o Brasil procura atender as exigências internacionais no que se refere a transparência, confiabilidade, se viu a necessidade por meio deste estudo, de identificar os impactos de operações que envolve combinações de negócios nas demonstrações financeiras, uma vez que estas operações tem representado grande relevância em termos de reorganização societária.

1.2 Problema

Combinações de Negócios são formas de investimentos realizados em condições de incerteza, e nem sempre o objetivo esperado é alcançado. Segundo Wood Jr et al. (2004) o

² O CPC é uma entidade que tem por objetivo o estudo e a divulgação dos princípios, normas e padrões de contabilidade e auditoria. A adoção dos pronunciamentos e orientações técnicas emitidas pelo CPC depende da aprovação da CVM, Banco Central ou outras agências reguladoras.

que impulsiona estas operações são motivos econômicos, políticos, institucionais, influência dos acionistas, parceiros governamentais ou de negócios.

Segundo Gitman (2004) o objetivo primordial dessas alterações societárias é a maximização da riqueza dos proprietários, refletida no preço da ação da empresa compradora, mas conforme Wood Jr et al. (2004) relatam, menos da metade desses movimentos de fusões e incorporações agregam algum valor às empresas e seus acionistas, porém, de acordo com Harding e Rovit (2005) não se pode medir sucesso sem ter em mente os objetivos, ou seja, porque se está fazendo a operação, e que possivelmente isto explique porque executivos, quando questionados, relatam que suas fusões, ainda que fora dos padrões de sucesso, atingiram os objetivos, o que aponta para a necessidade de um aprofundamento dos reais motivos desses processos e seus impactos positivos ou negativos nas demonstrações contábeis (financeiras) das entidades.

Quando duas empresas resolvem se unir, entende-se que similar a uma união conjugal espera-se que a união vá dar certo e que se colherão frutos desta relação. Neste contexto, é necessário que se conheça quem será o seu companheiro, uma vez que cada empresa trará seus ativos, passivos, costumes, cultura, grupos de amizades (parceiros).

Os motivos de sucessos ou fracassos podem ser vários, como apontam Harding e Rovit (2005), Barros (2003), Fubini et al. (2008), que relatam sobre os efeitos de gestão, pessoas, governança, parte legal, parte fiscal e estes resultados, sejam positivos ou negativos requerem uma investigação aprofundada para que se possa compreender porque algumas operações não agregam valor e continuam nas condições anteriores, quando não, acrescidas de inúmeros conflitos, sendo que todas elas no projeto inicial objetivavam uma união bem sucedida.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

- Avaliar os efeitos econômicos e financeiros de operações de Fusões, Aquisições e Incorporações ocorridas em empresas de capital aberto, durante o período de 2005 a 2008.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Investigar as razões que levaram os investidores e acionistas controladores a optarem pela fusão, aquisição ou incorporação;
- Analisar o resultado das operações, constatando se os objetivos foram alcançados ou não;
- Identificar os impactos nas demonstrações contábeis e financeiras e seus efeitos nos resultados econômico-financeiros das empresas após o processo, comparando-os com os resultados antes da transação.

1.4 Justificativa

Do ano de 2005 a 2008 aconteceram grandes operações envolvendo combinações de negócios no Brasil, não só originadas no mercado doméstico, mas principalmente por meio de operações do mercado externo (transfronteiras), conforme ilustrado na tabela 1.

Tabela 1- Evolução anual de transações período 2005 a 2008

Descrição	2005	2006	2007	2008	Total	%
Domésticos	150	183	351	379	1063	48%
<i>Cross Border</i> (transfronteira)	213	290	348	284	1135	52%
Total de Transações	363	473	699	663	2198	100%

Fonte: KPMG, www.kpmg.com.br. adaptada pela autora.

Os setores da economia que mais se destacaram foram os de Tecnologia da Informação com 224 transações representando 10% do total do período e Alimentos, Bebidas e Fumo com 199 transações, representando 9%, conforme demonstrado no relatório da pesquisa de Fusões e Aquisições 2008, divulgado pela KPMG Corporate Finance e ilustrado na Tabela 2.

Tabela 2 - Total de transações acumuladas por setor

Setor	2005	2006	2007	2008	Total	%
Tecnologia de Informação	49	46	56	73	224	10%
Alimentos, Bebidas e Fumo	36	43	66	54	199	9%
Companhias Energéticas	16	61	25	24	126	6%
Metalurgia e Siderurgia	25	38	31	20	114	5%
Publicidade e Editoras	19	19	35	26	99	4%
Telecomunicações e Mídia	21	28	27	19	95	4%
Produtos Químicos e Petroquímicos	18	21	39	17	95	4%
Imobiliário	0	0	51	41	92	4%
Instituições Financeiras	19	21	19	23	82	4%
Serviços para empresas	5	17	35	18	75	3%
Shopping Centers	1	5	51	17	74	3%
Seguros	16	6	4	27	53	2%
Transportes	9	11	17	13	50	2%
Produtos Químicos e Farmacêuticos	13	15	12	9	49	2%
Elétrico e Eletrônico	9	14	18	8	49	2%
Petróleo e Gás	14	8	6	19	47	2%
Hospitais e Lab Análises Clínicas	0	5	12	21	38	2%
Mineração	2	9	13	13	37	2%
Lojas de Varejo	9	15	4	8	36	2%
Hotéis e Restaurantes	2	6	12	15	35	2%
Partes e Peças Automotivas	5	10	10	9	34	2%
Construção e Prod. de Construção	11	7	3	6	27	1%
Produtos de Engenharia	0	1	12	13	26	1%
Aviação	6	11	3	2	22	1%
Madeira e Papel	2	8	7	4	21	1%
Cimento	2	4	4	7	17	1%
Higiene	4	4	1	6	15	1%
Supermercados	6	0	6	2	14	1%
Têxteis	5	2	4	1	12	1%
Outros	39	38	116	168	361	16%
Total geral	363	473	699	683	2218	100%

Fonte: KPMG, www.kpmg.com.br. adaptada pela autora

Diante do volume financeiro gerado por fusões, aquisições e incorporações, conforme tabela 3, entendeu-se necessário analisar que motivos são considerados no fechamento de um contrato desta relevância e pesquisar sobre o processo da escolha da empresa alvo e o que é avaliado, pois conforme Harding e Rovit (2005) necessário se faz construir um conjunto de dados a fim de desenvolver um perfil de cada empresa-alvo, antes

mesmo do conhecimento da disponibilidade da candidata, e também, analisar os entraves da negociação até que a mesma seja aprovada ou rejeitada pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica).

Tabela 3- Volume de Operações de F&A nos períodos de 2005 a 2008 no Brasil

Ano	R\$ Bilhões	%
2005	19,1	7%
2006	89,8	31%
2007	93,2	32%
2008	89,9	31%
Total	291,9	100%

Fonte: Anbima (2010), www.anbima.gov.br. adaptado pela autora

Conforme nota divulgada nos cadernos da Anbima³ (2010), somente operações com valor superior a 20 (vinte) milhões são aptos a participarem dos *rankings* de Fusões e Aquisições realizados pela Anbima e por conta desta metodologia adotada, os valores totalizados na tabela 3 podem não condizer com a realidade.

O enfoque financeiro do estudo se justifica nos relatos de Barros (2003), Santos (2008) e Assaf Neto (2010), que afirmam que no processo de *due diligence* o que mais se destaca são as implicações financeiras decorrentes dos valores relativos a taxas, impostos ou quaisquer questões legais que influenciam na estrutura da transação em si, sendo esta questão totalmente relevante na definição do preço a ser pago pela empresa a ser comprada.

A considerar a relevante importância da geração de valor nas empresas, analisar-se-á mais profundamente o impacto destas operações nas demonstrações contábeis e financeiras das empresas, verificando se houve otimização dos resultados após o processo de fusão, aquisição ou incorporação, seja por meio de sinergias obtidas como redução de custos, incremento nas vendas ou mesmo melhoria de posição no mercado, controle de canais de distribuição, expansão geográfica, entre outros.

³ Anbima: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

1.5 Metodologia

Utilizou-se a metodologia de natureza descritiva bibliográfica e documental. A opção por esta abordagem descritiva decorreu da necessidade de se obter conhecimentos a respeito do tema a ser pesquisado e, conforme, Selltiz, Cooke Wrightsman (1965, p. 61-2), a pesquisa descritiva é um fenômeno ou situação mediante um estudo realizado em determinado espaço-tempo, que no caso desta pesquisa refere-se à análise dos impactos/resultados dos processos de fusão, aquisição ou incorporação no Brasil, em empresas de capital aberto, no período de 2005 a 2008.

Para dar fundamento aos conceitos apresentados na fundamentação teórica, a pesquisa bibliográfica também se faz necessária, porque consiste no exame da bibliografia já existente, para levantamento e análise do que já se produziu sobre determinado assunto que se assume como tema de pesquisa científica (LAKATOS; MARCONI, 2006).

Foram objeto das análises as demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração do Valor Adicionado) e as informações contidas em Relatórios da Administração e Notas Explicativas do período de 2005 a 2008, das empresas pesquisadas.

A pesquisa foi realizada através de análises dos resultados e dos indicadores econômicos e financeiros das empresas que foram calculados, em decorrência dos processos de fusões, aquisições ou incorporações. Conforme Matarazzo (1998) as demonstrações financeiras propiciam os dados mais diversos sobre a empresa e é através da análise das demonstrações financeiras (contábeis) que se podem avaliar os efeitos de certos eventos sobre a situação financeira de uma empresa, e ainda, de acordo com Weston e Brigham (2000) as demonstrações financeiras divulgam tanto a posição de uma empresa em um ponto do tempo, quanto suas operações no decorrer de algum período passado.

A pesquisa é documental uma vez que se vale de materiais que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa, voltada às informações, considerando as publicações, sítios da *web*, entre outras fontes (GIL, 1999).

A parte bibliográfica refere-se ao estudo sistematizado das mais variadas publicações tais como: teses, dissertações, artigos publicados em periódicos e em anais de congressos, bem como em livros, ou seja, qualquer forma que permita acesso público que seja de interesse da dissertação.

Beuren (2004), citada por Hundzinski (2005) destaca a notabilidade deste tipo de pesquisa pela possibilidade de se organizar informações dispersas, conferindo-lhe uma nova importância como fonte de pesquisa.

Do ponto de vista documental utilizou-se relatórios publicados das sociedades em análise, na mídia impressa, publicados na mídia eletrônica, bem como acessando via internet os sítios dessas empresas.

O estudo vai trilhar uma análise do ponto de vista econômico-financeiro, o lucro, no seu conceito mais básico, ou seja, quanto a empresa enriqueceu ou empobreceu após o processo de fusão, aquisição ou incorporação pelo qual passou. Para essa análise utilizou-se os indicadores econômicos e financeiros e demais índices, como RSPL, ROI e EBITDA. Pelo que se observa no mercado quase toda fusão se revela numa aquisição, pois o maior sempre acaba se impondo ao menor, porém normalmente a operação é divulgada como uma fusão, pois causa mais impacto do que uma aquisição e subentende-se que não ocorrerão mudanças, apenas agregará valor e criará sinergias.

Para Vasconcelos (2002, p. 35) a delimitação da pesquisa estabelece os limites a serem estudados, tanto do sujeito quanto do objeto, limitando o tema no tempo e no espaço. Neste trabalho, foram fixados limites quanto ao universo geográfico, tipo de sociedade e também em relação ao período abrangido.

Na primeira fase desta pesquisa escolheu-se empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, sendo que, estas empresas cumpriram as seguintes condições:

- a) A companhia adquirente é aberta.
- b) A companhia adquirente tem sede no Brasil.
- c) A transação ocorreu no período de 2005 a 2008.
- d) A transação, além de ser anunciada, efetivou-se no período de 2005 a 2008.

Optou-se também por excluir do universo desta pesquisa empresas do segmento financeiro.

Buscou-se nas demonstrações que antecederam a operação, indícios (grau de endividamento, liquidez, rentabilidade) que justificassem os motivos da transação, em seguida, o ano da transação, para buscar o impacto das ações e posteriormente se analisou as demonstrações pós-transação para evidenciar se a operação fracassou ou alcançou ou mesmo superou os objetivos dos acionistas.

As empresas foram investigadas, através das análises das demonstrações contábeis financeiras, notas explicativas, informações divulgadas pela mídia, fatores que pudessem

indicar como se deu todo o processo, desde os motivos que levaram a tomada de decisão pela operação até o período subsequente.

A pesquisa iniciou-se levantando notícias veiculadas em jornais, revistas, internet, de transações ocorridas no período de 2005 a 2008. A escolha do período deu-se por permitir a possibilidade de um maior período de análise dos impactos das operações. No segundo momento foram encaminhados aos diretores de relações com investidores emails solicitando a confirmação da operação, assim como a disponibilidade de informações sobre a mesma. A escolha das empresas pesquisadas deu-se por sua importância no mercado de sua atuação e por acessibilidade e conveniência da disponibilidade de informações. As empresas escolhidas para pesquisa estão relacionadas no quadro 1.

Quadro: 1 – Empresas e operações escolhidas para análise

ANO	ADQUIRENTE	ADQUIRIDA	TIPO DE TRANSAÇÃO	SEGMENTO	NÍVEL DE GOVERNANÇA
2006	Submarino SA	Americanas.com SA	Fusão	Comércio Eletrônico	Novo Mercado
2006	Vale SA	Inco Ltd.	Aquisição	Minério	Nível 1 de Governança Corporativa
2006	Braskem SA	Politeno SA	Aquisição/Incorporação	Petroquímica	Nível 1 de Governança Corporativa
2007	JBS SA	SWIFT Ltd.	Aquisição	Comércio de Alimento	Novo Mercado

Fonte: Elaborada pela autora

1.6 Estrutura da Dissertação

A dissertação foi desenvolvida em seis capítulos.

No capítulo 1 apresenta-se o problema da pesquisa, os objetivos, as justificativas da realização e a metodologia utilizada para se atingir os objetivos.

No segundo capítulo encontra-se a revisão bibliográfica que tem como objetivo averiguar o que pesquisadores escreveram sobre o tema pesquisado, através de artigos, teses, dissertações, livros e outros.

No terceiro apresentam-se o perfil das empresas pesquisadas e as características do processo de fusão, aquisição e incorporação.

No quarto elabora-se as análises verticais e horizontais, identificando-se os impactos das operações nas demonstrações financeiras (contábeis).

No quinto apresentam-se o cálculo dos indicadores econômicos e financeiros, considerando a rentabilidade, liquidez, estrutura de capital, retorno do capital, entre outros

indicadores, envolvidos no processo de fusão ou de aquisição, visando avaliar o impacto, seja, positivo ou negativo nas empresas.

No sexto destacam-se as conclusões e considerações finais, apontam-se limitações no desenvolvimento e se sugere novas possibilidades de pesquisa.

II - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Formas de Combinação de Negócios

Na reestruturação societária por meio de operações de combinações de negócios, as empresas podem optar, de acordo com Hajj e Lisboa (2001) por três formas de combinação:

- 1) Fusão - as empresas combinadas são extintas transferindo seus ativos e passivos líquidos para uma nova sociedade constituída pelos acionistas de cada uma das empresas anteriores;
- 2) Aquisição de ativos e passivos líquidos – as empresas combinadas são mantidas como sociedades legalmente separadas, existindo a relação de participação acionária;
- 3) Incorporação – a empresa investidora adquire os ativos e passivos líquidos de uma (ou mais) sociedade(s) investida(s) por meio de emissões de ações ou pagamento em moeda corrente.

O artigo 227 da Lei 6.404 define a incorporação como “ a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”.

As operações de fusões obrigam à extinção das sociedades envolvidas e à criação de uma nova entidade, a qual assumirá todo os bens e direitos das sociedades fusionadas (Lei número 6.404/76, art. 228). As sociedades originais se extinguem, a nova sociedade adquire personalidade jurídica e inicia a sua atividade econômica, a partir da data da fusão. Esta forma de fusão é chamada de fusão direta, mas atualmente, conforme Fabretti (2005, p.156), a maioria das fusões de empresas é feita de forma indireta, onde se evita a extinção das empresas fusionadas e as consequências tributárias desse encerramento de atividades, esta fusão é feita mediante a criação de uma sociedade *holding* controladora, cujo capital é integralizado com as ações das empresas envolvidas nesse evento. Dessa forma, as empresas fusionadas continuam sua atividade econômica normalmente, com escrituração contábil e demonstrações financeiras próprias, enquanto a *holding* fica com o controle, impondo uma linha uniforme de gestão dos negócios.

A maioria das fusões anunciadas trata-se na verdade de incorporações, ainda que no Brasil, a operação de Incorporação é muitas vezes equivocadamente confundida com a operação de fusão, isso se deve ao fato de que, tanto nos Estados Unidos como na Europa, existam apenas operações de fusão e cisão, uma vez que a incorporação é considerada um tipo

especial de fusão em que não ocorre o surgimento de uma nova empresa, mas sim a continuação de uma já existente, assim muitas vezes é denominada fusão o que na realidade se trata de uma incorporação (SILVA et al., 2006), o que é confirmado por Fabretti (2005) que relata que na prática, a incorporação vem sendo cada vez menos utilizada, pois as empresas têm preferido recorrer à aquisição do controle do capital da outra empresa, seja ele representado por ações ou por quotas, ou à fusão de empresas interessadas, entre outros motivos, por planejamento tributário, visando ao melhor aproveitamento da situação fiscal das empresas participantes desses eventos.

As fusões e aquisições exigem conhecimento de regras fiscais, jurídicas, comerciais, financeiras e contábeis complexas e podem ser operações tributadas ou livres de impostos.

De acordo com Ross et al (1995, p. 588-589) há três procedimentos básicos que uma empresa pode adotar para adquirir outra organização: (1) Fusão ou consolidação, (2) Aquisição de ações e (3) aquisição de ativos.

Fusão refere-se á absorção de uma empresa por outra. A empresa compradora conserva seu nome e sua identidade, adquire todos os ativos e passivos da empresa comprada. Após uma fusão, a empresa adquirida deixa de existir como entidade independente.

Consolidação: semelhante a uma fusão, exceto pelo fato de ser criada uma empresa, inteiramente nova. Numa consolidação, tanto a empresa adquirente quanto a empresa adquirida deixam de existir legalmente e passam a fazer parte da nova entidade.

Aquisições por meio de fusão e consolidação resultam na combinação dos ativos e passivos das empresas adquirente e adquirida.

Aquisições de Ações: uma segunda maneira de comprar outra empresa é adquirir as ações com direito a voto mediante pagamento em dinheiro, pagamento com ações ou com outros títulos.

Aquisições de Ativos: uma empresa pode comprar outra adquirindo todos os seus ativos. Exige-se a aprovação formal dos acionistas da empresa vendedora. A aquisição de ativos envolve a transferência de propriedade de ativos.

Gitman (2004) menciona também aquisições alavancadas, que são aquisições que envolvem o uso de grande volume de capital de terceiros para a compra de uma empresa que visa aumentar o fluxo de caixa e criar valor, e que é definido por Martelanc et al (2010, p. 248) como uma das ferramentas mais utilizadas para aumentar os retornos de investimentos em aquisições.

O termo combinação de negócios não estava previsto na legislação societária até a criação do CPC 15, contudo a lei 6.404/76 (alterada pela Lei 9.457/97 e a CVM, por meio da instrução 319/99 (alterada pelas instruções 320/99 e 349/01) já consideravam as combinações de negócios quanto a forma jurídica (incorporação, fusão e cisão).

De acordo com as normas internacionais e norte-americanas, as operações de combinação de negócios englobam apenas a fusão e a incorporação, ou seja, a cisão não é contemplada nas normas emitidas pelo IASB- International Accounting Standard Board, que é o órgão que define padrões contábeis internacionais e FASB- Financial Accounting Standard Board, órgão regulatório dos padrões contábeis norte-americanos.

Conforme Ross et al (1995, p. 589) os analistas financeiros classificam as aquisições em três tipos: (1) Aquisição Horizontal (pertencem ao mesmo mercado produtivo), (2) Aquisição Vertical (pertencem a mercados em níveis diferentes do processo de produção) e (3) Conglomerado (não há relação entre a empresa adquirente e a empresa adquirida). Gitman (2004) considera Conglomerado como combinação de empresas em ramos não relacionados e acrescenta um 4º tipo – aquisição congênica (que seria empresas no mesmo setor genérico, mas não no mesmo ramo específico).

A negociação de uma F&A pode ser amigável/consensual (*friendly takeover*) ou hostil (*hostile takeover*). As amigáveis podem ser definidas como uma mudança na propriedade corporativa, sem uma mudança acompanhante no controle administrativo. Já as hostis podem ser definidas como uma operação de tomada de controle não solicitado, que resulta na substituição da administração da firma adquirida (MINADEO; CAMARGOS, 2008).

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) as razões que levam uma empresa a comprar outra são:

- Maior poder de mercado – resultado do tamanho da firma e de seus recursos e capacidades para competir no mercado;
- Superação das barreiras à entrada – com as aquisições espera-se entrar mais facilmente em um mercado;
- Custos no desenvolvimento de um novo produto – introduzir um produto totalmente novo requer muito mais investimentos do que lançar um produto de marca já existente, permitindo um retorno e entrada no mercado com maior rapidez;
- Maior velocidade de entrada no mercado – as aquisições são vistas como um meio mais rápido de se chegar aos novos mercados;

- Menor risco comparado ao desenvolver novos produtos – diminuição de risco;
- Maior diversificação – aquisição é a maneira mais rápida de se obter variedade de produtos;
- Evitar competição excessiva – pode-se eliminar um concorrente com uma aquisição.

2.2 Tomada de Decisão

Na área financeira toman-se decisões constantemente, que muitas vezes, podem representar fracasso ou sucesso, e dar ou não créditos, tomar recursos ou aplicá-los são decisões que devem ser tomadas, qualquer que seja o negócio da empresa. De acordo com Securato (1993, p.16), a decisão, que ocorre no presente, não é um ato isolado, repentino, “ela é tanto um fim, quanto o início de uma ação”, fim do passado e início do futuro.

As decisões financeiras tomadas regularmente por uma empresa envolvem a captação de recursos – decisões de financiamento - e a aplicação dos valores levantados – decisões de investimento e políticas de dividendos. São decisões que toda empresa toma de maneira contínua e inevitável, definindo sua estabilidade financeira e atratividade econômica (ASSAF NETO, 2010).

Quando uma pessoa, seja física ou jurídica decide comprar, associar ou participar de um negócio existente, já tem uma idéia clara do que deseja, porém, dependendo da relevância do projeto, a contratação de especialista para dar andamento, ou mesmo suporte no processo é fundamental, pois existem aspectos legais, fiscais, financeiros, contábeis, sociais e até ambientais que se não contemplados poderão comprometer o sucesso da negociação. Esse especialista deverá estar a par de toda a legislação, seja Lei da Defesa do Consumidor, Proteção ao Meio Ambiente, Lei de Falências e Concordatas, Lei Antitruste, Lei das S.A.s, além das leis tributárias que envolvam tributos diretos, indiretos, etc., visando dessa forma, dimensionar os riscos do investidor.

Segundo Guarita (2002) um dos problemas gerados nas operações de F&A está associado ao ponto de partida das transações, onde se exige uma grande estruturação para dar início ao processo como um todo, ou seja, quais as alternativas a adotar, como elaborar o projeto, quais as suas fases e principalmente mensurar o valor da empresa.

Para se decidir por um negócio torna-se necessário a realização de uma pesquisa do setor, seus pontos fortes e fracos face a outros setores da economia e uma infinidade de

detalhes técnicos que devem receber toda a importância, como por exemplo, a decisão se a operação será realizada internamente ou se optará pela contratação de empresa especializada.

As decisões financeiras, segundo Assaf Neto (2010) devem estabelecer a atratividade econômica da empresa promovendo sua continuidade e valorização, por isso, o retorno dos investimentos realizados deve, no mínimo, satisfazer as expectativas de remuneração dos proprietários de capital (controladores e acionistas) de maneira a viabilizar economicamente a empresa.

As etapas de um processo decisório, conforme Securato (1993, p. 22 a 25) podem ser resumidas como segue:

- a) **Objetivo:** Deve estar claramente definido o objetivo da decisão a ser tomada. Em geral, a maximização do lucro e a minimização dos custos são os objetivos finais dentro de uma empresa;
- b) **Variável Objetivo:** Ao objetivo fixado deve-se ter em correspondência uma variável quantitativa que assuma valores conforme o evento avaliado, se, por exemplo, o objetivo é lucro, custo ou resultado de uma operação financeira, então o objetivo é quantitativo e se confunde com a própria variável. A variável objetivo deve adequar-se a um processo de medição, ou seja, que estabeleça uma escala de valores que permita comparações.
- c) **As Alternativas:** Quando se diz: “não sei se devo tomar esta decisão ou aquela”, na realidade, refere-se as possíveis alternativas que parece ter condições de atingir o objetivo em questão, desta forma, o ato de decidir consiste basicamente, na seleção de uma das alternativas disponíveis;
- d) **Cenário:** É o conjunto de informações objetivas ou subjetivas sobre o futuro em estudo que tenha influência no valor assumido pela variável objetivo. As principais etapas da construção de um cenário são: fixar o horizonte de tempo da variável objetivo em estudo; definir as principais variáveis de influências, ou seja, as variáveis que influenciarão os valores da variável objetivo e elaboração dos cenários, que consiste na fixação dos parâmetros qualitativos e quantitativos coerentes com as variáveis de influência.

Um dos desafios das operações de Fusões e Aquisições, principalmente no Brasil, é o desenvolvimento adequado das fases, seja na avaliação estratégica, a qualidade das informações obtidas na *due diligence*, a indicação de negociadores com base na estratégia

escolhida, não esquecendo de considerar os aspectos ligados à cultura brasileira (TANURE; CANÇADO, 2005).

2.3 Due Diligence

A compra ou venda de uma empresa necessita um trabalho prévio de avaliação de empresas, e isto se deve por várias razões, seja para compradores apurarem seu valor e fixarem preço, para vendedores saberem quanto podem pedir, para sócios/acionistas que querem sair, para sócios/acionistas que querem entrar, para verificação periódica do andamento do negócio, entre outros.

De acordo com Barros (2003, p.25) *Due Diligence* trata-se da etapa inicial do processo de aquisição, quando são feitos levantamentos e análises sistematizadas sobre a empresa a ser adquirida e ainda, o que é mais comum nesse momento é focalizar as implicações financeiras, decorrentes dos valores relativos a taxas, impostos ou quaisquer questões legais que influenciam na estrutura da transação em si, com o objetivo de auxiliar na definição do preço a ser pago.

Se num processo de aquisição/fusão não for constatado, por exemplo, um passivo ambiental e este de fato existir, poderá gerar na data da transação prejuízos relevantes ao investidor. Em casos de incorporações de empresas com características altamente poluentes, se este item for ignorado, existe uma grande probabilidade de prejuízos para a incorporadora.

De acordo com Tobias (2009, p. 07-08) o relatório de *Due Diligence* poderá interferir na definição e concretização final do valor da empresa, demonstrando segurança e consistência através de uma ferramenta crucial para a tomada de decisão e que as informações que se espera obter num processo de *Due Diligence* são:

- Demonstrações Financeiras analíticas dos últimos três a cinco anos;
- Declarações de imposto de renda dos últimos três a cinco anos;
- Identificação completa da empresa, com número do CNPJ, inscrições e certificados junto a órgãos públicos e privados, inclusive alvará de funcionamento;
- Certidões negativas de débitos para com o fisco;
- Certidões negativas de processos de execução, falências ou concordatas;
- Certidões negativas de Cartórios de Protesto;
- Estrutura societária e acordos de acionistas ou quotistas;

- Contrato ou Estatuto Social;
- Descrição das contingências, como trabalhistas, fiscais, ambientais, etc., com o respectivo parecer dos advogados das empresas quanto à probabilidade do ganho de causa;
- Levantamento dos riscos ambientais e adequação às exigências dos órgãos reguladores;
- Garantias, avais e fianças prestadas pela empresa;
- Existência de contas correntes com os sócios ou empresas controladas/coligadas;
- Verificação de saldos e extratos de Instituições Financeiras, envolvendo contas correntes e empréstimos;
- Verificação junto aos principais clientes, verificando o relacionamento existente;
- Verificação junto aos principais fornecedores, visando identificar eventuais atrasos de pagamento;
- Verificação junto ao sindicato da categoria profissional dos empregados, procurando verificar o andamento das relações trabalhistas;
- Mapa geográfico da localização da empresa, incluindo malhas rodoviárias, ferroviárias, hidrográficas, aéreas e as condições logísticas de distribuição;
- Histórico da empresa, incluindo mudanças de propriedade e localização, bem como eventos significativos e relevantes;
- Demonstrativo analítico da composição de receitas, despesas e ganhos, com ênfase na margem de contribuição de cada produto ou serviço;
- Lista dos produtos e serviços oferecidos, com avaliação do estágio no ciclo de vida de cada um e, se possível utilizando a análise deste portfólio;
- Lista completa de todos os ativos na data de corte para o balanço, desde a conta caixa (relatórios de caixa), passando pelos estoques, até o último item do ativo permanente;
- Fotografias, mapas e descrições de todos os equipamentos-chave e relevantes da empresa, incluindo escrituras de prédios e terrenos, se for o caso;
- Sumário descritivo do setor e da posição de mercado da empresa;
- Currículos sucintos das pessoas-chave na empresa e a descrição sumária dos seus cargos;

- Sumário descritivo das oportunidades de mercado com o aproveitamento potencial, para no mínimo, os próximos três anos;
- Perfil competitivo da empresa como um todo;
- Descrição dos concorrentes e quão grandes eles são, demonstrando a posição que a empresa analisada se encontra;
- Se o valor da marca for significativo, incluir uma avaliação da mesma;
- Projeções justificadas de resultados para os próximos 3 a 5 anos.

2.4 Regulamentação

Todas as operações envolvendo reestruturação societária exigem uma criteriosa preparação de documentação. Além das análises das demonstrações financeiras contábeis, deve-se realizar a *due diligence* que visa a avaliação completa dos eventuais riscos do negócio, a verificação da legislação aplicável relativa aos direitos de empresa, de defesa do consumidor, de defesa de ordem econômica, de proteção ao meio ambiente, trabalhista, previdenciário e tributário, sendo necessário também que se proceda a divulgação da intenção de alteração societária aos órgãos reguladores.

2.4.1 Protocolo e Justificação

As condições para a incorporação, fusão ou cisão deverão constar de protocolo firmado pelos órgãos de administração das empresas envolvidas no evento. Neste protocolo deverão constar informações detalhadas sobre número, espécie e classe de ações ou quotas; os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão, os critérios de avaliação do patrimônio líquido, entre outras (FABRETTI, 2005, p. 157).

Para que se processe a fusão, a Lei nº 6.404/1976, art. 228, parágrafos 1 e 3, exige o cumprimento, por essas sociedades, das seguintes formalidades: a assembleia-geral, de cada companhia, no caso de aprovar o protocolo da fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades, apresentados os laudos, os administradores deverão convocar os sócios ou acionistas das sociedades para uma assembleia-geral, que deles tomará conhecimento e resolverá sobre a constituição definitiva da nova sociedade e,

constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão.

2.4.2 Obrigações Fiscais

As pessoas jurídicas incorporadas, fusionadas ou cindidas devem ficar atentas ao cumprimento das obrigações em decorrência desses eventos, as quais estão relacionadas na Lei 9.959/2000, artigo 5, RIR/1999, artigo 235, parágrafo 1, como por exemplo, o levantamento, até 30 dias do evento, de balanço específico, no qual os bens e direitos poderão ser avaliados pelo valor contábil ou de mercado (Lei 9.249/1995, artigo 21). A empresa incorporada, fusionada ou cindida fica também obrigada a apresentar a DIPJ (Declaração de Imposto de Renda Pessoa Jurídica) com a inserção, na declaração, das operações efetuadas em todo o período transcorrido durante o ano-calendário, ou seja, até a data do evento.

Conforme Ignácio (2010), após uma fusão, cisão ou incorporação, a empresa sucessora passa a ser responsável tanto pelos tributos não pagos pela incorporada como pelas multas recebidas em razão de inadimplência, por isso a importância dos processos de *due diligence*, pois conforme entendimento do Superior Tribunal de Justiça (STJ) não importa se a empresa foi autuada depois da sucessão e a empresa sucessora não sabia dos fatos que geraram este passivo.

2.4.3 Divulgação

O artigo 157 parágrafo 6 da Lei 6.404/76 (inclusive pela Lei 10.303 de 31/10/2001) e Instrução CVM – Comissão dos Valores Mobiliários número 358 de 03/01/2002, dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre o ato ou fato relevante relativo às companhias abertas.

Nos termos da Lei nº 8.884/94, as empresas participantes das operações de fusões e aquisições deverão notificar obrigatoriamente o sistema brasileiro de defesa da concorrência, que é composto pela Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça (SDE), pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda (SEAE), e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) acerca dos negócios que irão realizar ou realizados, em território nacional, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de

agrupamento societário que: i) impliquem participação de empresa ou grupo de empresas resultante em 20% de um mercado relevante; ou ii) em qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400.000.000,00.

O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) como autarquia governamental responsável pela defesa da concorrência, possui legislação e regras internas para análise das operações de fusão e aquisição sempre que da realização destas resulte em concentração de participação no mercado relevante ou possível restrição à livre concorrência.

As operações que ultrapassam os limites definidos na Lei 8.884/94 e que não sejam comunicadas, ou embora o sejam, se dêem fora do prazo estabelecido pela mesma, sujeitará os envolvidos no ato de concentração à aplicação de multa pecuniária em valores que poderão variar de 60.000 (sessenta Mil) a 6.000.000 (Seis milhões) de UFIR, a ser aplicada pelo CADE, sem prejuízo da abertura de processo administrativo.

O modelo atual de análise dos atos de concentração em sua maioria, decorrentes dos processos de fusões e aquisições permite que os três órgãos envolvidos analisem isoladamente os atos apresentados para sua apreciação, e sendo um processo demorado, causa enormes incertezas para as partes envolvidas.

A partir do momento em que assinam o contrato de fusão, as empresas envolvidas têm até 15 dias para informar o CADE sobre o negócio. A empresa entra com o requerimento, além de formulário padrão preenchido com as características da operação. Além do CADE, receberão cópias do requerimento a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), do Ministério da Fazenda, e a Secretaria do Direito Econômico (SDE), do Ministério da Justiça. Nesta etapa, um conselheiro é sorteado para ser relator do caso. Ele recebe o processo e solicita um parecer da procuradoria do CADE, que vai analisar as formalidades legais. Examinando os pareceres da SEAE e SDE, o próprio conselheiro escreverá um relatório detalhado da operação, opinará a respeito e após, o relatório é levado a julgamento pelo conselho do CADE. Entregue a documentação, o CADE tem 60 dias para julgar o caso. O CADE recebe os pareceres da SEAE e do SDE, e em seguida, o Conselho decide aprovar ou não a operação.

O CADE analisa diversos pontos antes de aprovar ou reprovado a união de duas empresas, sendo o percentual de concentração do mercado que as duas empresas unidas terão o mais importante a ser verificado. Ao fim de todas as análises, existem três possibilidades de decisão: a operação pode ser aprovada, reprovada, ou aprovada com condições.

2.5 Análise das Demonstrações Financeiras (Contábeis)

As Demonstrações Financeiras (contábeis) constituem uma espécie de radiografia econômica-financeira da empresa, pois contém dados de relevância não só para os seus proprietários como também para todos aqueles que mantêm ou pretendem estabelecer uma relação de negócios com ela. Porém, essas peças contábeis (semelhante a uma radiografia) não revelam, à primeira vista, todas as suas indicações, requerendo, que o observador saiba onde e como buscar essas informações, daí a importância de uma análise dos dados disponíveis nas referidas demonstrações, notas explicativas e outros relatórios, como o Relatório da Administração.

As demonstrações financeiras, que também são conhecidas como demonstrações contábeis definidas pela legislação societária, a atual Lei das Sociedades por ações de número 11.638/07, que entrou em vigor em 01/01/2008, que modificou em parte, a Lei número 6.404/76 são: Balanço Patrimonial; Demonstrações do Resultado do Exercício; Demonstrações dos Lucros ou Prejuízos acumulados ou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração do Fluxo de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado (para companhias abertas) e são acompanhados das Notas Explicativas, Parecer da Auditoria e Relatório da Administração.

Vários índices (liquidez, endividamento, rentabilidade) podem ser calculados a partir dos dados das demonstrações financeiras e cada um deles serve a uma finalidade, assim a sua importância será sempre relativa, dependendo de quem utilizará a informação.

Os usuários mais importantes da análise de balanços de uma empresa são os fornecedores, clientes, intermediários financeiros, acionistas, concorrentes, governo e seus administradores (ASSAF NETO, 2010).

Iudícibus (1998) considera que a análise financeira e de balanços apresentam dificuldades e exigem maturidade por parte do contador gerencial, as quais devem ser entendidas dentro de suas possibilidades e limitações. Por um lado, aponta mais problemas que soluções, convenientemente manuseada pode transformar-se num poderoso “painel de controle” da administração, o que é reforçado por Assaf Neto (2010) que relata que o analista precisa conhecer detalhadamente não só a empresa mas também o seu mercado de atuação, pois quando a análise da empresa é feita considerando as características do setor de atividade, a mesma torna-se bem mais consistente, uma vez que serão analisados os potenciais atual e

futuro do mercado consumidor, o nível e o tamanho da concorrência, a dependência tecnológica, os fornecedores, a política de preços adotada para o setor, etc.

Silva *et al.* (2006) consideram a análise das demonstrações financeiras como uma importante ferramenta na busca de informações tanto passadas, como presentes e futuras das empresas, para a tomada de decisões. Com a utilização desta técnica, se transformam dados históricos e estáticos em informações que poderão propiciar correções de erros, avaliação de tendências e embasamento de tomada de decisões futuras.

Treuherz (1999, p. 25) evidencia que:

Muito ao contrário do que se imaginam as informações contidas nos demonstrativos financeiros, de períodos passados, fornecem pistas importantes. As tendências reveladas pela análise desses dados poderão modificar os caminhos que a empresa vem seguindo. A utilização dos ensinamentos proporcionados por essa análise dar-nos-á uma nova visão, abrindo caminho para planos de ação futura. Percebe-se facilmente a íntima relação que se estabelece entre a Análise das Demonstrações Financeiras e o Planejamento Financeiro.

Iudícibus (1998) observa que as análises de demonstrativos financeiros devem ser comparadas com pelo menos uma das alternativas a seguir enunciadas:

- Série histórica da mesma empresa;
- Padrões previamente estabelecidos pela administração da empresa;
- Quocientes das empresas pertencentes ao mesmo ramo de atividade, médias, modas, quartis de tais quocientes;
- Certos parâmetros de interesse regional, nacional ou internacional.

De acordo com Assaf Neto (2002, p. 55) a comparação que se processa na análise das demonstrações contábeis financeiras apresenta-se de duas formas:

- a. Temporal – envolvendo resultados de períodos anteriores. São estudados geralmente os três últimos exercícios sociais da empresa. O essencial da análise está em compreender-se a tendência apresentada pelos indicadores de desempenho, e não limitar a avaliação num resultado restrito a um único período.
- b. Interempresarial – relacionado o desempenho de uma empresa com o setor de atividade e o mercado em geral. Neste caso, normalmente são adotados índices-padrão do mercado, obtidos ou por publicações especializadas ou pela própria empresa.

Vale ressaltar ainda que, apesar da análise das demonstrações contábeis normalmente oferecerem informações úteis e valiosas com referência a situação de uma empresa, ela pode

apresentar problemas e limitações inerentes que necessitam cuidados e discernimento quanto ao seu uso.

2.5.1 Análise Horizontal e Vertical

Normalmente as análises das demonstrações financeiras começam com a análise denominada horizontal e vertical, cujo alvo principal a ser atingido é o de caracterizar tendências.

Desenvolve-se através da comparação de valores contidos nas demonstrações financeiras, podendo ser entre si, ou correlacionados a período passado, e tem o mérito de transformar dados estáticos em elementos dinâmicos apontando tendências e sugerindo ações (SILVA, et al., 2006).

A análise vertical é um processo comparativo, expresso em porcentagem que se aplica ao se relacionar uma conta ou grupo de contas com um valor afim ou relacionável, identificado no mesmo demonstrativo (ASSAF NETO, 2010).

Tabela 4 – Análise Vertical (Base: exercício anterior)

Ativo/Passivo	31/12/x1	AV	31/12/x2	AV	31/12/x3	AV
	(\$)	%	(\$)	%	(\$)	%
Ativo Circulante	100.000	17,8	110.000	16,1	95.000,0	13
Não Circulante:						
Realizável a longo Prazo	160.000	28,6	184.000	26,9	192.000,0	26,2
Ativo Permanente	300.000	53,6	390.000	57	445.000,0	60,8
Total	560.000	100,00	684.000	100	732.000,0	100
Passivo Circulante	70.000	12,5	90.300	13,2	106.400,0	14,5
Exigível a Longo Prazo	150.000	26,8	200.000	29,2	235.000,0	32,1
Patrimônio Líquido	340.000	60,7	393.700	57,6	390.600,0	53,4

Fonte: Assaf Neto, (2010, p.101)

Como demonstrado na tabela 4, os investimentos de curto prazo sofreram pequenas reduções no período, passando de 17,8% em x1 para 13% em x3. Em contrapartida, as dívidas de curto prazo apresentaram uma participação maior ao longo dos períodos. Essa situação produziu uma redução na liquidez da companhia.

Na análise horizontal o que se faz é a comparação entre os valores de uma mesma conta ou grupo de contas, em diferentes exercícios sociais, é basicamente um processo de análise temporal, desenvolvido por meio de números índices (ASSAF NETO,2010).

Tabela 5 – Análise horizontal – Números Índices

Base: x1

anos	x1		x2		x3		x4	
	R\$	AH	R\$	AH	R\$	AH	R\$	AH
Vendas	104.899	100,00	100.434	95,70	103.044	98,20	113.925	108,60
Lucro líquido	31.777	100,00	23.896	75,20	49.150	154,70	53.658	168,90

Fonte: Assaf Neto (2010, p.95)

Pela tabela 5, observa-se que as vendas de X2 diminuíram em 4,3% em relação aos valores apurados em X1. No exercício de X4, entretanto, observou-se um crescimento de 8,6% nas vendas, ou seja, estão 1,086 vez maiores que as obtidas em X1.

De acordo com Iudícibus (1998, p. 72), “uma vez que os balanços e demonstrações de resultados estejam expressos em moeda de poder aquisitivo da mesma data, a análise horizontal assume certa significância e pode acusar imediatamente áreas de maior interesse para investigação”.

Conforme Assaf Neto (2006, p. 105), “a análise vertical é um processo comparativo, sendo desenvolvida por meio de comparações relativas entre valores afins ou relacionáveis identificados numa mesma demonstração contábil”. A análise vertical ajuda a esclarecer transformações ocorridas no desempenho operacional da empresa refletido em seus relatórios econômicos e financeiros.

A análise vertical permite, mais efetivamente, que se conheçam todas as alterações ocorridas na estrutura dos relatórios analisados, se complementado com isso, as conclusões obtidas pela análise horizontal.

Por trabalhar com valores relativos, ou seja, considerar percentualmente as proporções existentes entre as várias contas, a análise vertical dispensa qualquer processo de indexação dos valores considerados e produz as mesmas interpretações quer se trabalhe em bases nominais, quer em bases reais.

Segundo Iudícibus (1998, p.75), “este tipo de análise é importante para denotar estrutura de composição de itens e sua evolução no tempo. E também, verifica-se, que a análise vertical, bem como a horizontal, permite-nos, suscitar indagações”. Portanto, representa ponto de partida para esclarecimentos futuros a maior parte das quais somente será totalmente respondida num estágio mais avançado de análise.

2.5.2 Análise através de Índices Econômicos e Financeiros

A técnica mais comumente empregada de análise baseia-se na apuração dos índices econômico-financeiros, que são extraídos basicamente das demonstrações financeiras elaboradas e divulgadas pelas empresas. Para melhor compreensão do significado dos indicadores econômicos financeiros, assim como visando estabelecer melhor metodologia de avaliação dos diversos aspectos de desempenho da empresa, dividem-se os índices em grupos homogêneos de análise, pois de acordo com Vasconcelos et al (2005) desempenho é um conceito relativo e depende do critério de comparação, já que uma empresa pode apresentar desempenho satisfatório em relação a uma variável e insatisfatório em relação a outro parâmetro, nestes casos, faz-se necessário visualizar os indicadores em seu conjunto uma vez que a organização dos indicadores facilita a utilização das medidas de forma objetiva, ou seja, alinhada às necessidades informacionais.

A apuração desses índices e comparando-os com valores passados, ou mesmo, com empresas do mesmo setor, possibilita obter tendências e informações de grande importância para os gestores da organização, possibilitando antever o futuro econômico financeiro da empresa.

Para Marques (2004) os indicadores podem ser divididos em quatro categorias: a) Liquidez e solvência, que evidenciam a situação financeira da empresa frente a seus diversos compromissos financeiros; b) estrutura e endividamento, que analisa a composição das fontes de financiamento; c) ciclo operacional, que permitem que seja analisado o desempenho operacional da empresa e suas necessidades de investimento em giro e d) rentabilidade, que relaciona os resultados da empresa com o ativo, com o patrimônio líquido, vendas líquidas, etc.

2.5.2.1 Indicadores de Liquidez

O estudo de indicadores de liquidez visam conhecer a capacidade de pagamento de uma entidade, isto é, sua dependência financeira de cobrir no vencimento todos seus compromissos passivos assumidos. Revela, ainda, o equilíbrio financeiro e sua necessidade de investimento em capital de giro (ASSAF NETO, 2010).

Segundo Weston e Brigham (2000, p. 50), “um ativo líquido é aquele que pode ser facilmente convertido em caixa a um justo valor de mercado”. A liquidez tem como finalidade assegurar que a empresa será capaz de arcar com suas obrigações perante seu público. Os indicadores representam a posição da empresa em determinado momento o qual é alterado continuamente em função da dinâmica empresarial das organizações.

Os principais indicadores de liquidez utilizados, pesquisados e disponíveis na literatura são:

- Liquidez imediata: segundo Assaf Neto (2006, p. 113), “representa a relação, o quociente, entre o disponível e o passivo circulante”, ou seja: Disponível/Passivo Circulante.

Significa a capacidade, que a empresa tem para saldar seus passivos de curto prazo. Dentre os índices de liquidez é o menos importante.

- Liquidez seca: representa a relação entre os itens do ativo circulante de maior liquidez possível para saldar as obrigações registradas no passivo circulante, ou seja: Disponível + Créditos/Passivo Circulante. Demonstra a porcentagem das dívidas a curto prazo em condições de serem salgadas mediante a utilização de itens monetários de maior liquidez do ativo circulante.

Desta forma os ativos de realização mais demorada como os estoques serão excluídos desta relação e também despesas pagas antecipadamente, pois não representam valores a receber, e sim benefícios futuros a serem recebidos em função de desembolsos previamente efetuados.

- Liquidez corrente: refere-se à relação existente entre o ativo circulante e o passivo circulante, ou seja: Ativo Circulante/Passivo Circulante. A liquidez corrente indica o quanto existe de ativo circulante para 1 de dívida a curto prazo. Quanto maior a liquidez corrente, mais alta se apresenta a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro.

- Liquidez geral: representa a relação entre o ativo circulante mais o realizável a longo prazo em relação ao passivo circulante e o exigível a longo prazo. Este indicador revela a liquidez, tanto a curto prazo como a longo prazo.

Este indicador representa a saúde financeira no longo prazo. Esta análise pode revelar-se prejudicada caso haja um grande desequilíbrio entre os itens componentes do longo prazo registrados no ativo e passivo. De qualquer forma estes índices devem ser interpretados conjuntamente, acompanhando sua evolução. De posse destes índices e demais indicadores torna-se possível construir um painel, o qual indicará as tendências e de que forma as operações da empresa refletir-se-ão na sua posição econômico-financeira.

2.5.2.2 Estrutura de capital

Para *Brealey et Myers* (1998, p. 447):

O recurso básico de qualquer empresa é a corrente de fluxos de tesouraria produzidos pelos seus ativos. Quando a empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos esses fluxos de tesouraria pertencem aos acionistas. Quando emite dívida e ações, a empresa compromete-se a dividir os fluxos de tesouraria em duas partes: uma, relativamente, segura, que se destina aos detentores da dívida, e outra, com maior risco, que se destina aos detentores das ações. A composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresas é conhecida como estrutura de capital.

Segundo Assaf Neto (2006, p. 407), “a estrutura de capital de uma empresa refere-se à composição de suas fontes de financiamento a longo prazo, oriundas de capital de terceiros (exigível) e de capitais próprios (Patrimônio Líquido)”, e é atribuído maior destaque aos fundos de longo prazo, por admitir que os recursos do passivo circulante visem primeiro suprir as necessidades financeiras sazonais das empresas, e não financiarem a demanda por recursos permanentes. Em verdade, o critério de financiamento do ativo total da empresa é o sugerido pela abordagem do equilíbrio financeiro, onde recursos de longo prazo financiam necessidades também de longo prazo, e fontes de curto prazo lastreiam aplicações de mesma maturidade.

Segundo Weston e Brigham, (2000, p. 659), “a utilização de mais dívida eleva o fator risco da corrente de ganhos da empresa”. Porém, um índice mais alto de endividamento geralmente leva a uma taxa de retorno esperada mais alta.

O risco mais alto associado a dívida maior tende a reduzir o preço das ações, mas a taxa de retorno esperada mais alta eleva esse preço.

Assim segundo Weston e Brigham, (2000, p. 659), “Portanto a melhor estrutura de capital é aquela que faz com que haja um equilíbrio entre risco e retorno para maximizar o preço das ações”.

Os índices de estrutura de capital evidenciam as grandes decisões financeiras, em termos de obtenção e aplicação de recursos.

Um dos índices sugeridos por Matarazzo (1998, p. 157) é:

- Participação do capital de terceiros (endividamento).

Este índice relaciona as duas grandes fontes de recursos da empresa, ou seja, os capitais próprios e capitais de terceiros. É um indicador de risco ou dependência de terceiros, por parte da empresa. Também pode ser chamado índice de grau de endividamento.

Do ponto de vista estritamente financeiro, quanto maior as relações Capitais de Terceiros e Patrimônio Líquido menor a liberdade de decisões financeiras da empresa ou maior a dependência a esses terceiros. É desse ângulo que se interpreta o índice de capital de terceiros. Do ponto de vista de obtenção de lucro, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, se a remuneração paga a esses capitais for menor que o lucro conseguido com a sua aplicação nos negócios. É obtido pelo quociente de capitais de terceiros pelo patrimônio líquido multiplicado por 100.

- Alavancagem Financeira:

De acordo com Ross, et al. (1995) este índice indica em que medida uma empresa utiliza capital de terceiros, como uma empresa com dívidas precisa fazer os pagamentos de juros independentemente de seu faturamento, ou seja, a alavancagem financeira diz respeito aos custos fixos de financiamento de uma empresa.

O grau de alavancagem financeira é o diferencial entre o retorno e o custo dos recursos emprestados de terceiros. Seu cálculo é obtido pela relação entre a taxa de retorno do capital próprio e do investimento. Sempre que a GAF for maior que 1, denota que o capital de terceiros está influenciando positivamente o retorno do capital próprio da empresa, em razão do aumento do lucro líquido em relação ao patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2010).

2.5.2.3 Indicadores de Rentabilidade

Procuram relacionar o resultado da empresa, correlacionando-o com o ativo, patrimônio líquido, ou vendas líquidas etc. Permitem aferir o desempenho da organização.

Iudícibus (1998, p. 88) afirma:

“De maneira geral, portanto, devemos relacionar o lucro de um empreendimento com algum valor que expresse a dimensão relativa ao mesmo, para analisar quão bem se saiu a empresa em determinado período, o melhor conceito de dimensão poderá ser ora o volume de vendas, ora o valor do ativo total, ora o valor do ativo operacional, ora o valor do patrimônio Líquido, ora o valor do capital social etc., todos tem suas vantagens e desvantagens”.

No que se referem aos lucros por sua vez, muitas variantes podem ser adotadas: operacional e líquido, antes ou após o imposto de renda.

Matarazzo (2003, p. 152) sugere a adoção dos índices:

- **Margem Líquida:** este índice mostra quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação as vendas líquidas totais. É obtido pelo quociente do lucro líquido pelas vendas líquidas. Indica quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 vendidos.

- **Rentabilidade do Ativo:** este índice mostra o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao ativo. É uma medida do potencial de geração de lucro da parte da empresa. Não é exatamente uma medida da rentabilidade de capital, e sim uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. É ainda uma medida do desempenho comparativo ano a ano. É obtido através do quociente do lucro líquido ajustado pelo ativo total da empresa multiplicado por 100. Indica: quanto à empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 de investimento total em seus ativos.

- **Rentabilidade do Patrimônio Líquido:**

Para Matarazzo (2003, p. 180), “a verificação pura e simples do lucro líquido não é esclarecedora. É preciso comparar este valor com o capital próprio investido”, que é obtido através do quociente do lucro líquido pelo patrimônio líquido médio, multiplicado por 100. Indica; quanto à empresa obteve de lucro para cada R\$ 100 de capital próprio investido.

Para Assaf Neto (2003) o índice do Retorno sobre o Patrimônio Líquido, representa a taxa de rentabilidade auferida pelo capital próprio da empresa, sendo dimensionado pela

relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido médio, excluído o lucro líquido do próprio exercício.

O patrimônio líquido médio representa a soma aritmética do patrimônio líquido no início do exercício e no final do exercício.

O papel do índice de rentabilidade do patrimônio líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do capital próprio. Essa taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos de mercado, como caderneta de poupança, CDBs, letras de câmbio, ações, alugueis, fundos de investimentos etc., com isso se pode avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior às demais opções de investimento.

2.5.3 EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*)- Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização

É um indicador financeiro que equivale ao fluxo operacional de caixa. Este índice é de grande importância na análise financeira por medir a capacidade da empresa em remunerar seus acionistas e os financiadores externos.

Calcula-se o EBITDA (Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização), subtraindo do lucro Bruto as Despesas Gerais, Administrativas e Vendas. Este resultado é chamado de EBIT, e somando-se a esse valor, a depreciação, teremos o EBITDA. Segundo Costeira (2005) o EBITDA é muito valorizado pelos analistas do mercado de capitais na avaliação de uma empresa porque demonstra o desempenho da empresa levando em conta somente os ganhos gerados por sua atividade principal, não contabilizando os pagamentos de juros de empréstimos, a depreciação de equipamentos e instalações, o pagamento do imposto de renda e a amortização do diferido, o que limita a sua utilização conforme exposto por pesquisadores.

De acordo com Assaf Neto (2010) essa medida financeira não representa o volume monetário efetivo de caixa, sendo interpretada de forma melhor como um indicador do potencial de geração de caixa proveniente de ativos operacionais. Ainda, de acordo com Assaf Neto (2010) o EBITDA revela, a genuína capacidade operacional de geração de caixa de uma empresa, ou seja, sua eficiência financeira determinada pelas estratégias operacionais adotadas. Quanto maior o índice, mais eficiente se apresenta a formação de potencial de caixa proveniente das operações (ativos) e melhor ainda, a capacidade de pagamento aos proprietários de capital e investimentos demonstrada pela empresa.

A decisão de engajar em um processo de Combinação de Negócios se insere no *rol* das decisões de investimento, dentro de uma perspectiva de expansão, diversificação ou crescimento de negócios, neste sentido, conforme Santos et al (2008) através da análise do EBITDA ou LAJIDA (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) por segmento e do indicador de eficiência administrativa é possível verificar se esses movimentos geraram sinergia.

2.5.4 Demonstração do Valor Adicionado (DVA)

A contabilidade também tem a obrigação de demonstrar as relações da empresa com a sociedade, e conforme Brochado e Yoshitake (2004) o mundo globalizado requer que a contabilidade evolua no sentido de prestar informações atualizadas sobre os reflexos das mutações patrimoniais no ambiente social. Atendendo a esta necessidade, surgiu então a figura do Balanço Social que, conforme Tinoco (1984) tem por ambição descrever uma certa realidade econômica e social de uma entidade, e com isso, as relações entre o fator capital e o fator trabalho podem ser melhor regulados e harmonizados, e complementando, Tinoco (2001) define o Balanço Social como um instrumento de gestão e de informação que visa evidenciar, de forma mais transparente possível, informações econômicas e sociais, do desempenho das entidades, aos mais diferenciados usuários, entre estes os funcionários.

A Demonstração do Valor Adicionado (DVA), que é uma das peças que compõem o Balanço Social é definido por De Luca (1998) como um conjunto de informações de natureza econômica, que é um relatório contábil que visa demonstrar o valor da riqueza gerada pela empresa e a distribuição para os elementos que contribuíram para sua geração. Essa demonstração, segundo Tinoco (2001) evidencia de forma transparente esse valor gerado e sua repartição aos segmentos beneficiários, que são: o pessoal, o estado, os acionistas e os financiadores externos, não pode nem deve ser confundida com a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), que, conforme relatam Tinoco et al (2009), apesar da DVA ser elaborada a partir dos dados retirados da Demonstração de Resultados, explicita a riqueza gerada pela empresa e como esta riqueza foi distribuída entre os diversos setores que contribuíram direta ou indiretamente, para sua geração, enquanto a DRE tem suas informações voltadas, principalmente, para os investidores (de uma maneira geral e dentre eles os proprietários) e o governo, ou seja, visa informar os usuários interessados no lucro líquido.

A Demonstração do valor Adicionado (DVA), tem como principais objetivos a apresentação do valor da riqueza gerada pela entidade e a forma de distribuí-la (SANTOS, 1999) o que é detalhado por Tinoco (1984) que denomina valor adicionado como a diferença entre o valor bruto da produção e os consumos intermediários em determinada etapa dessa produção e complementa que “ a elaboração e a divulgação da mesma em muito enriqueceria a informação contábil e social, sendo de importância vital para todos que se dedicam à atividade de analisar demonstrações contábeis/financeiras das organizações”.

Conforme Assaf Neto (2010) a DVA é a demonstração da receita deduzida dos custos dos recursos adquiridos de terceiros. Representa o quanto a entidade contribuiu para a formação do Produto Interno Bruto (PIB) do país. De maneira geral, a DVA demonstra ao usuário o quanto cada empresa criou de riqueza e como distribuiu aos agentes econômicos que ajudaram a criar essa riqueza.

No Brasil a Demonstração do Valor Adicionado só passou a ser obrigatória em 2007, através da Lei Federal número 11.638/2007 que alterou a Lei 6.404/76 e apenas para as companhias abertas.

2.6 Governança Corporativa

De acordo com Winckler e Tinoco (2004) em tempos de globalização econômica, um dos grandes desafios da moderna empresa é manter sua imagem em alto valor, e que o estudo da Governança Corporativa rege-se fundamentalmente por uma série de bons princípios, especialmente aquele relativo à: transparência, equidade, prestação de contas, cumprimento das leis e, sobretudo, ética na condução dos negócios empresariais.

Entenda-se por governança corporativa como: *“conjunto de práticas e processos formais de supervisão da gestão executiva de uma empresa que visa resguardar os interesses entre os acionistas e os demais afetados pelo valor da empresa”* (HUNDZINK, 2005).

Várias definições de governança corporativa são encontradas na literatura, entre elas destaca-se o conceito apresentado na terceira versão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004, p. 6):

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho

Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Winckler e Tinoco (2004) aduzem ao conceito exposto pelo IBGC, que a governança corporativa incorpora as relações de gestão entre os acionistas (*shareholders*) e demais parceiros sociais (*stakeholders*): clientes, colaboradores, financiadores, fornecedores, ambientalistas e as comunidades entre outras partes interessadas.

Hundzink (2005) observa também que na revisão de 2004 do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, estão relacionados os seguintes princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Cabe, então, destacar a inclusão da responsabilidade corporativa entre os princípios como: "uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua" (IBGC, 2004, p. 10).

Segundo Bedicks (2004, p. 5):

A empresa alinhada com as modernas práticas de Governança Corporativa está comprometida com a sustentabilidade, um conceito que abrange a parte financeira/organizacional; a parte ambiental (responsabilidade com o uso dos recursos naturais) e a parte social, entendida não em uma ótica assistencialista, mas sim como um efetivo engajamento da empresa através de seus recursos junto à comunidade à qual está integrada.

Outra forma de definir governança corporativa pode ser verificada na conceituação de Percy (1999, p. 223) que a considera comportamental por natureza e a define como:

Um sistema de controles e comparações utilizado por acionistas e Conselhos de Administração para regular o comportamento da administração; para assegurar integridade, confiabilidade e clareza; para salvaguardar ativos da empresa e o uso de seus recursos para uso das empresas; para criação de riquezas para os acionistas e um meio ambiente ordenado para salvaguardar e servir as necessidades de outros participantes da empresa, como empregados, credores e o interesse público.

De acordo com Silva (2006), a governança corporativa facilita o acesso ao capital através da proteção de investidores, credores e colaboradores e os tipos de governança praticados em cada país são influenciados pelo perfil cultural, econômico, histórico e institucional, podendo agrupá-los em dois grandes grupos:

a) Foco mais abrangente, não só no acionista, mas também procurando proteger as partes interessadas no desenvolvimento da empresa;

b) Foco no acionista e nos agentes que são mais ligados à operação da companhia, tais como, administradores, conselhos fiscais, diretoria, etc.

A governança corporativa representa um amplo tema de pesquisa para as áreas de contabilidade, administração, economia, direito e outras em virtude da grande transformação ocorrida no ambiente empresarial nas últimas décadas. Na área contábil, o assunto ganhou destaque nos últimos anos com a descoberta de fraudes em grandes corporações como as norte-americanas Enron e WorldCom, da italiana Parmalat e, das brasileiras Banco Nacional, Casa Anglo Brasileira S/A, Mesbla e recentemente o Banco Santos S/A (WINCKLER e TINOCO, 2004 ; HUNDZINSKI, 2005).

2.7 Resultado da Transação

2.7.1 Fracasso

O número de fracassos divulgados em Fusões e Aquisições é tão elevado que até mesmo altos executivos sem qualquer experiência em matéria de combinação de negócios conhecem os tipos de erros que caracterizam os desastres desta área (FUBINI et al, 2008), o que é constatado por Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) que relatam alguns dos problemas que a empresa adquirente pode encontrar para alcançar o sucesso:

- Dificuldade de integração – por serem duas empresas com culturas e sistemas distintos;
- Avaliação inadequada do alvo – não foi realizado um estudo completo da empresa adquirida;
- Dívidas grandes ou extraordinárias – obtidas por meio de aquisições;
- Inabilidade para obter sinergia - ou seja, as empresas juntas teriam que produzir resultados superiores à produção das duas de forma individual;
- Demasiada diversificação – com a aquisição, a empresa passa a trabalhar com um mix de produtos não relacionado, podendo ter um resultado inferior às empresas que trabalham com a diversificação relacionada;
- Gerentes abertamente focalizados em aquisições- podem não perceber outros tipos de estratégias mais adequadas para as circunstâncias da empresa;

- Demasiadamente grande – a empresa de porte maior pode trazer muitos ganhos, desde que a empresa adquirida não seja demasiadamente grande;

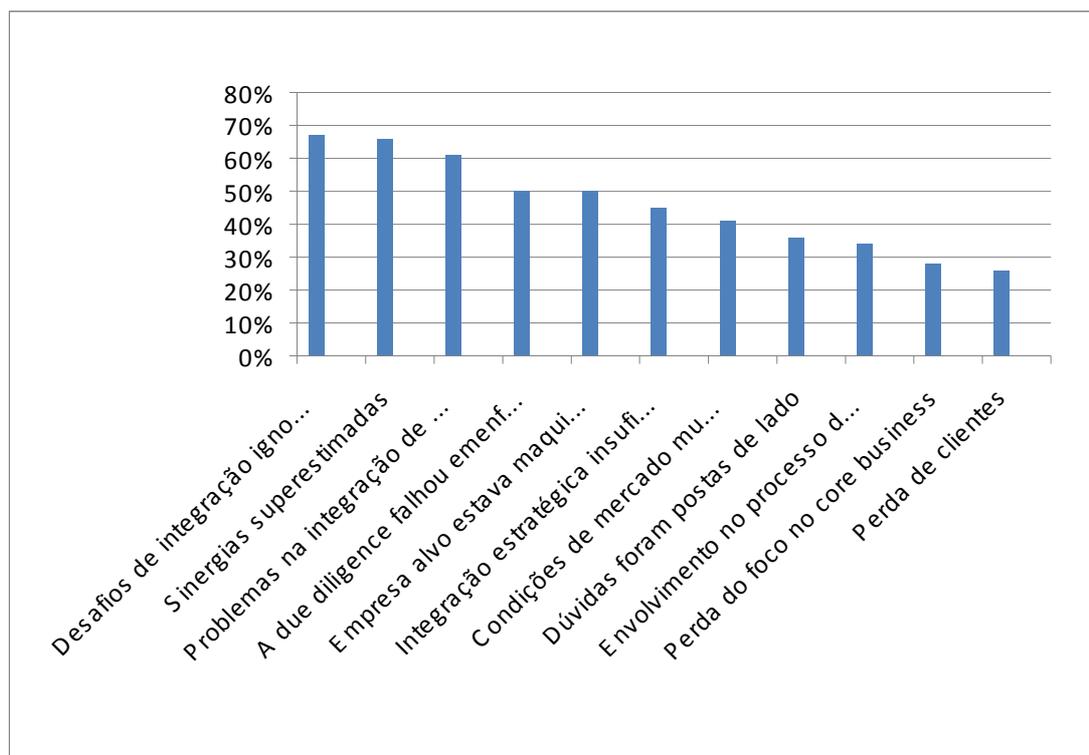
De acordo com Copeland et al (2002) a maioria das aquisições apresenta maus resultados porque os adquirentes pagaram demais por elas, uma situação em que a recuperação é difícil, já que ocorre no início do processo, outro motivo importante é uma má administração após a aquisição. Ainda, segundo Copeland, et al (2002, p. 119) existem quatro motivos que levam as empresas a pagarem demais:

- Avaliação excessivamente otimista do potencial de mercado;
- Superestimativa das sinergias;
- Erros de *due diligence*;
- Lances elevados demais;

Admitindo-se que o preço pago permita que o adquirente crie valor a partir de uma transação, ainda haverá mais um obstáculo a ser superado: a implementação que, de acordo com Copeland, et al (2002, p.121) a má implementação pode arruinar a melhor das estratégias, e que a execução de uma estratégia sólida é muito dificultada pela complexa tarefa de integração de duas organizações diferentes.

As causas frequentes que justificam o fracasso nas operações de fusões e aquisições, de acordo com Harding e Rovit (2005) são falhas no processo de *due diligence*, na superestimação de sinergias, a empresa-alvo havia sido maquiada para a venda, conforme figura 1.

Figura 1- Causas Fundamentais de decepções e dificuldades com transações



Fonte: Harding e Rovit (2005, pag. 83)

Outros pesquisadores, como Copeland, et al (2002) explicitaram que a não integração pode ser tão dispendiosa quanto a má integração e a figura 2 mostra um padrão típico de perdas em programas de fusão que não foram bem sucedidas e que, infelizmente este espiral é muito comum.

Figura 2: Padrão típico de perdas em aquisição



As candidatas são avaliadas com base no crescimento e no retorno do setor e da empresa;

Uma ou duas candidatas são rejeitadas com base em análise objetiva de DFC (Fluxo de Caixa Descontado);

Surge frustração, aumenta a pressão para concluir o negócio; A análise DCF é maculada por expectativas pouco realistas de sinergia;

O negócio é fechado com um ágio elevado;

Os fatos posteriores à aquisição provam que as sinergias esperadas eram ilusórias e o retorno da empresa cai, e, com ele, o preço por ação;

Fonte: Copeland, et al (2002, pag. 122) .

Conforme Beaton (2006) do ponto de vista concorrencial, em sua grande maioria, as fusões e aquisições são benignas, no entanto algumas podem gerar preocupações concorrenciais, podendo ser motivadas em todo ou em parte pelo anseio das firmas em exercer poder de mercado, basicamente a partir de três formas:

- a) Exercício Coordenado de Poder de Mercado – a redução do número de competidores após a fusão pode facilitar a colisão tácita entre rivais ou permitir a prática de preços mais elevados que áqueles observado no ambiente competitivo decorrente de uma conduta paralela;
- b) Exercício Unilateral de Poder de Mercado – uma fusão pode permitir que as duas partes, que ofertam produtos substitutivos pela lógica da demanda, possam coordenar suas estratégias, reduzindo o impedimento competitivo previamente existente exercido por cada ofertante em relação ao outro, podendo levar a níveis maiores de preços, ainda que os demais ofertantes nesse mesmo mercado alterem suas estratégias;
- c) Efeitos Anticompetitivos Exclusionários – uma fusão pode permitir que as firmas obtenham poder de mercado através do fechamento do mercado pela criação de dificuldades de acesso (por seus rivais) aos insumos essenciais à produção de um dado produto ou à cadeia de distribuição.

2.7.2 Sucesso

De acordo com Copeland, et al (2002, p. 122 a 128) existem cinco etapas para que uma fusão/aquisição tenha uma trajetória bem sucedida e automaticamente com a possibilidade de sucesso, que começa com um estágio pré-aquisitivo que envolve uma auto-análise da própria empresa e seus setores e termina com uma integração cuidadosamente planejada após a aquisição, executada o mais rápido possível para capturar o ágio pago na transação.

“Etapa 1 – Fazer a lição de casa: avaliar e compreender a estrutura de seu setor e os agentes que nele operam, obtendo uma visão clara da abordagem agregadora de valor que melhor funcionará, considerando:

- a) Reforços ou alavancagens, seja por meio de obtenção de acesso a novos clientes ou segmentos de clientela e a produtos ou serviços melhores ou complementares;
- b) Capitalizar economias funcionais de escala para reduzir custos;
- c) Beneficiar-se de transferências de tecnologia ou habilidades, pois se estas habilidades puderem ser aplicada a maiores volumes de negócios ou de oportunidades, poderão tornar-se uma fonte real de valor;

Etapa 2 - Identificação e Seleção de Candidatas: a melhor abordagem é o desenvolvimento de uma base de dados e de um conjunto de arquivos sobre todas as candidatas em potencial em suas áreas de interesse. O produto final deste estágio deverá ser um conjunto de candidatas que dispunham de atividades sólidas; que ofereçam o potencial para sinergias em receitas e custos; que sejam culturalmente adequadas, para que possam ser integradas com um mínimo de distúrbios, pelos quais se possam pagar, e que estejam disponíveis para compra;

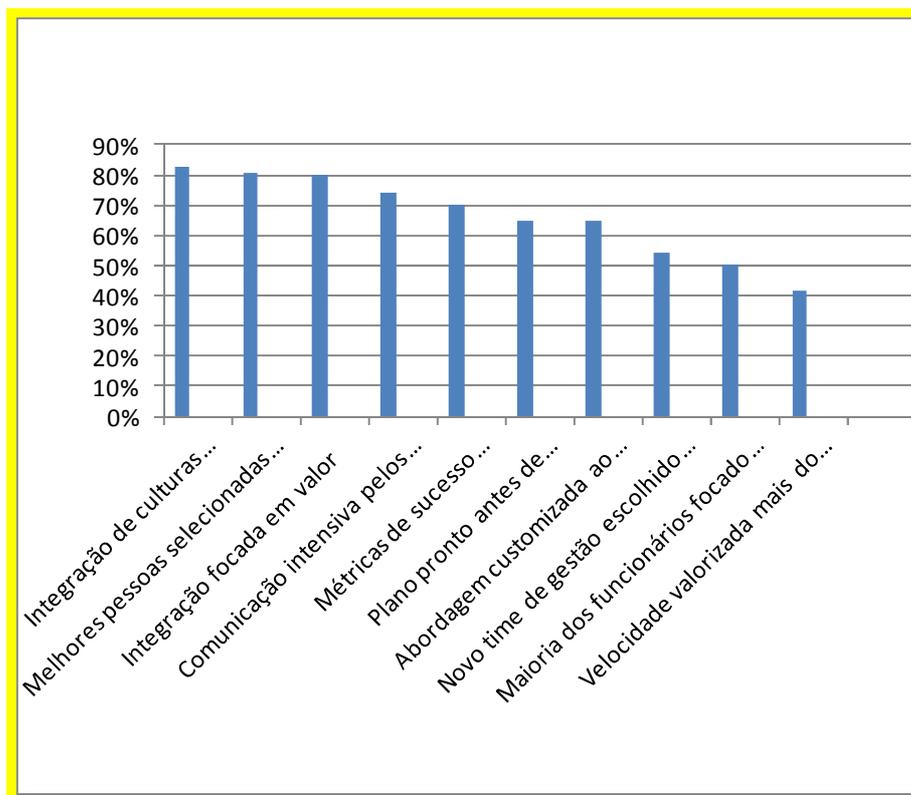
Etapa 3- Avaliação aprofundada de candidatas de alto potencial: Será necessário um plano que renda mais do que o preço de compra, ai incluindo o ágio que terá de pagar para concluir a transação. O ponto de partida inicial é uma compreensão clara do valor que a empresa teria se você fosse dono dela. O valor por si só deve ser visto de diferentes perspectivas e as sinergias devem ser classificadas e quantificadas sempre que possível.

Etapa 4 – Contato, Corte e Negociação: O objetivo de uma processo de cortejamento se divide em três: aprender mais sobre se há, realmente, um bom encaixe entre as empresas; convencer os vendedores a vender e, convencê-los a vender para *você*.

Etapa 5 – Gerenciamento da Integração Pós-Fusão: Definição do novo modelo de negócios; solução de incertezas e conflitos e reação a pressões externas”.

Conforme Harding e Rovit (2005) a integração pós fusão é complexa, mas a chance de aumentar as chances de sucesso na transação é entender o que determina uma integração bem sucedida (figura 3) e que os esforços de integração devem ser “extremamente focados onde está o valor da fusão”.

Figura 3 – Porque integrações dão certo.



Fonte: Harding e Rovit (2005, p.120)

De acordo com Beaton (2006), os efeitos benéficos de uma fusão e aquisição podem ser qualificados em quatro tipos de eficiências:

- eficiência alocativa: que ocorre quando existe a combinação ótima de quantidades e preços que maximizam o bem-estar social;
- eficiência produtiva: se dá quando todos os bens são produzidos ao menor custo médio existente, sendo possível dividi-la em economias de escala (são obtidas quando a empresa está operando na escala ótima, economias de escopo (são obtidas quando torna-se mais barato produzir dois bens conjuntamente que separadamente e sinergias (àquelas eficiências produtivas que somente podem ser obtidas por intermédio da ocorrência de uma fusão ou aquisição).
- eficiência dinâmica: está relacionada com os efeitos da competição atual e potencial sobre os custos e sobre a qualidade de produto ao longo do tempo.
- eficiência transacional: ocorre quando uma firma é capaz de reduzir os custos de transações via realização de negócios, contratos e formas organizacionais.

Conforme (Fubini, et al, 2008, p. 15) uma fusão saudável representa uma enorme contribuição para a saúde corporativa da companhia sobrevivente em múltiplas dimensões,

como desempenho operacional e financeiro, capacidades de negócios e técnicas, a força das relações com o público-alvo, a cultura corporativa, o ritmo e o foco do aprendizado e a capacidade da companhia de renovar e aperfeiçoar sua estratégia.

2.8 SINERGIA

Quando o assunto é fusão ou aquisição, uma das palavras mais citadas é sinergia, que na sua equação mais simples diz que a nova combinação é maior que a soma das duas partes, ou seja, $1+1=3$, mas de acordo com Key (1992) essa definição é muito simplista e até enganosa, pois sinergia é a capacidade de um adquirente usar suas forças relevantes para melhorar o desempenho da empresa adquirida, ou tomar uma das forças da empresa adquirida para compensar uma fraqueza da sua empresa, pois duas fraquezas ou duas forças combinadas não produzem sinergia.

A sinergia resultante de uma aquisição é definida como sendo a diferença entre o valor da empresa combinada e o valor das duas empresas como entidades separadas. Os acionistas da empresa adquirente sairão ganhando se a sinergia produzida pela fusão for maior do que o ágio pago, que é a diferença positiva entre o custo de aquisição e o valor de sua participação no patrimônio líquido, conforme o artigo 385 do RIR/1999 (Regulamento do Imposto de Renda). De acordo com Martelanc (2010, p. 80) o ágio nas transações de Fusões e Aquisições pode ocorrer pelos seguintes fatores:

- a) Apresentação de oferta superior à dos possíveis concorrentes pela empresa desejada;
- b) Imposição de barreiras à entrada de outros concorrentes no mercado de atuação da empresa e remoção de um concorrente atual;
- c) Necessidade de convencer o vendedor a fazer o negócio;
- d) Importância estratégica da empresa-alvo para a empresa adquirente;
- e) Obtenção de alguma vantagem competitiva sustentável no longo prazo;
- f) Compensação dos proprietários e dos gerentes em virtude da ameaça à segurança;
- g) Entrada em um mercado ou setor estratégico para a empresa;
- h) Conquista ou manutenção da liderança do mercado;

Algumas operações de fusão ou aquisição geram um aumento na margem de lucro na empresa resultante, proporcionado pela redução relativa de custos e/ou despesas em razão da maior eficiência operacional das duas empresas unidas. Segundo Martelanc et al(2010) os fatos geradores desse incremento são denominados sinergia.

Conforme Ross et al (1995) há quatro categorias básicas possíveis de fontes de sinergia:

Aumento de receitas: Uma razão importante para a realização de aquisições é a possibilidade de que a empresa combinada venha a gerar receitas maiores do que a soma das receitas das duas empresas separadas.

Redução de custos: Uma das razões fundamentais para que haja uma fusão é a de que uma empresa combinada pode operar mais eficientemente do que duas empresas separadas.

Redução de impostos: Os ganhos fiscais podem ser um incentivo muito forte para algumas aquisições. Os ganhos fiscais possíveis em uma aquisição são os seguintes: o uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, o uso de capacidade ociosa de endividamento, o uso de fundos excedentes.

Diminuição do Custo de Capital: O custo de capital pode, muitas vezes, ser reduzido quando duas empresas se fundem porque os custos de emissão de títulos estão sujeitos a economias de escalas.

De acordo com Silva et al (2006) a permanente busca de redução dos custos empresariais tem encontrado alternativas eficazes no planejamento tributário, tendo em vista a elevada carga tributária do país.

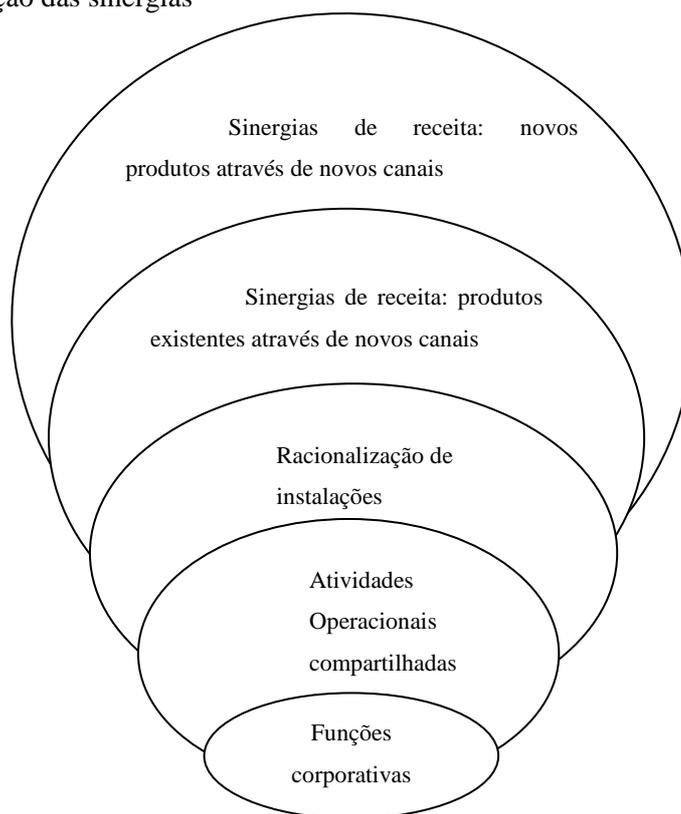
Acredita-se que as empresas se utilizam dessa ferramenta visando à compensação de prejuízos fiscais e, principalmente, à substituição das operações de aquisição de participação societária pelos institutos de incorporação e cisão, o que resulta na não incidência de tributação, a qual, em ocorrendo a operação, seria de 15% (Imposto de Renda) sobre o ganho de capital obtido com a venda. Uma situação de aquisição de uma grande empresa pode envolver uma exorbitante quantia financeira, o que poderia conseqüentemente resultar numa alta tributação, a qual obviamente as empresas buscam evitar (SILVA et al, 2006).

Conforme Copeland et al (2002, p. 126) o tratamento fiscal de uma combinação de negócios pode ser extremamente importante para seu aspecto econômico, entretanto o campo está em constante mudança e é complexo e específico para cada jurisdição nacional e para as circunstâncias de cada empresa.

Segundo Martelanc et al (2010, p. 245) a sinergia pode ser de natureza comercial, operacional ou administrativa e surge quando duas empresas conseguem partilhar um mesmo tipo de insumo gastando um valor inferior ao que gastavam antes da união. A sinergia é mais forte em transações que resultam na união operacional de duas ou mais empresas do mesmo segmento, pois quanto maior a semelhança entre as operações, maior a sinergia.

Conforme Harding e Rovit (2005) sinergias positivas são os que as pessoas querem dizer quando um mais um soma três, ou mais, e sinergias positivas são ilustradas (figura 4) como um grupo de círculos concêntricos, onde as sinergias no círculo central geralmente advêm de combinações pós-fusão de funções duplicadas, que não atendem diretamente o cliente, como jurídico, tesouraria, recursos humanos e similares e que as sinergias negativas são exatamente o que soa, quando um mais um soma menos do que dois, sendo que a maioria das transações envolve pelo menos algumas sinergias negativas.

Figura 4: Avaliação das sinergias



Fonte: Harding e Rovit (2005, p. 104)

2.9 Avaliação de Empresas

É preciso tomar cuidado com a avaliação da empresa que se está adquirindo, se certificando de que nos documentos solicitados tenham levantamentos auditados que respaldarão a transparência da empresa, pois quaisquer omissões poderão acarretar grandes perdas futuras.

Avaliar uma empresa significa encontrar um preço que corresponda ao seu potencial de geração futura de riqueza, pois ao adquirir ações, o acionista está, implicitamente, adquirindo determinado potencial futuro de riqueza. O valor de seu investimento é função de suas expectativas com relação ao futuro da empresa, e é por este motivo, que, antes de se efetuar uma operação, seja de aquisição, fusão, incorporação ou qualquer outra forma de alteração societária é fundamental que se faça uma análise profunda, considerando-se, como aponta Assaf Neto (2010) que o objetivo da empresa é obter o maior retorno possível, considerando o menor risco.

Martins (2000) explicitou que o processo de avaliação de uma empresa é complexo e as informações utilizadas são cruciais para a eficiência do produto final e apresenta duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais.

- a) pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros e,
- b) pelo seu valor em funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.

De acordo com Lourensi et al., (2008) existem vários modelos e métodos utilizados para a avaliação de empresas. Entre os mais utilizados estão o fluxo de caixa descontado, a avaliação relativa ou por múltiplos; métodos patrimoniais; modelo do EVA/MVA, a partir do fluxo de caixa descontado e modelo de opções reais.

Juntamente com os diversos métodos e modelos de avaliação de empresas, têm-se os laudos de avaliação, previstos pela Lei 6.404/76 e normatizados pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 361/02. A instrução normativa 361/02 indica que o Laudo de Avaliação deve determinar "o valor econômico da companhia objeto, por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentalmente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente" (CVM, 2006).

Pela importância da avaliação de empresas nas combinações de negócios, ainda que não abordada nas empresas analisadas, por não ser o foco desse estudo, entendeu-se pertinente ao tema, relacionar nos sub ítems abaixo os principais métodos utilizados nas avaliações de empresas e suas principais características.

2.9.1 Fluxo de Caixa Descontado

O valor da empresa é apurado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento. O valor da empresa é determinado pelos seguintes elementos relevantes: estimativa do fluxo de caixa, determinação da taxa de descontos e estimativa do valor residual, que representa o valor da empresa no final do último ano projetado (PASIN, 2004), o que é confirmado por Martelanc, et al. (2005) que complementa que o Fluxo de Caixa Descontado é a principal metodologia empregada para avaliar empresas.

A taxa a ser utilizada para descontar os fluxos de caixa a valor presente deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos destes fluxos. A taxa escolhida é, geralmente, o custo médio ponderado de capital (CMPC), pois além de incorporar os riscos associados ao negócio, reflete com propriedade os custos de oportunidade dos provedores do capital que financiam as atividades operacionais da empresa (capital próprio: acionistas, e capital de terceiros: credores externos), bem como os benefícios fiscais decorrentes das decisões estratégicas de estrutura de capital.

A abordagem do fluxo de caixa descontado é mais fácil de ser utilizada para ativos, cujos fluxos de caixa sejam altamente positivos e que possam ser estimados para períodos futuros com algum grau de confiabilidade, e em que exista um substituto para risco que possa ser utilizado para obtenção de taxas de desconto (DAMODARAN, 2005).

Existem alguns cenários que poderão encontrar limitações ou necessidade de adaptações quando da utilização do método de avaliação pelo fluxo de caixa descontado que conforme Damodaran (2005) pode-se destacar:

a) Empresas em dificuldades - que tem fluxo de caixa negativo e espera perder dinheiro no futuro fica inviável estimar fluxos de caixa futuros, já que existe possibilidades de falência;

b) Empresas cíclicas – que os lucros tendem a seguir a economia;

c) Empresas com ativos não-utilizados – o valor desses ativos não se refletirá no valor obtido a partir do desconto de fluxos de caixa futuros a valor presente;

d) Empresas em processos de reestruturação – frequentemente vendem alguns de seus ativos tornando-se difícil estimar os fluxos de caixa futuros e afeta o grau de risco da empresa;

e) Empresas de capital fechado – para essas empresas o maior problema é a medição do risco para utilização na estimativa de taxas de desconto, uma vez que a maioria dos modelos de risco/retorno exige que os parâmetros de risco sejam estimados a partir de preços históricos do ativo objeto da análise. E como os títulos de empresas de capital fechado não são negociados, fica impossível.

Estas limitações expostas por Damodaran (2005) são de notória importância pelo fato de que o método de avaliação pelo fluxo de caixa descontado é um dos modelos mais utilizados na avaliação de empresas e também obrigatoriamente exigido pela Instrução Normativa 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por ocasião da elaboração do Laudo de Avaliação de empresas.

2.9.2 Avaliação relativa ou por Múltiplos

Trata-se de um dos mais simples métodos de avaliação de empresas, mas que traz o maior número de erros, pois segundo Famá e Santiago Filho (2001) quando se utiliza o mecanismo de múltiplos, desconhece-se sobre o que determina o preço das ações, isto significa que não há teoria para guiar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de diversos múltiplos para avaliação da empresa. A base do método é a de que o valor do ativo que está sendo avaliado é igual ao preço da venda de seu comparável.

De acordo com Santos (2008, p. 109) essa metodologia assume que o Valor da Empresa (VE) é calculado baseando-se na multiplicação da receita líquida de vendas (RLV) do último ano de atividade operacional, ou de uma média histórica, pelo fator preço das ações/receita média (Fp/rlv) extraído de empresas concorrentes de portes e atividades similares. Trata-se do índice do preço de uma ação em relação à receita por ação. Em seguida, soma-se o valor dos ativos não operacionais ao valor operacional do último ano de atividade operacional (Ano_ano1), para se chegar ao valor total da empresa (VE). Ainda, segundo Santos (2008, p. 109)

a principal limitação atribuída a essa metodologia é que ela parte do faturamento ou receita líquida de vendas apurada pela contabilidade tradicional.

2.9.3 Métodos Patrimoniais

As avaliações de empresas que utilizam as métricas contábeis e patrimoniais pressupõem que o valor de uma empresa pode ser determinado pela simples averiguação do valor do patrimônio líquido reavaliado ou dos valores de mercado dos ativos, em condições de liquidação ou não (PASIN, 2004). Estes métodos pressupõem que o custo de aquisição dos ativos de uma empresa é a base para a determinação do valor dos negócios, porém, conforme Santos (2008) aponta, as demonstrações contábeis são incapazes de refletir, isoladamente, o valor econômico de um empreendimento.

Como se trata de metodologia baseada no valor de custo, apresenta deficiências por desconsiderar as condições de mercado para a realização dos ativos e amortização das dívidas, também assume que o patrimônio líquido representa o valor contábil da empresa, por isso, deve-se monitorar continuamente a capacidade de financiamento próprio da empresa por meio de índices de desempenho.

2.9.4 Modelo EVA (*Economic Value Added*)

O valor econômico agregado é igual à diferença entre o Retorno sobre o capital investido (RCI) e o custo médio ponderado de Capital (CMPC) multiplicado pelo volume de capital operacional investido (COIt), no início do exercício, ou a média entre o início e o fim do exercício.

$$\boxed{\text{EVA} = \text{COIt} \times (\text{RCI} - \text{CMPC})} \quad (2.1)$$

O capital operacional investido (COI) representa o volume de investimentos realizados na atividade operacional da empresa, no início do exercício, para suprir necessidades de capital de giro e imobilizações, e é calculado a partir dos dados do balanço patrimonial:

COI= Ativos circulantes operacionais (exclui aplicações financeiras) – passivos circulantes operacionais (exclui os empréstimos bancários)= Capital de giro operacional +

Ativo Imobilizado líquido, + ou – saldo de outras contas de longo prazo (outros ativos- outros passivos) = Capital Operacional investido.

RCI= O RCI é calculado a partir da divisão do lucro operacional ajustado (LOA) e o Capital operacional investido (COI) no início do exercício.

O LOA é calculado a partir dos dados da demonstração do resultado do exercício: Lucro operacional antes do Imposto de Renda (LAJIR) – Imposto de Renda (IR) + variação na conta de imposto de renda diferido no exigível a longo prazo = Lucro Operacional ajustado (LOA).

Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) é a taxa utilizada para descontar o valor do dinheiro no tempo, convertendo os fluxos de caixa futuros em valor presente para todos os investimentos. Representa o retorno mínimo requerido da empresa, ou seja, o custo de oportunidade de cada fonte de capital (acionista e terceiros).

Para a determinação do valor econômico agregado (EVA), o CMPC pode ser ajustado, considerando-se apenas as fontes de financiamentos permanentes, ou de longo prazo.

$$\boxed{\text{CMPC} = \{[(W \times \text{CL}) + (W \times \text{CAPM})]\}} \quad (2.2)$$

onde W= Proporção da dívida de longo prazo (Capital de terceiros/Capital Total);

CL = Custo líquido do capital de terceiros a longo prazo;

W: Proporção do capital de acionistas/ Capital Total e

CAPM= Custo do Capital dos acionistas).

EVA é o retorno gerado que excede o custo total do capital aplicado. O EVA crescerá se o lucro operacional puder ser aumentado sem empregar mais capital, se novos capitais puderem ser investidos em projetos que rendam mais do que o custo total do capital e se o capital puder ser retirado das unidades de negócios que não gerem retornos adequados (STEWART, apud LOURENSI, 2008).

Nas palavras de Silva (2008, p. 137) :

“Trata-se de uma medida de desempenho que mede o valor criado por uma empresa, ou o valor adicionado ao patrimônio dos proprietários, em um único exercício”.

O valor econômico agregado, é, pois, o valor que a empresa agrega após remunerar todos os recursos investidos, quer sejam financiados pelo custo de capital de terceiros (KI), ou pelo custo do capital próprio (KE).

Para a interpretação do EVA deve-se considerar que a agregação de valor somente ocorrerá quando a empresa gerar taxas de retorno sobre o capital investido superiores ao seu custo médio ponderado de capital. Desse modo o EVA mede quanto foi gerado em excesso ao retorno mínimo requerido pelos fornecedores de capital da empresa (terceiros e acionistas), (SANTOS, 2008).

2.9.5 MVA (*Market Value Added*)

Como o EVA é uma medida dirigida ao passado, pois é calculada sobre informações contábeis oriundas de transações já ocorridas, a Stern Stewart & Co. registrou a marca denominada Market Value Added (MVA), que avalia o valor econômico da empresa como um todo em relação ao potencial de resultados futuros (SANTOS, 2008).

Muller e Teló (2003) aponta o MVA com um indicador que mede a criação de valor de uma empresa em relação aos recursos atribuídos ao negócio, em termos de mercado, ou seja, a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido pelos acionistas. O MVA mede a geração de valor de uma empresa em relação aos investimentos realizados.

Para Assaf Neto (2006, p.180), MVA “é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa”. Seu cálculo exige algumas adaptações nos demonstrativos de resultados, procurando, entre outras medidas, evidenciar sua parte operacional legítima, a segmentação do imposto de renda sobre os resultados da atividade e os benefícios fiscais provenientes do uso de capital de terceiros.

Segundo Assaf Neto (2006, p. 183), “a medida do valor agregado pelo mercado *Market Value Added* - (MVA) reflete a expressão monetária da riqueza gerada de capital, determinada pela capacidade operacional em produzir resultado superior ao custo de oportunidade”. Isto representa o quanto a empresa vale adicionalmente ao que se gastaria para repor todos os seus ativos a preços de mercado. Assaf Neto (2006, p.180) acrescenta que é uma avaliação do futuro, calculada com base nas expectativas de mercado com relação ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor. Nesse enfoque o MVA pode ser apurado pela diferença entre o valor total de mercado da empresa e o montante de capital investido pelos acionistas e credores.

A limitação mais evidente do MVA é de que a sua aplicação só é possível em empresas de capital aberto, já que se exige que as ações da empresa tenham um valor de mercado, ou seja, sejam negociadas em bolsa de valores (SANTOS, 2008).

O MVA corresponde à diferença entre o valor de mercado do patrimônio líquido (VMpl) da empresa e a quantia de capital próprio que foi fornecida pelos acionistas, ou seja, o capital investido (Cia).

$$\text{MVA} = \text{VMpl} - \text{Cia}$$

(2.3)

2.9.6 Modelo de Opções Reais

Identificado como sendo uma teoria de precificação que tem larga aplicabilidade em avaliação, especialmente em contextos em que a avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e por Múltiplos não conseguem captar o valor da flexibilidade (DAMODARAN, 2005), o que é reiterado por Santos (2008) quando confirma que essa metodologia caracteriza-se pela flexibilidade, ou seja, pela mudança de atitude, ao considerar que as atitudes dos investidores e os fluxos de caixa da empresa podem sofrer alterações, sempre que ocorrerem mudanças significativas nas condições de mercado.

Conforme Amaral (2009) opções reais apresentam vários tipos de flexibilidade, tais como postergar um investimento, a de expandir (ou reduzir) a escala de um investimento, a de abandonar um projeto ou a de iniciar e fechar uma operação em andamento, e por estas características, são importantes na análise de programas de pesquisa e desenvolvimento, na introdução de novos produtos e na avaliação de negócios em desenvolvimento.

Devido à complexidade dos cálculos e dificuldade de se encontrar opções reais no mundo real, a avaliação de empresas por esta metodologia é a menos conhecida no mercado financeiro (TRIZI et al., 2010).

Dentre as opções de avaliação de empresas, de acordo com Trizi et al. (2010) o Fluxo de Caixa Descontado (FDC) é o preferido pelos avaliadores e esta opção está relacionada com a questão da disponibilidade de informações e tempo e a segunda opção são os múltiplos, quando existem muitas empresas comparáveis e dados de transações confiáveis no mesmo setor, e também quando não há muito tempo disponível para fazer uma análise mais

profunda, já que o FDC é utilizado em situações em que um maior grau de análise e detalhamento das informações da empresa é exigido.

III – PERFIL DAS EMPRESAS

Neste capítulo abordam-se informações sucintas relativas às empresas objeto de análise da pesquisa, visando conhecer a estrutura societária, o segmento em que atua e também detalhes sobre as transações ocorridas entre as partes.

3.1 B2W – Companhia Global do Varejo (Fusão Americanas.com SA e Submarino SA)

A B2W é uma sociedade anônima, de capital aberto e foi constituída em dezembro de 2006, como resultado da fusão entre Americanas.com SA – Comércio Eletrônico e Submarino SA, com sede no estado do Rio de Janeiro, conforme informações divulgadas no sítio da CVM. Conforme protocolo de justificação enviado e aprovado ao CADE, a constituição da companhia, resultante da fusão, foi efetuada por meio da contribuição, pelo seu valor contábil, dos acervos líquidos de Americanas.com SA – Comércio Eletrônico e Submarino SA, os quais foram avaliados com base nas demonstrações financeiras (contábeis) auditadas das respectivas companhias em 30/09/2006. Cada ação da Submarino foi substituída por uma ação da B2W e Lojas Americanas e Submarino receberão ações da B2W resultando em participações de 53,25% para Lojas Americanas e 46,75% para os acionistas da Submarino.

As ações da companhia estão listadas no novo mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, o mais alto nível de Governança Corporativa do Brasil, sob o código BTOW3, e foram deferidas pela CVM e Bovespa em julho de 2007. Obedecendo as regras estabelecidas pelo novo mercado da Bovespa, a base acionária é composta apenas por ações ordinárias.

Conforme posição acionária de 13/05/2009, disponível no sítio da Bovespa, a Lojas Americanas é a acionista controladora, com 54,95% das ações da Companhia, a The Bon York Programa ADR 2,85%, ações em tesouraria 2,94% e outros 39,26%.

A B2W atua com uma estrutura multicanal: internet, televendas, televisão, catálogos e quiosques. É detentora das marcas Americanas.com, Shoptime, Submarino e Blockbuster online. A companhia conta também com três subsidiárias: B2W Viagens, Ingresso.com e Submarino Finance.

A Submarino foi constituída no início de 1999, com atuação no segmento de comércio eletrônico, dedicando-se principalmente às transações comerciais diretas via internet. É uma companhia de capital aberto, com capital social de R\$ 391, 08 milhões, totalmente subscrito e integralizado, dividido em 51.395.500 (cinquenta e um milhões, trezentos e noventa e cinco mil e quinhentas) ações ordinárias, todas nominativas e sem valor nominal. A Americanas.com é uma subsidiária integral das Lojas Americanas S.A., com operação de vendas pela internet. É uma companhia de capital fechado, com capital social de R\$ 75, 5 milhões, totalmente subscrito e integralizado, dividido em 75.458.330 (setenta e cinco milhões, quatrocentos e cinquenta e oito mil) ações ordinárias, todas nominativas e sem valor nominal.

Objetivo da Fusão : A fusão foi recomendada pois espera-se que a sociedade resultante da operação se beneficie de um crescimento acelerado de receitas, por meio de oferecimento de novos produtos e serviços à nova base de clientes, bem como do desenvolvimento de novos nichos de negócios que passarão a ser financeiramente viáveis. Conforme Protocolo e Justificação da Fusão de Submarino SA e Americanas. com SA. Comércio Eletrônico, datado de 27 de Novembro de 2006, a fusão das atividades desenvolvidas por Submarino e Americanas.com trará benefícios aos acionistas de Submarino e aos acionistas de Americanas.com, bem como uma maior otimização e sinergia de suas respectivas atividades.

3.2 Vale SA – Aquisição da Inco Ltd.

Criada em 1942 e privatizada em 6 de maio de 1997, a Vale SA (anteriormente denominada Companhia Vale do Rio Doce) com sede no Estado do Rio de Janeiro, é uma sociedade anônima aberta que tem como atividade preponderante, a extração, o beneficiamento e a venda de minério de ferro, pelotas, cobre concentrado e potássio, a prestação de serviços logísticos, a geração de energia elétrica e a pesquisa e desenvolvimento mineral. De acordo com informações divulgadas no sítio da CVM, através de suas controladas diretas, indiretas e de controle compartilhado opera nas áreas de minério de ferro, pelotas, níquel, cobre, metais preciosos, cobalto (subproduto), manganês, ferroligas, caulim, carvão, produtos siderúrgicos, produtos da cadeia de alumínio e serviços de logística.

As ações da companhia estão listadas no nível 1 de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, sob os códigos Vale3, Vale5, entre outros.

Na posição acionária datada de 16/04/2009 a Valepar SA que é detentora do controle acionário com 52,70% das ações ordinárias, possui 32,37% das ações, BNDES Participações 4,23%, Banco Opportunity 2,30%, Blackrock Inc 3,73%, ações em tesouraria 2,84% e outros 54,53%, que são pulverizados com acionistas que possuem menos de 5% da mesma espécie.

A Vale é a maior empresa de mineração diversificada das Américas. Presente em 14 estados brasileiros e em cinco continentes, opera mais de 9 mil quilômetros de malha ferroviária e 10 terminais portuários próprios. É líder mundial no mercado de minério de ferro e pelotas, e a segunda maior produtora integrada de manganês e ferro-ligas, além da maior prestadora de serviços de logística do país. É a maior exportadora global de minério de ferro e pelotas e comercializa seus produtos para indústria siderúrgicas do mundo inteiro. No Brasil, o produto é explorado em três sistemas integrados, cada um formado por mina, ferrovia, usina de pelotização e terminal marítimo. Os setores de atuação e participação são mineração: 92%, transporte: 4%, energia: 1% e outros: 3%.

A Inco Ltd, atual Vale Inco Ltd foi criada no Canadá em 1º de abril de 1902. É a segunda maior produtora de níquel do mundo e a primeira em termos de reservas de níquel. De acordo com informações extraídas do Relatório de Administração do exercício encerrado em 2007, anexo às demonstrações financeiras da Vale, disponíveis no site da CVM, o Canadá concentra suas operações de mineração e processamento, mas também há uma unidade na Indonésia, além de refinarias nos EUA, na Inglaterra e no País de Gales, e *joint-ventures* na China, Taiwan, Coréia do Sul e Japão. Além de níquel, produz cobre, cobalto e ácido sulfúrico.

A aquisição da Inco foi negociada em 23 de outubro de 2006, sendo o maior movimento da Vale em 2006, e representa uma das maiores compras efetuadas fora do país por uma empresa brasileira.

Conforme Protocolo e Justificativa, o motivo da aquisição baseia-se no aumento da escala e entrada em novo negócio.

3.3 JBS SA - Aquisição da Swift Foods Company

A JBS S.A é uma empresa de capital aberto desde 27 de março de 2007, com sede no Estado de São Paulo, listada no nível "Novo Mercado" de governança corporativa e tem suas ações negociadas na BM&F Bovespa S.A - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro sob o

código JBSS3, e conforme informações divulgadas nas demonstrações financeiras encerradas em 2008 no sítio da CVM, sua base acionária é composta apenas por ações ordinárias, em obediência as regras estabelecidas pelo novo mercado da Bovespa.

A composição acionária da JBS é composta por FB Participações SA 59,13%, que é detentora do controle acionário, BNDES Participações SA 18,46%, Prot – Fundo de Invest. em Participações 8,67%, ações em tesouraria 1,86% e outros 11,88%.

A Companhia explora o ramo de abatedouro e frigorificação de bovinos, industrialização de carnes, conservas, gorduras, rações e produtos derivados, com unidades industriais localizadas nos estados de: São Paulo, Goiás, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Rondônia, Minas Gerais, Acre, Rio de Janeiro e Paraná.

As operações da JBS estão estruturadas em cinco segmentos: Divisão Alimentos Brasil, Divisão Alimentos Argentina, Divisao Alimentos EUA, Divisão Alimentos Austrália e Divisão Transportes.

A Swift Foods Company atualmente JBS USA Holdings Inc (JBS USA) abate, processa, embala e entrega carnes “in natura” de origem bovina e suína, com clientes nos Estados Unidos e no mercado internacional.

De acordo com a AGE (Assembléia Geral Extraordinária) realizada em 29 de junho de 2007, o objetivo da aquisição é obter ganhos de escala e diversificação e tornar-se o maior produtor de carne bovina do mundo, com acesso a todos os mercados mundiais e plataformas de produção nos quatro maiores países produtores do mundo (Brasil, Argentina, EUA e Austrália).

3.4 Braskem SA- Aquisição da Politenó – Indústria e Comércio SA.

A BRASKEM SA foi constituída em agosto de 2002, com sede no Estado da Bahia. É uma empresa de capital aberto, listada no nível 1 de governança corporativa e tem suas ações negociadas na BM&F Bovespa S.A - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro sob os códigos BRKM3, BRKM6 entre outros, conforme informações divulgadas no sítio da Bovespa.

A composição acionária da Braskem, datada de 30/04/2009 é composta por Odebrecht SA 0,27%, Odebrecht Serviços e Partic SA 15,22, Petrobras Químicas A- Petroquisa 14,01%, Wbwspe Empreend e Participações 11,33%, BNDES Partic. SA- Bndespar 5,31, BRK Invest. Petroquímica SA 22,78%, ações em tesouraria 0,29% e Outros 30,79%, sendo que a BRK Invest Petroquímica SA detém o o controle acionário com 62,32% das ações ordinárias.

A Braskem S.A possui 14 unidades de produção localizadas nos Estados de Alagoas, Bahia, São Paulo e Rio Grande do Sul, produz petroquímicos básicos como eteno, propeno, benzeno e caprolactama, além de gasolina e GLP (gás de cozinha).

As operações da companhia estão organizados em quatro unidades de negócios: insumo básico; poliolefinas, vinílicos e desenvolvimento de negócios, sendo que cada unidade assume a responsabilidade empresarial de desenvolver o ciclo completo de seu negócio.

A Politen, tinha por objeto a fabricação, processamento, comércio direto ou por representação e consignação a exportação, importação e transporte de polietileno e produtos correlatos. A principal matéria-prima para os seus produtos era o eteno, fornecido pela Braskem.

Em 4 de abril de 2006, a Braskem adquiriu 66,04% das ações ordinárias e 15,33% das preferenciais do capital da Politen Indústria e Comércio S.A. (“Politen”) e em 02 de abril de 2007, por meio de Assembléia Geral Extraordinária foi aprovada a incorporação.

O Protocolo e Justificação evidencia que o objetivo da fusão foi criação de valor através de captura de sinergias adicionais, consolidação de vantagens competitivas, alinhamento de interesses entre os acionistas das empresas petroquímicas de primeira e segunda geração e o aumento das ações em circulação no mercado.

IV – ANÁLISES HORIZONTAIS E VERTICAIS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS/CONTÁBEIS

Neste capítulo estão apresentadas as demonstrações financeiras (contábeis) das empresas objeto da pesquisa, com o desempenho dos períodos analisados à partir dos resultados das análises horizontal e vertical.

As demonstrações financeiras/contábeis que foram utilizadas para as análises são os Balanços Patrimoniais e as Demonstrações dos Resultados dos Exercícios que foram reproduzidas de forma padronizada para facilitar as análises.

Os períodos utilizados foram de 2005 a 2008 em virtude das operações das empresas analisadas terem ocorrido entre 2006 e 2007 e desta forma foi possível a análise comparativa entre os resultados anteriores e posteriores à operação.

As tabelas identificadas por Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício, 4.X.1 e 4.X.2 respectivamente, onde X corresponde a empresa analisada permitiu através da análise horizontal, comparar o desempenho da empresa nos períodos abrangidos pela operação ora analisada e através da análise vertical, identificar variações em determinadas contas ou grupo de contas que tenham tido impacto direto da operação.

No capítulo 5 apresenta-se e comenta-se uma análise aprofundada dos desempenhos econômicos e financeiros das empresas pesquisadas.

4.1 B2W Companhia Global do Varejo (Resultante da Fusão Submarino x Americanas.com)

As análises foram realizados com base na empresa B2W Companhia Global do Varejo, resultante da fusão entre a Submarino e Americanas.com. O período que antecedeu a operação foi elaborado com demonstrativos “proforma”, que são demonstrativos preparados somente para propiciar informações comparativas sobre o desempenho da companhia, pois a empresa Americanas.com não dispunha de demonstrações divulgadas por ter o capital fechado. Os números pro-forma foram extraídos do relatório da administração, que faz parte das demonstrações financeiras da B2W, divulgadas em 2006 no sítio da CVM.

Na tabela 4.1.1 estão reproduzidos os balanços patrimoniais dos períodos de 2005 a 2008 nos quais estão inclusos os cálculos das análises horizontal e vertical.

Tabela 4.1.1. Balanços Patrimoniais da B2W, período 2005 a 2008 (R\$ mil)

Descrição da Conta	Pro forma (Submarino + Americanas.com)			B2W		
	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Ativo Total	986.589	100,00	100,00	1.487.610	100,00	150,78
Ativo Circulante	736.765	74,68	100,00	1.168.830	78,57	158,64
Disponibilidades	50.050	5,07	100,00	305.177	20,51	609,74
Clientes	533.087	54,03	100,00	600.691	40,38	112,68
Estoques	138.796	14,07	100,00	198.610	13,35	143,09
Outros	14.832	1,50	100,00	51.819	3,48	349,37
Despesas antecipadas	0	0,00	100,00	12.533	0,84	0,00
Ativo Não Circulante	249.824	25,32	100,00	318.780	21,43	127,60
Ativo Realizável a Longo Prazo	46.132	4,68	100,00	2.816	0,19	6,10
Ativo Permanente	203.692	20,65	100,00	315.964	21,24	155,12
Investimentos	139.247	14,11	100,00	36.832	2,48	26,45
Imobilizado	40.284	4,08	100,00	27.182	1,83	67,48
Intangível	0	0,00	100,00	158.486	10,65	0,00
Diferido	24.161	2,45	100,00	93.464	6,28	386,84

Descrição da Conta	B2W					
	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Ativo Total	1.676.954	100,00	169,97	2.211.992	100,00	224,21
Ativo Circulante	1.252.229	74,67	169,96	1.693.787	75,44	229,90
Disponibilidades	115.565	6,89	230,90	727.679	34,49	1453,90
Clientes	682.620	40,71	128,05	305.939	14,50	57,39
Estoques	298.791	17,82	215,27	308.394	14,62	222,19
Outros	111.460	6,65	751,48	238.930	11,82	1610,91
Despesas antecipadas	43793	2,61	0,00	112.845	5,35	0,00
Ativo Não Circulante	424.725	25,33	170,01	518.205	24,56	207,43
Ativo Realizável a Longo Prazo	38.232	2,28	82,88	44.009	2,09	95,40
Ativo Permanente	386.493	23,05	189,74	474.196	22,48	232,80
Investimentos	14.000	0,83	10,05	22.303	1,06	16,02
Imobilizado	40.212	2,40	99,82	75.316	3,57	186,96
Intangível	246889	14,72	0,00	299.227	14,18	0,00
Diferido	85.392	5,09	353,43	77.350	3,67	320,14

Continuação da tabela 4.1.1 Balanços Patrimoniais da B2W, período 2005 a 2008 (R\$ mil)

Descrição da Conta	Pro forma (Submarino+Americanas.com)			B2W		
	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Passivo Total	986.589	100,00	100,00	1.487.610	100,00	150,78
Passivo Circulante	606.598	61,48	100,00	1.038.543	69,81	171,21
Empréstimos e Financiamentos	231.059	23,42	100,00	115.037	7,73	49,79
Fornecedores	286.110	29,00	100,00	359.253	24,15	125,56
Outros	0	0,00	100,00	527.836	35,48	0,00
Outras Obrigações	49.491	5,02	100,00	46.172	3,10	93,29
Passivo Não Circulante	107.479	10,89	100,00	77.480	5,21	72,09
Passivo Exigível a Longo Prazo	107.479	10,89	100,00	77.480	5,21	72,09
Patrimônio Líquido	272.512	27,62	100,00	371.587	24,98	136,36
Capital Social Realizado	275.649	27,94	100,00	105.515	7,09	38,28
Reservas de Capital	0	0,00	100,00	257.311	17,30	0,00
Reservas de Lucro	0	0,00	100,00	8761	0,59	0,00
Legal	622	0,06	100,00	0	0,00	0,00
Outras Reservas	6.929	0,70	100,00	0	0,00	0,00

Descrição da Conta	B2W					
	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Passivo Total	1.676.954	100,00	169,97	2.211.992	100,00	224,21
Passivo Circulante	1.233.941	73,58	203,42	1.352.078	61,12	222,90
Empréstimos e Financiamentos	420.066	25,05	181,80	592.311	26,78	256,35
Fornecedores	659.478	39,33	230,50	654.854	29,60	228,88
Outros	106.907	6,38	0,00	31.508	1,42	0,00
Outras Obrigações	47.490	2,83	95,96	73.405	3,32	148,32
Passivo Não Circulante	120.493	7,19	243,46	652.323	29,49	606,93
Passivo Exigível a Longo Prazo	120.493	7,19	112,11	652.323	29,49	606,93
Patrimônio Líquido	322.520	19,23	118,35	207.591	9,38	76,18
Capital Social Realizado	174.767	10,42	63,40	181.566	8,21	65,87
Reservas de Capital	100.323	5,98	0,00	3.508	0,16	0,00
Reservas de Lucro	47.430	2,83	0,00	22.517	1,02	0,00
Legal	3.110	0,19	500,00	23.378	1,06	3758,52
Outras Reservas	44.320	2,64	639,63	-861	-0,04	-12,43

Fonte: Demonstrações Financeiras da B2W adaptada pela autora (www.cvm.gov.br)

Da análise dos Balanços Patrimoniais, tabela 4.1.1 verificou-se por meio da análise vertical, que ativo total da empresa cresceu 124% em termos nominais no período de 2005 a

2008. Esse crescimento deveu-se principalmente ao ativo permanente que teve expansão de 133%. Em 2006, na conta de investimentos está registrado o valor de R\$ 36,8 milhões referente a aquisições das empresas TV Sky Shop SA R\$ 28,9, Ingressos.com SA R\$ 4,1, 8M Participações Ltda., R\$ 1,9 e Submarino Viagens e Turismo R\$ 1,8 milhões. Em 2006, houve um gasto de R\$ 93,4 milhões registrados no ativo diferido referente implementação de sistemas e métodos, que segundo o Relatório de Administração de 2006, gerarão benefícios futuros nas operações. No ativo intangível foi registrado R\$ 158,4 milhões referentes a ágios de investimentos na empresa TV Sky Shop, Ingressos.com e 8M Participações no valor de R\$ 129,8 milhões e R\$ 28,6 referente a desenvolvimento de softwares.

Durante o período analisado o ativo circulante manteve-se na média de 76% em relação ao total do ativo. Na análise horizontal observa-se que a empresa em 2008 manteve recursos em caixa, pois a variação da conta disponibilidades em relação ao ano de 2005 foi de 1453%, representada por R\$ 305,1 milhões, que, segundo notas explicativas anexas às demonstrações financeiras de 2008 referem-se a fundos de investimento exclusivos R\$ 224,0 milhões e R\$ 55,7 milhões a não exclusivos, R\$ 5,9 milhões caixas e bancos e R\$ 19,4 milhões em aplicações de liquidez imediata.

Em relação ao saldo da conta de despesas antecipadas, conforme notas explicativas anexas às demonstrações financeiras de 2008 referem-se aos juros pagos antecipadamente aos bancos nas operações de desconto de recebíveis de cartões de créditos.

Em 2006 o ativo intangível teve um acréscimo que representou 11% do ativo total, que em 2007 representou 14,72%, mantendo-se até 2008.

Enquanto o ativo circulante manteve-se na média de 76%, o passivo circulante girou em torno de 66% do passivo total, e teve um crescimento de 15% entre 2008 e 2007.

A conta de empréstimos permaneceu em 25% em 2005, 2007 e 2008, somente em 2006 é que diminuiu para 8%, mas a conta apresentou uma evolução no período de 156%.

Em 2006 a conta denominada “outros” no passivo circulante apresentou o valor de R\$ 527,8 milhões representando 35% do passivo total, que segundo relatório de administração o valor de R\$ 383,7 milhões referem-se a obrigações para com acionistas em relação ao resgate de suas ações preferenciais. Em 2007 o montante desta conta caiu para 6,38% e em 2008 representava 1,49% do ativo total.

Em 2006 o passivo não circulante registrou R\$ 216 milhões referente à controladora Lojas Americanas SA, enquanto que em 2008 teve um acréscimo de R\$ 531,8 milhões

representando 31% do passivo total, que segundo notas explicativas anexas às demonstrações financeiras R\$ 362,9 refere-se a emissão de debêntures.

O patrimônio líquido representava em 2005 28% do passivo total, em 2006 25%, 2007 19% e em 2008 caiu para 9,84%. A redução foi causada por resgate de ações preferenciais no valor de R\$ 383,7 milhões.

Na tabela 4.1.2 estão reproduzidos as demonstrações do resultado dos exercícios, dos períodos de 2005 a 2008 nos quais estão inclusos os cálculos das análises horizontal e vertical.

Tabela 4.1.2 Demonstração dos Resultados dos Exercícios da B2W de 2005 a 2008-(R\$ mil)

Descrição da Conta	Proforma (Submarino + Americanas.com)					
	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	1.439.009	140,84	100,00	2.363.611	141,82	164,25
Deduções da Receita Bruta	-417.274	-40,84	100,00	-697.014	-41,82	167,04
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.021.735	100,00	100,00	1.666.597	100,00	163,11
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-732.172	-71,66	100,00	-1.170.098	-70,21	159,81
Resultado Bruto	289.563	28,34	100,00	496.499	29,79	171,46
Despesas/Receitas Operacionais	-195.188	-19,10	100,00	-325.263	-19,52	166,64
Com Vendas, Ger e Adm	-167.642	-16,41	100,00	-289.565	-17,37	172,73
Depr, Amortiz, extraordin	-27546	-2,70	100,00	-35.698	-2,14	129,59
Financeiras	-45272	-4,43	100,00	-72.054	-4,32	159,16
Receitas Financeiras	12.199	1,19	100,00	29.654	1,78	243,09
Despesas Financeiras	-57.471	-5,62	100,00	-101.708	-6,10	176,97
Resultado da Equivalência Patrimonial	40	0,00	100,00	-6.410	-0,38	-16025,00
Resultado Operacional	49.143	4,81	100,00	92.772	5,57	188,78
Resultado Não Operacional	-7947	-0,78	100,00	49.851	2,99	-627,29
Resultado Antes Tributação/Participação	41.196	4,03	100,00	142.623	8,56	346,21
Provisão para IR e Contribuição Social	-10.491	-1,03	100,00	0	0,00	0,00
IR Diferido	25.317	2,48	100,00	106	0,01	0,42
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Reversão dos Juros sobre Capital Própri	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Lucro/Prejuízo do Período	56.022	5,48	100,00	142.729	8,56	254,77

Cont. Tabela 4.1.2 Demonstração dos Resultados dos Exercícios da B2W de 2005 a 2008-(R\$ mil)

Descrição da Conta	B2W					
	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	3.394.108	143,97	235,86	4.212.192	144,51	292,71
Deduções da Receita Bruta	-1.036.551	-43,97	248,41	-1.297.356	-44,51	310,91
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	2.357.557	100,00	230,74	2.914.836	100,00	285,28
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-1.646.394	-69,83	224,86	-2.067.998	-70,95	282,45
Resultado Bruto	711.163	30,17	245,60	846.838	29,05	292,45
Despesas/Receitas Operacionais	-591.486	-25,09	303,03	-755.249	-25,91	386,93
Com Vendas	-332.637	-14,11	198,42	-413.172	-14,17	246,46
Gerais e Administrativas	-98.480	-4,18	357,51	-188.530	-6,47	684,42
Financeiras	-159.965	-6,79	353,34	-157.435	-5,40	347,75
Receitas Financeiras	6.958	0,30	57,04	171.752	5,89	1.407,92
Despesas Financeiras	-166.923	-7,08	290,45	-329.187	-11,29	572,79
Resultado da Equivalência Patrimonial	-404	-0,02	-1.010,00	3.888	0,13	9.720,00
Resultado Operacional	119.677	5,08	243,53	91.589	3,14	186,37
Resultado Não Operacional	-18.136	-0,77	228,21	0	0,00	0,00
Resultado Antes Tributação/Participação	101.541	4,31	246,48	91.589	3,14	222,32
Provisão para IR e Contribuição Social	-18.219	-0,77	173,66	-38.456	-1,32	0,00
IR Diferido	-15.318	-0,65	-60,50	8.635	0,30	34,11
Participações/Contribuições Estatutárias	-5.800	-0,25	0,00	0	0,00	0,00
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Lucro/Prejuízo do Período	62.204	2,64	111,03	61.768	2,12	110,26

Fonte: Demonstrações Financeiras da B2W adaptada pela autora (www.cvm.gov.br)

Da análise das Demonstrações dos Resultados dos Exercícios, tabela 4.1.2 verificou-se por meio da análise horizontal que a receita bruta de 2006 atingiu R\$ 2,4 bilhões, com aumento de 64,25% em relação a 2005. No ano de 2008, a companhia totalizou R\$ 4,2 bilhões de receita bruta, contra R\$ 3,3 bilhões em 2007, representando um crescimento de 24%. Conforme Relatório da Administração o crescimento foi obtido pelo crescente número de novos clientes e de aumento de frequência de compras.

O lucro bruto de 2006 foi de R\$ 496,5 milhões, representando um aumento de 71,5% em relação aos R\$ 289,5 milhões apurados no mesmo período do ano anterior. Em termos percentuais representou 29,8% da receita líquida em 2006, comparada a 28,3% em 2005, registrando aumento de 150 pontos base. Em 2008 o lucro bruto foi de R\$ 846,8 milhões, 29% da receita líquida, frente aos R\$ 711,2 milhões, 30% da receita líquida do ano anterior.

As despesas com vendas atingiram R\$ 289,6 milhões equivalentes a 17,4% da receita líquida, contra R\$ 167,6 milhões, ou 16,4% da receita líquida no mesmo período de 2005.

A despesa financeira líquida foi de R\$ 72,1 milhões (4,3% da receita líquida), comparado a R\$ 45,3 milhões em 2005 (4,4% da receita líquida). Em 2008 o resultado

financeiro foi de R\$ 157,4 milhões, 5,4% da receita líquida e em 2007 foi de R\$ 159,9 representando 6,79%.

A equivalência patrimonial apresentou prejuízo de R\$ 6,4 milhões em 2006 pelo impacto das operações das subsidiárias (Ingresso.com, B2W Viagens e Submarino Finance) que se encontram em fase de investimento, porém em 2008 o resultado foi R\$ 3,9 milhões positivo, o que demonstra uma melhora nos resultados das subsidiárias, superando as expectativas da companhia, conforme divulgado no Relatório da Administração.

A receita não operacional de R\$ 49,9 milhões registradas em 2006 refere-se ao ganho de capital realizado financeiramente por conta de incorporação da empresa Toulon, conforme Relatório de Administração.

O lucro líquido em 2006 foi de R\$ 142,7 milhões (8,56% da receita líquida), o que mostra um crescimento em relação a 2005 que foi de R\$ 56 milhões (5,48% da receita líquida). Conclui-se que este desempenho foi causado pela incremento das vendas resultante da operação de fusão. Em 2008 embora o resultado tenha permanecido no mesmo patamar de 2007 , ou seja, R\$ 62 milhões (2,12% da receita líquida) e 2007 R\$ 62 milhões (2,64% da receita líquida) na verdade, conforme relatado no Relatório da Administração, o resultado de 2008 seria R\$ 88 milhões (2,9% da receita líquida) se não tivesse sido impactado pelas novas regras da Lei 6.404/76, através da Lei 11.638/08 e medida provisória 449/08, porém como estas mudanças na legislação não estão sob análise, não serão levadas em consideração possíveis distorções causadas por estas alterações neste estudo.

4.2. VALE SA – Aquisição da Inco Ltd.

Trata-se de uma operação de aquisição, mas como a empresa adquirida, Inco Limited é canadense analisou-se a Vale. Pelo fato da Vale ter realizado outras operações no mesmo período que a Inco, o desempenho desta aquisição foi analisado por segmento, evitando dessa forma possíveis distorções nas análises. Também foi analisada a eficiência administrativa, que, segundo Câmara (2007) mede a geração de economias de escala após a combinação de empresas, pois pode haver eliminação de despesas, gerando sinergias gerenciais.

A análise relativa ao período de 2008 poderá ter sido prejudicada pelo impacto da crise econômica global, que eclodiu nos Estados Unidos, porém não serão considerados, pois não é o foco neste estudo.

Na tabela 4.2.1 reproduziu-se os balanços patrimoniais do período de 2005 a 2008, com os índices de análises horizontais e verticais calculados.

Tabela 4.2.1 Balanços Patrimoniais da Vale, período de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Ativo Total	45.427.571	100,00	100,00	100.152.211	100,00	220,47
Ativo Circulante	5.206.881	11,46	100,00	8.522.877	8,51	163,68
Disponibilidades	131.467	0,29	100,00	203.090	0,20	154,48
Clientes	2.038.066	4,49	100,00	4.911.837	4,90	241,00
Créditos Diversos	777.786	1,71	100,00	1.056.454	1,05	135,83
Estoques	1.127.391	2,48	100,00	1.104.973	1,10	98,01
Outros	1.132.171	2,49	100,00	1.246.523	1,24	110,10
Ativo Não Circulante	40.220.690	88,54	100,00	91.629.334	91,49	227,82
Ativo Realizável a Longo Pr	1.626.089	3,58	100,00	1.885.928	1,88	115,98
Ativo Permanente	38.594.601	84,96	100,00	89.743.406	89,61	232,53
Investimentos	16.415.641	36,14	100,00	54.571.412	54,49	332,44
Imobilizado	20.760.650	45,70	100,00	25.664.543	25,63	123,62
Intangível	1.418.310	3,12	100,00	9.507.451	9,49	670,34
Diferido	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Ativo Total	116.775.890	100,00	257,06	172.238.376	100,00	379,15
Ativo Circulante	7.892.969	6,76	151,59	27.226.416	15,81	522,89
Disponibilidades	120.189	0,10	91,42	6.712.703	3,90	5106,00
Clientes	2.378.893	2,04	116,72	9.827.072	5,71	482,18
Créditos Diversos	1.580.218	1,35	203,17	2.242.273	1,30	288,29
Estoques	1.931.626	1,65	171,34	2.913.504	1,69	258,43
Outros	1.882.043	1,61	147,95	5.530.864	3,21	445,80
Ativo Não Circulante	108.882.921	93,24	270,71	145.011.960	84,19	360,54
Ativo Realizável a Longo Pr	5.904.717	5,06	363,12	7.232.305	4,20	444,77
Ativo Permanente	102.978.204	88,18	266,82	137.779.655	79,99	356,99
Investimentos	62.738.188	53,73	382,19	90.682.306	52,65	552,41
Imobilizado	28.096.710	24,06	135,34	38.697.066	22,47	186,40
Intangível	12.143.306	10,40	856,18	8.400.283	4,88	592,27
Diferido	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00

Cont. Tabela 4.2.1 Balanços Patrimoniais da Vale, período de 2005 a 2008 (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Passivo Total	45.427.571	100,00	100,00	100.152.211	100,00	220,47
Passivo Circulante	10.061.100	22,15	100,00	12.483.230	12,46	124,07
Empréstimos e Financiamentos	882.114	1,94	100,00	2.026.103	2,02	229,69
Fornecedores	1.767.521	3,89	100,00	1.689.775	1,69	95,60
Outros	560.063	1,23	100,00	425.481	0,42	75,97
Outras Obrigações	8.618.923	18,97	100,00	10.031.646	10,02	116,39
Passivo Não Circulante	11.314.340	24,91	100,00	48.570.221	48,50	429,28
Passivo Exigível a Longo Prazo	11.314.340	24,91	100,00	48.570.221	48,50	429,28
Patrimônio Líquido	24.052.131	52,95	100,00	39.098.760	39,04	162,56
Capital Social Realizado	14.000.000	30,82	100,00	19.492.401	19,46	139,23
Reservas de Capital	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Reservas de Lucro	10.052.131	22,13	100,00	19.606.359	19,58	195,05
Legal	1.400.296	3,08	100,00	2.070.963	2,07	147,89
Outras Reservas de Lucro	8.651.835	19,05	100,00	17.535.396	17,51	202,68

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Passivo Total	116.775.890	100	257,06	172.238.376	100	379,15
Passivo Circulante	16.611.693	14,23	165,11	18.980.242	11,02	188,6
Empréstimos e Financiamentos	1.779.326	1,52	201,71	710.786	0,41	80,6
Fornecedores	2.378.893	2,04	134,59	9.827.072	5,71	556,0
Outros	546.277	0,47	0	686.919	0,40	122,7
Outras Obrigações	14.286.090	12,23	165,75	17.582.537	10,21	204,0
Passivo Não Circulante	43.134.732	36,94	381,24	56.983.494	33,08	503,6
Passivo Exigível a Longo Prazo	43.134.732	36,94	381,24	56.983.494	33,08	503,6
Patrimônio Líquido	57.029.465	48,84	237,11	96.274.640	55,90	400,3
Capital Social Realizado	28.000.000	23,98	200	47.434.193	27,54	338,8
Reservas de Capital	0	0,00	0	2.903.062	1,69	0,0
Legal	0	0,00	0	2.903.062	1,69	0,0
Outras Reservas de Lucro	3.063.833	2,62	35,413	5.990.019	3,48	69,2

Fonte: Demonstrações Financeiras da Vale adaptada pela autora (www.cvm.gov.br)

Da análise dos Balanços Patrimoniais, tabela 4.2.1 verificou-se que o Ativo Total da empresa cresceu em 280% em termos nominais no período de 2005 a 2008. Em relação as contas do Ativo Circulante observou-se que todas as contas cresceram na mesma proporção

em relação ao Ativo Total do período, porém pela análise horizontal verificou-se que nos períodos de 2006 e 2007 o crescimento ficou na média de 57%, mas em 2008 chegou ao patamar de 423%, sendo esse crescimento impactado principalmente pela variação da conta de disponibilidades que chegou a 5.106% em relação a 2005. Analisando as informações contidas nos relatórios da administração, notas explicativas, entendeu-se tratar de Investimentos em ativos de renda fixa de baixo risco com maturidade entre 91 e 360 dias.

Em relação ao Ativo não Circulante a variação foi de R\$ 40,22 bilhões em 2005 para R\$ 145,01 bilhões em 2008, representando um percentual de 260%. Analisando as informações divulgadas em notas explicativas, verificou-se tratar da aquisição da Inco Limited (objeto de análise deste estudo), que dos R\$ 32, 0 bilhões, R\$ R\$ 24,07 bilhões que foi a diferença entre o valor de aquisição e o Patrimônio Líquido da Inco, foi registrado na conta de Investimentos e R\$ 4,7 bilhões no Intangível, referente ao ágio (expectativa de resultado futuro).

Em relação ao passivo circulante a variação entre 2005 e 2008 foi de 88,64%. Em 2005 o passivo circulante representava 22,15% do passivo total, em 2006 12,46 em 2007 14,23 e em 2008 11,02.

O passivo não circulante em 2005 representava 24,91% do ativo total, em 2006 48,50%, em 2007 36,94 e em 2008 33,08. A variação em termos nominais foi de 403,6%.

O patrimônio líquido em 2005 representava 52,95% do passivo total, em 2006 39,04, em 2007 48,84 e em 2008 55,90.

Na tabela 4.2.2 estão reproduzidos as demonstrações do resultado dos exercícios, dos períodos de 2005 a 2008 nos quais estão inclusos os cálculos das análises horizontal e vertical.

Tabela 4.2.2 Demonstração dos Resultados dos Exercícios da Vale de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	18.097.554	105,87	100,00	19.874.358	105,59	109,82
Deduções da Receita Bruta	-1.003.697	-5,87	100,00	-1.051.643	-5,59	104,78
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	17.093.857	100,00	100,00	18.822.715	100,00	110,11
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-9.603.355	-56,18	100,00	-10.631.562	-56,48	110,71
Resultado Bruto	7.490.502	43,82	100,00	8.191.153	43,52	109,35
Despesas/Receitas Operacionais	2.147.240	12,56	100,00	3.775.321	20,06	175,82
Com Vendas	-2.541	-0,01	100,00	-7.824	-0,04	307,91
Gerais e Administrativas	0	0,00	100,00	-872.643	-4,64	0,00
Financeiras	-1.980.554	-11,59	100,00	-3.223.649	-17,13	162,77
Receitas Financeiras	-280.558	-1,64	100,00	204.557	1,09	-72,91
Despesas Financeiras	-1.699.996	-9,95	100,00	-3.428.206	-18,21	201,66
Resultado da Equivalência Patrimonial	5.465.873	31,98	100,00	9.324.687	49,54	170,60
Resultado Operacional	9.637.742	56,38	100,00	11.966.474	63,57	124,16
Resultado Não Operacional	0	0,00	100,00	277.838	1,48	0,00
Resultado Antes Tributação/Participações	9.637.742	56,38	100,00	12.244.312	65,05	127,05
Provisão para IR e Contribuição Social	-1.256.656	-7,35	100,00	-971.703	-5,16	77,32
IR Diferido	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	2.061.900	12,06	100,00	2.158.396	11,47	104,68
Lucro/Prejuízo do Período	10.442.986	61,09	100,00	13.431.005	71,36	128,61

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	23.028.683	105,56	127,2	34445476	104,7	190,33
Deduções da Receita Bruta	-1.213.136	-5,561	120,9	-1546096	-4,699	154,04
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	21.815.547	100	127,6	32899380	100	192,46
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-12.945.308	-59,34	134,8	-15503766	-47,12	161,44
Resultado Bruto	8.870.239	40,66	118,4	17395614	52,88	232,24
Despesas/Receitas Operacionais	9.880.295	45,29	460,1	-1442678	-4,385	-67,188
Com Vendas	-10.226	-0,047	402,4	-27249	-0,083	1072,4
Gerais e Administrativas	-1.148.662	-5,265	0	-1385153	-4,21	0
Financeiras	853.020	3,9101	-43,07	-14540204	-44,2	734,15
Receitas Financeiras	-68.889	-0,316	24,55	6303412	19,16	-2246,7
Despesas Financeiras	921.909	4,2259	-54,23	-20843616	-63,36	1226,1
Resultado da Equivalência Patrimonial	11.446.608	52,47	209,4	16574332	50,38	303,23
Resultado Operacional	18.750.534	85,95	194,6	15952936	48,49	165,53
Resultado Não Operacional	1.300.726	5,9624	0	0	0	0
Resultado Antes Tributação/Participações	20.051.260	91,913	208	15952936	48,49	165,53
Provisão para IR e Contribuição Social	-2.512.697	-11,52	200	1459200	4,435	-116,12
IR Diferido	0	0	0	0	0	0
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0	0	0	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	2.466.999	11,308	119,6	3867493	11,76	187,57
Lucro/Prejuízo do Período	20.005.562	91,703	191,6	21279629	64,68	203,77

Fonte: Demonstrações Financeiras da Vale adaptada pela autora (www.cvm.gov.br)

A receita bruta cresceu 90,33% em termos nominais de 2005 a 2008. A receita líquida no ano de 2008 foi de R\$ 32,8 bilhões contra uma receita líquida de R\$ 17,0 bilhões em 2005, um crescimento de 92,46%.

As despesas financeiras em 2008 alcançaram o montante de R\$ 20,8 bilhões que representavam 63,36% da receita líquida, uma variação de 1.226% quando comparada a 2005 que foi de R\$ 1,6 bilhões que representavam 9,95 da receita líquida daquele período.

O lucro líquido foi de R\$ 21,279 bilhões em 2008 representando 64,68% da receita líquida. Neste lucro já estão deduzidos o valor de R\$ 2,447 bilhões referente a ajuste contábil do teste anual de *impairment* do ágio contabilizado por ocasião da aquisição da Inco Ltd., atual Vale Inco Ltd., em outubro de 2006.

4.3. JBS SA - Aquisição da Swift – atual JBS USA, Inc.

Trata-se de uma operação de aquisição realizada em 11 de julho de 2007, onde a empresa adquirida é a americana Swift Foods Company, sociedade com sede em Delaware, Estados Unidos da América. Como a aquisição foi realizada por meio de uma empresa subsidiária integral (J&F Acquisition Co), que foi constituída para esse propósito, as análises foram realizadas nas demonstrações financeiras consolidadas da JBS.

Com a aquisição da Swift, a JBS ingressou no mercado de carne suína apresentando um desempenho expressivo, além de ter aumentado seu portfólio ao incluir os direitos sobre a marca Swift em nível mundial. Após essa operação, a JBS ficou com a capacidade de abate de 47,1 mil cabeças/dia, à frente das empresas Tyson Foods, empresa americana com presença em 18 países, que tem a capacidade de 32,6 mil cabeças/dia e a Cargil, também americana com presença em 66 países, que tem a capacidade de 26,1 mil cabeças/dia.

O valor pago pela Swift foi de U\$ 1.459 milhões sendo U\$ 225 milhões à HM Capital Partners e U\$ 1.234 milhões utilizados na liquidação de passivos financeiros da Swift Foods. O ágio apurado na operação foi de R\$ 877.609 fundamentado por expectativa de rentabilidade futura, amortizável no prazo de 5 anos.

A aquisição foi aprovada em AGE- Assembléia Geral Extraordinária, realizada em 29 de junho de 2007. O financiamento dos recursos para aquisição da Swift foi oriundo do aumento de capital da JBS e o restante através de nova dívida assumida pela Swift no momento da aquisição.

Como em 3 de março de 2008 a companhia concluiu a aquisição de 50% do capital social da empresa Inalca S.p.A, as análises focaram basicamente o período entre 2006 e 2007, visando uma minimização nas distorções relacionadas ao desempenho da aquisição da empresa Swift, objeto deste estudo.

Na tabela 4.3.1 estão reproduzidos os balanços patrimoniais do período de 2005 a 2008, com os índices de análises horizontais e verticais calculados. A tabela 4.3.2 especifica as demonstrações dos resultados dos exercícios do período de 2005 a 2008, incluem os índices e análises horizontais e verticais calculados e na tabela 4.3.3 calculou-se os indicadores econômicos e financeiros, os quais foram analisados individualmente no capítulo 5, dessa dissertação.

4.3.1 Balanços Patrimoniais da JBS, período de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Ativo Total	2.185.646	100,00	100,00	3.464.837	100,00	158,53
Ativo Circulante	1.632.899	74,71	100,00	2.250.552	64,95	137,83
Disponibilidades	367.696	16,82	100,00	261.071	7,53	71,00
Clientes	360.520	16,49	100,00	692.819	20,00	192,17
Créditos Diversos	301.805	13,81	100,00	567.264	16,37	187,96
Estoques	490.540	22,44	100,00	657.504	18,98	134,04
Outros	112.338	5,14	100,00	71.894	2,07	64,00
Ativo Não Circulante	552.747	25,29	100,00	1.214.285	35,05	219,68
Ativo Realizável a Longo Prazo	221.397	10,13	100,00	63.870	1,84	28,85
Ativo Permanente	331.350	15,16	100,00	1.150.415	33,20	347,19
Investimentos	10	0,00	100,00	10	0,00	100,00
Imobilizado	323.320	14,79	100,00	1.125.218	32,48	348,02
Intangível	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Diferido	8.020	0,37	100,00	0	0,00	0,00

Cont. da Tabela 4.3.1 Balanços Patrimoniais da JBS, período de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Ativo Total	8.448.205	100,00	386,53	16.096.349	100,00	736,46
Ativo Circulante	4.759.742	56,34	291,49	8.260.866	51,32	505,90
Disponibilidades	1.381.703	16,35	375,77	2.291.617	14,24	623,24
Clientes	1.236.148	14,63	342,88	2.232.300	13,87	619,19
Créditos Diversos	482.918	5,72	160,01	623.022	3,87	206,43
Estoques	1.511.595	17,89	308,15	2.549.674	15,84	519,77
Outros	147.378	1,74	131,19	564.253	3,51	502,28
Ativo Não Circulante	3.688.463	43,66	667,30	7.835.483	48,68	1417,55
Ativo Realizável a Longo Prazo	126.867	1,50	57,30	704.140	4,37	318,04
Ativo Permanente	3.561.596	42,16	1074,87	7.131.343	44,30	2152,21
Investimentos	829.985	9,82	8299850,00	5.722	0,04	57220,00
Imobilizado	2.536.098	30,02	784,39	4.918.671	30,56	1521,30
Intangível	195.513	2,31	0,00	2.206.950	13,71	0,00
Diferido	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Passivo Total	2.185.646	100,00	100,00	3.464.837	100,00	158,53
Passivo Circulante	1.260.965	57,69	100,00	1.099.265	31,73	87,18
Empréstimos e Financiamentos	949.826	43,46	100,00	653.638	18,86	68,82
Fornecedores	176.884	8,09	100,00	309.294	8,93	174,86
Outros	134.255	6,14	100,00	136.333	3,93	101,55
Passivo Não Circulante	529.629	24,23	100,00	2.182.527	62,99	412,09
Passivo Exigível a Longo Prazo	529.629	24,23	100,00	2.182.527	62,99	412,09
Patrimônio Líquido	395.052	18,07	100,00	183.045	5,28	46,33
Capital Social Realizado	7.500	0,34	100,00	52.524	1,52	700,32
Outras Reservas de Lucro	16.627	0,76	100,00	130.521	3,77	784,99
Lucros/Prejuízos Acumulados	370.925	16,97	100,00	0	0,00	0,00

Cont. da Tabela 4.3.1 Balanços Patrimoniais da JBS, período de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Passivo Total	8.448.205	100,00	386,53	16.096.349	100,00	736,46
Passivo Circulante	3.775.835	44,69	299,44	4.929.341	30,62	390,92
Empréstimos e Financiamentos	2.384.836	28,23	251,08	2.214.788	13,76	233,18
Fornecedores	1.099.385	13,01	621,53	2.077.844	12,91	1.174,69
Outros	291.614	3,45	164,86	636.709	3,96	359,96
Passivo Não Circulante	1.617.782	19,15	305,46	5.032.597	31,27	950,21
Passivo Exigível a Longo Prazo	1.617.782	19,15	305,46	5.032.597	31,27	950,21
Patrimônio Líquido	3.054.588	36,16	773,21	6.134.411	38,11	1.552,81
Capital Social Realizado	1.945.581	23,03	25.941,08	4.495.581	27,93	59.941,08
Reservas de Capital	985.664	11,67	0,00	769.463	4,78	0,00
Reservas de Lucro	0	0,00	0,00	1.297	0,01	0,00
Outras Reservas de Lucro	123.343	1,46	741,82	118.178	0,73	710,76
Ajustes	0	0,00	0,00	749.892	4,66	189,82
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00

Fonte: Demonstrações Financeiras da JBS adaptada pela autora (www.cvm.gov.br)

Dos Balanços Patrimoniais consolidados da JBS SA, tabela 4.3.1, verificou-se que do montante de R\$ 8.448.205 do ativo total em 2007, R\$ 3.039.937 originaram-se da empresa JBS USA, antiga Swift, que impactou nas contas de disponibilidades em R\$ 405.451, representando 30% de incremento, R\$ 710.793 no contas a receber, representando 57%, no estoque, representando 48% e no Imobilizado 36%.

Em 2008 os ativos totais cresceram 90,52% em relação a 2007 com o ativo circulante representando 51,32% e o não circulante 46,68%, sendo 44,30% referente ao ativo permanente.

Em relação ao passivo total em 2007, o impacto foi de R\$ 683.600 na conta de fornecedores, representando 62%, empréstimos R\$ 1.426524, 38% e R\$ 210.604 em outros passivos, representando 38%.

Em 2008 o passivo circulante representava 31% do passivo total, o passivo não circulante 31% e o patrimônio líquido 38%.

O patrimônio Líquido em 2007 foi impactado positivamente em R\$ 719.210 , representando 23% de R\$ 3.054.588, valor do patrimônio líquido.

Na tabela 4.3.2 estão reproduzidos as demonstrações do resultado dos exercícios, dos períodos de 2005 a 2008 nos quais estão inclusos os cálculos das análises horizontal e vertical.

Tabela 4.3.2 Demonstração dos Resultados dos Exercícios da JBS de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	4.108.793	110,77	100,00	4.749.051	110,40	115,58
Deduções da Receita Bruta	-399.513	-10,77	100,00	-447.369	-10,40	111,98
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	3.709.280	100,00	100,00	4.301.682	100,00	115,97
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.914.797	-78,58	100,00	-3.248.543	-75,52	111,45
Resultado Bruto	794.483	21,42	100,00	1.053.139	24,48	132,56
Despesas/Receitas Operacionais	-681.812	-18,38	100,00	-841.958	-19,57	123,49
Com Vendas	-344.968	-9,30	100,00	-437.857	-10,18	126,93
Gerais e Administrativas	-82.313	-2,22	100,00	-154.387	-3,59	187,56
Financeiras	-254.531	-6,86	100,00	-247.145	-5,75	97,10
Receitas Financeiras	360.184	9,71	100,00	657.676	15,29	182,59
Despesas Financeiras	-614.715	-16,57	100,00	-904.821	-21,03	147,19
Resultado Operacional	112.671	3,04	100,00	211.181	4,91	187,43
Resultado Não Operacional	882	0,02	100,00	0	0,00	0,00
Resultado antes da Tribut./Participação	113.553	3,06	100,00	211.181	4,91	185,98
Prov. Para IR/CS	-29.366	-0,79	100,00	-72.997	-1,70	248,58
IR Diferido	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Participação acionistas	79	0,00	100,00	1.212	0,03	1534,18
Rev dos Juros s/ capital próprio	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Lucro/Prejuízo do Exercício	84.266	2,27	100,00	158.878	3,69	0,00

Cont. Tabela 4.3.2 Demonstração dos Resultados dos Exercícios da JBS de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	14.727.103	104,14	358	31.105.609	102,52	757,05
Deduções da Receita Bruta	-585.532	-4,14	147	-765.354	-2,52	191,57
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	14.141.571	100,00	381	30.340.255	100,00	817,96
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-12.609.093	-89,16	433	-27.347.753	-90,14	938,24
Resultado Bruto	1.532.478	10,84	193	2.992.502	9,86	376,66
Despesas/Receitas Operacionais	-1.596.066	-11,29	234	-2.907.743	-9,58	426,47
Com Vendas	-786.630	-5,56	228	-1.517.591	-5,00	439,92
Gerais e Administrativas	-275.594	-1,95	335	-570.147	-1,88	692,66
Financeiras	-403.113	-2,85	158	-612.176	-2,02	240,51
Receitas Financeiras	99.608	0,70	28	1.103.778	3,64	306,45
Despesas Financeiras	-502.721	-3,55	82	-1.715.954	-5,66	279,15
Outras Receitas Operacionais	0	0,00	0	0	0,00	0,00
Outras Despesas Operacionais	-130.729	-0,92	0	-207.829	-0,68	0,00
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0,00	0	0	0,00	0,00
Resultado Operacional	-63.588	-0,45	-56	84.759	0,28	75,23
Resultado Não Operacional	0	0,00	0	0	0,00	0,00
Resultado antes da Tribut./Participação	-63.588	-0,45	-56	84.759	0,28	74,64
Prov. Para IR/CS	-107.104	-0,76	365	-52.246	-0,17	177,91
IR Diferido	2.201	0,02	0	-9.975	-0,03	0,00
Participação acionistas	3.459	0,02	4.378	3.401	0,01	4305,06
Rev dos Juros s/ capital próprio	0	0,00	0	0	0,00	0,00
Lucro/Prejuízo do Exercício	-165.032	-1,17	-196	25.939	0,09	30,78

Fonte: Demonstrações Financeiras da JBS adaptada pela autora (www.cvm.gov.br)

Das demonstrações do Resultado do exercício tabela 4.3.2, verificou-se que em 2007, do montante de R\$ 14.141.571 de receita líquida, R\$ 9.249.627, 65% refere-se à receita líquida da JBS EUA (antiga Swift).

Em relação as despesas, o impacto da JBS EUA foi de R\$ 8.899.896, 70% no custo das mercadorias vendidas, R\$ 496.528, 46% das despesas administrativas, R\$ 33.151, 8% do resultado financeiro líquido.

Apesar de apresentar resultado negativo no exercício de 2007, a JBS SA declarou dividendos de R\$ 17,465 a serem submetidos à Assembléia Geral dos Acionistas, ajustando no prejuízo apurado os valores referente a variações cambiais e amortização dos ágios de investimentos.

Em 2008 a receita líquida no montante de R\$ 30,34 milhões cresceu 114,5% em relação a 2007.

Em 2008 a variação cambial dos investimentos permanentes em moeda estrangeira passou a ser registrada em conta específica do patrimônio líquido, portanto não afetando o resultado.

A JBS, considerando o Ebitda positivo declarou dividendos de R\$ 51,0 milhões a serem submetidos à Assembleia Geral dos Acionistas.

4.4. BRASKEM – Aquisição da Politen

Dentro do processo da consolidação da indústria petroquímica brasileira, em abril de 2006 a Braskem adquiriu o controle da Politen, empresa localizada no Pólo Petroquímico de Camaçari – BA, com capacidade de produção de 360 mil toneladas anuais de polietileno. O montante inicial pago pela Braskem foi de R\$ 237.500 mil, equivalente a U\$ 111.300 mil, gerando um deságio de R\$ 73.404, passando a deter 100% do capital votante e 96,2% do capital total da empresa.

O valor final que a companhia pagou pelas ações adquiridas foi calculado em novembro de 2007, a partir do desempenho médio da Politen nos 18 meses seguintes à assinatura do contrato de compra e venda em função da diferença entre os preços dos polietilenos e do eteno no mercado brasileiro.

O custo da incorporação ficou em R\$ 1.000.000,00 e referem-se a despesas com publicações, honorários de auditoria, avaliação, consultorias e advogados, conforme Relatório de Administração anexo às demonstrações financeiras encerradas em 2007, divulgadas no sítio da CVM.

Em 19 de julho de 2006, foi aprovada, por unanimidade, a operação de aquisição da Politen pelo CADE. Tal decisão teve como base o entendimento de que o mercado relevante para o setor petroquímico tem abrangência internacional e que, portanto, a operação não representou ameaça à concorrência.

Em 2006 o resultado da Politen entrou apenas como equivalência patrimonial e em 03/2007 ocorreu o processo de incorporação. A Braskem incorporou a Politen, passando o seu patrimônio líquido avaliado a valor contábil para o patrimônio da Braskem, que a sucedeu a título universal, na forma da Lei no 6.404/76, extinguindo-se a sociedade incorporada de pleno direito. A avaliação contábil do patrimônio líquido da Braskem assim como da Politen foi realizada pela Pricewaterhouse-Coopers Auditores Independentes. As variações patrimoniais apuradas no período entre a data base da incorporação e a efetiva incorporação foram apropriadas pela Braskem.

Na tabela 4.4.1 estão explicitados os balanços patrimoniais do período de 2005 a 2008, incluindo os índices de análises horizontais e verticais calculados.

Tabela 4.4.1 Balanços Patrimoniais da Braskem, período de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Ativo Total	14.907.941	100,00	100,00	15.751.832	100,00	105,66
Ativo Circulante	4.135.108	27,74	100,00	4.909.025	31,16	118,72
Disponibilidades	1.464.593	9,82	100,00	1.974.931	12,54	134,85
Clientes	963.333	6,46	100,00	891.794	5,66	92,57
Créditos Diversos	327.229	2,19	100,00	427.831	2,72	130,74
Estoques	1.250.072	8,39	100,00	1.443.876	9,17	115,50
Outros	129.881	0,87	100,00	94.544	0,60	72,79
Despesas antecipadas	0	0,00	100,00	76.049	0,48	0,00
Ativo Não Circulante	10.772.833	72,26	100,00	10.842.807	68,84	100,65
Ativo Realizável a Longo Prazo	1.523.659	10,22	100,00	1.546.968	9,82	101,53
Ativo Permanente	9.249.174	62,04	100,00	9.295.839	59,01	100,50
Investimentos	2.058.838	13,81	100,00	1.847.297	11,73	89,73
Outros Investimentos	8.364	0,06	100,00	8.367	0,05	100,04
Imobilizado	5.675.397	38,07	100,00	5.994.130	38,05	105,62
Intangível	28.060	0,19	100,00	129.126	0,82	460,18
Diferido	1.486.879	9,97	100,00	1.325.286	8,41	89,13

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Ativo Total	17.084.175	100,00	114,60	22.711.352	100,00	152,34
Ativo Circulante	4.359.669	25,52	105,43	7.559.374	33,28	182,81
Disponibilidades	1.246.931	7,30	85,14	2.925.188	12,88	199,73
Clientes	1.019.037	5,96	105,78	955.260	4,21	99,16
Créditos Diversos	136.698	0,80	41,77	0	0,00	0,00
Estoques	1.542.960	9,03	123,43	2.843.580	12,52	227,47
Outros	356.783	2,09	110,51	770.048	3,39	126,06
Despesas antecipadas	57.260	0,34	0,00	65.298	0,29	0,00
Ativo Não Circulante	12.724.506	74,48	118,12	15.151.978	66,72	140,65
Ativo Realizável a Longo Prazo	2.389.085	13,98	156,80	2.158.625	9,50	141,67
Ativo Permanente	10.335.421	60,50	111,74	12.993.353	57,21	140,48
Investimentos	2.396.167	14,03	116,38	389.246	1,71	18,91
Outros Investimentos	8.239	0,05	98,51	11.845	0,05	101,42
Imobilizado	6.391.819	37,41	112,62	10.123.718	44,58	178,38
Intangível	1.485.790	8,70	5295,05	2.372.942	10,45	8456,67
Diferido	61.645	0,36	4,15	107.447	0,47	7,23

Cont. Tabela 4.4.1 Balanços Patrimoniais da Braskem, período de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Passivo Total	14.907.641	100,00	100,00	15.751.832	100,00	105,66
Passivo Circulante	3.786.085	25,40	100,00	5.294.054	33,61	139,83
Empréstimos e Financiamentos	612.227	4,11	100,00	675.674	4,29	110,36
Fornecedores	2.529.824	16,97	100,00	2.907.312	18,46	114,92
Outros	176.655	1,18	100,00	426.821	2,71	241,61
Outras Obrigações	467.379	3,14	100,00	1.284.247	8,15	274,78
Passivo Não Circulante	6.474.455	43,43	100,00	6.010.267	38,16	92,83
Passivo Exigível a Longo Prazo	6.449.100	43,26	100,00	5.989.207	38,02	92,87
Resultados de Exercícios Futuros	25.655	0,17	100,00	21.060	0,13	82,09
Patrimônio Líquido	4.647.101	31,17	100,00	4.447.511	28,23	95,71
Capital Social Realizado	3.402.968	22,83	100,00	3.508.272	22,27	103,09
Reservas de Capital	396.821	2,66	100,00	408.647	2,59	102,98
Reservas de Lucro	780.294	5,23	100,00	652.336	4,14	83,60
Legal	68.923	0,46	100,00	72.811	0,46	105,64
Outras Reservas de Lucro	-1.905	-0,01	100,00	-194.555	-1,24	10212,86
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0,00	0	0	0,00	0

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Passivo Total	17.084.175	100,00	114,60	22.711.352	100,00	152,34
Passivo Circulante	4.410.636	25,82	116,50	7.489.102	32,98	197,81
Empréstimos e Financiamentos	425.346	2,49	69,48	2.114.301	9,31	345,35
Fornecedores	2.421.594	14,17	95,72	4.865.040	21,42	192,31
Outros	1.167.909	6,84	0,00	374.726	1,65	212,12
Outras Obrigações	395.787	2,32	84,68	135.035	0,59	28,89
Passivo Não Circulante	6.907.251	40,43	107,10	11.530.369	50,77	178,79
Passivo Exigível a Longo Prazo	6.907.251	40,43	107,10	11.530.369	50,77	178,79
Resultados de Exercícios Futuros	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Patrimônio Líquido	5.766.288	33,75	124,08	3.691.881	16,26	79,44
Capital Social Realizado	4.640.947	27,17	136,38	5.375.802	23,67	157,97
Reservas de Capital	408.647	2,39	0,00	407.964	1,80	102,81
Reservas de Lucro	939.688	5,50	0,00	0	0,00	0,00
Legal	99.972	0,59	145,05	0	0,00	0,00
Outras Reservas de Lucro	-244.456	-1,43	12.832,34	0	0,00	0,00
Ajustes	0	0,00	0,00	-102.100	-0,45	0,00
Lucros/Prejuízos Acumulados	-78.510	-0,46	0,00	-1.989.785	-8,76	0,00

Fonte: Demonstrações Financeiras da Braskem adaptada pela autora (ww.cvm.gov.br)

Da análise dos Balanços Patrimoniais, que foram extraídos das demonstrações financeiras da controladora Braskem SA, tabela 4.4.1 verificou-se que o Ativo Total da empresa cresceu em 52% em termos nominais no período de 2005 a 2008. Em relação as contas do Ativo Circulante observou-se que exceto pelos estoques, todas as contas cresceram na mesma proporção em relação ao Ativo Total do período. O estoque que em 2005 representava 8,39% do ativo total, em 2006 9,17%, em 2007 9,03%, em 2008 representava 12,52% do ativo total, com uma variação de 127,47% em relação a 2005.

Pela análise horizontal observou-se que a linha de investimentos representava em 2005 13,81% do ativo total, em 2006 11,73%, em 2007 14,03% e em 2008 foi reduzido a 1,71% do ativo total.

O passivo circulante apresentou um crescimento médio de 10% em 2008 em relação aos períodos anteriores, e foi absorvido pela patrimônio líquido que teve uma redução de 14% em 2008 em relação a 2005.

A conta de fornecedores cresceu 92,31% em 2008 quando comparado com 2005, representando 21,42% do passivo total, enquanto que em 2005 representava 16,97% do passivo total daquele período.

Em relação ao passivo exigível a longo prazo, em 2005 o grupo representava 43,26% do passivo total, enquanto que em 2008 subiu para 50,77% do passivo total, com uma variação de 78,79% quando comparado a 2005.

A redução do patrimônio líquido ficou evidenciada pela variação do grupo que em 2005 representava 31,17% do passivo total enquanto que em 2008 reduziu para 16,26% sendo o impacto causado pelo resultado negativo do exercício.

Na tabela 4.1.2 estão reproduzidos as demonstrações do resultado dos exercícios, dos períodos de 2005 a 2008 nos quais estão inclusos os cálculos das análises horizontal e vertical.

Tabela 4.4.2 Demonstração dos Resultados dos Exercícios da Braskem de 2005 a 2008- (R\$ mil)

Descrição da Conta	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviç	15.131.915	131,67	100,00	14.256.071	130,41	94,21
Deduções da Receita Bruta	-3.639.630	-31,67	100,00	-3.324.628	-30,41	91,35
Receita Líquida de Vendas e/ou Serv	11.492.285	100,00	100,00	10.931.443	100,00	95,12
Custo de Bens e/ou Serviços Vendid	-9.276.273	-80,72	100,00	-9.303.288	-85,11	100,29
Resultado Bruto	2.216.012	19,28	100,00	1.628.155	14,89	73,47
Despesas/Receitas Operacionais	-1.426.816	-12,42	100,00	-1.657.226	-15,16	116,15
Com Vendas	-199.638	-1,74	100,00	-283.847	-2,60	142,18
Gerais e Administrativas	-448.378	-3,90	100,00	-713.477	-6,53	159,12
Financeiras	-614.913	-5,35	100,00	-781.307	-7,15	127,06
Receitas Financeiras	-62.109	-0,54	100,00	54.948	0,50	-88,47
Despesas Financeiras	-552.804	-4,81	100,00	-836.255	-7,65	151,28
Resultado da Equivalência Patrimoni	136.611	1,19	100,00	121.405	1,11	88,87
Resultado Operacional	789.196	6,87	100,00	-29.071	-0,27	-3,68
Resultado Não Operacional	-24.865	-0,22	100,00	7.748	0,07	-31,16
Resultado Antes Tributação/Participa	764.331	6,65	100,00	-21.323	-0,20	-2,79
Provisão para IR e Contribuição Soc	-54.869	-0,48	100,00	-444	0,00	0,81
IR Diferido	-23.687	-0,21	100,00	99.520	0,91	-420,15
Participações/Contribuições Estatutá	0	0,00	100,00	0	0,00	0,00
Juros sobre capital próprio	270.000	2,35	100,00	0	0,00	0,00
Reversão dos Juros sobre Capital Pr	-270.000	-2,35	100,00	0	0,00	0,00
Lucro/Prejuízo do Período	685.775	5,97	100,00	77.753	0,71	11,34

Descrição da Conta	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviç	17.342.383	126,93	114,61	16.126.265	133,83	106,57
Deduções da Receita Bruta	-3.679.928	-26,93	101,11	-4.076.509	-33,83	112,00
Receita Líquida de Vendas e/ou Serv	13.662.455	100,00	118,88	12.049.756	100,00	104,85
Custo de Bens e/ou Serviços Vendid	-11.509.209	-84,24	124,07	-10.076.411	-83,62	108,63
Resultado Bruto	2.153.246	15,76	97,17	1.973.345	16,38	89,05
Despesas/Receitas Operacionais	-1.514.768	-11,09	106,16	-4.561.069	-37,85	319,67
Com Vendas	-429.380	-3,14	215,08	-393.258	-3,26	196,99
Gerais e Administrativas	-885.048	-6,48	197,39	-945.635	-7,85	210,90
Financeiras	-178.886	-1,31	29,09	-3.367.932	-27,95	547,71
Receitas Financeiras	-543.672	-3,98	875,35	689.234	5,72	-1109,72
Despesas Financeiras	364.786	2,67	-65,99	-4.057.166	-33,67	733,92
Resultado da Equivalência Patrimoni	-21.454	-0,16	-15,70	145.756	1,21	106,69
Resultado Operacional	638.478	4,67	80,90	-2.587.724	-21,48	-327,89
Resultado Não Operacional	-31.760	-0,23	127,73	-149.589	-1,24	601,60
Resultado Antes Tributação/Participa	606.718	4,44	79,38	-2.737.313	-22,72	-358,13
Provisão para IR e Contribuição Soc	-87	0,00	0,16	-546	0,00	1,00
IR Diferido	10.807	0,08	-45,62	230.936	1,92	-974,95
Participações/Contribuições Estatutá	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Juros sobre capital próprio	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Reversão dos Juros sobre Capital Pr	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Lucro/Prejuízo do Período	617.438	4,52	90,04	-2.506.923	-20,80	-365,56

Fonte: Demonstrações Financeiras da Braskem adaptada pela autora (www.cvm.gov.br)

Da análise das demonstrações dos resultados dos exercícios observou-se que em relação a receita líquida não ocorreu variação relevante no período, com um crescimento de apenas 4,85% entre 2005 e 2008. O custo da mercadoria vendida permaneceu na média de 84% em todo período analisado, impactando no resultado bruto que em 2008 foi 16,38% da receita líquida.

As despesas financeiras em 2008 foi de R\$ 4,0 bilhões, que representavam 33,67% da receita líquida, quando comparada com 2005, que foi de R\$ 552,8 milhões representando 4,81% da receita líquida daquele período, uma variação de 634% no período.

A concorrência acirrada no comércio brasileiro, o efeito da alta do petróleo, o aumento do custo da nafta e a valorização cambial foram as justificativas da companhia para a redução do lucro líquido de 2006 em relação a 2005 no valor de R\$ 608 milhões. Em 2007 a empresa recuperou o resultado de 2005, mas em 2008 por causa do impacto das despesas financeiras no valor de R\$ 4 bilhões representando 33,67% da receita líquida apurou um prejuízo de R\$ 2,5 bilhões.

V ANÁLISE DOS INDICADORES ECONÔMICOS E FINANCEIROS

Neste capítulo explicitam-se e avaliam-se os impactos das operações de fusões e aquisições nas demonstrações financeiras (contábeis) mediante cálculos e interpretação dos indicadores econômicos financeiros. Identificam-se como e em que contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras os mesmos influenciaram e de que forma. Apurou-se, ademais, de acordo com os Relatórios de Administração, Notas Explicativas e Protocolo e Justificação enviado ao CADE, os motivos que levaram estas empresas a optarem por uma forma de combinação de negócios para atingirem seus objetivos. A análise comparativa entre os períodos anteriores e posteriores à operação possibilitou a identificação da necessidade da operação e verificação dos resultados obtidos.

Os indicadores econômicos/financeiros foram calculados a partir dos dados das demonstrações financeiras (contábeis) das empresas, com base nos anos 2005, 2006, 2007 e 2008, buscando averiguar o desempenho das empresas antes e após a ocorrência da operação. Algumas empresas não dispunham de informações anteriores à transação por serem constituídas como sociedade anônima de capital fechado e sendo assim não estavam obrigadas a cumprirem as exigências da CVM e da Bovespa de divulgarem suas demonstrações financeiras. Nestes casos procedeu-se a análise, focando a empresa adquirente, nos casos de aquisição e a empresa resultante da operação, nos casos de fusão e incorporação. Há também situações onde a empresa adquirida não é brasileira e dessa forma não foi possível a análise das demonstrações na mesma moeda. Nesses casos também focou-se as análises sob as empresas adquirentes ou resultantes das operações.

Na elaboração dos cálculos dos indicadores optou-se por apresentá-los numa única tabela identificada por cálculo dos indicadores econômicos e financeiros (4.X.3) onde x corresponde a empresa analisada, e analisá-los individualmente, evidenciando-os mediante o uso de representação gráfica para melhor visualização dos resultados apurados. As fórmulas utilizadas no desenvolvimento dos cálculos, que estão fundamentadas no capítulo 2 desta dissertação estão apresentadas no quadro 2.

Quadro 2 – Fórmulas utilizadas nos Cálculos dos Indicadores

Fórmulas utilizadas nos Cálculos dos Indicadores	
Composição do endividamento	$(\text{Passivo circulante}/\text{Capitais de terceiros}) * 100$
Endividamento	$(\text{Capitais de Terceiros}/\text{Patrimônio Líquido}) * 100$
Retorno sobre o ativo (ROA)	$(\text{Lucro Operacional}/(\text{Ativo total}-\text{Lucro líquido})) * 100$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)	$(\text{Lucro Líquido}/(\text{Patrimônio líquido}-\text{Lucro líquido})) * 100$
Grau de Alavancagem Financeira	RSPL/ROI
Retorno sobre o Investimento (ROI)	$(\text{Lucro líquido} + \text{despes fin líquidas}) / \text{PL} + \text{Passivo oneroso} * 100$
Giro do ativo/Investimento (em x)	$(\text{Receita Bruta}/\text{Ativo Total})$
Margem Líquida	$(\text{Lucro Líquido}/\text{Receita Líquida}) * 100$
EBITDA (R\$ milhões)	$(\text{Resultado Operacional}-\text{depr}-\text{amort}-\text{juros})$
Giro dos Recursos Próprios (em x)	$(\text{Receita Bruta}/\text{Patrimônio Líquido})$
Custo da Dívida	$(\text{Despesas Financeiras líquidas}/\text{Passivo oneroso})$
Cobertura de juros pelo operacional	$(\text{Resultado Operacional}/\text{Despesa Financeira})$
Liquidez Imediata	$(\text{Disponibilidades}/\text{Passivo Circulante})$
Liquidez Seca	$(\text{AC}-\text{Estoque}-\text{desp. Antec})/\text{Passivo Circulante}$
Liquidez Corrente	$(\text{Ativo circulante}/\text{Passivo Circulante})$
Liquidez Geral	$(\text{Ativo Circulante} + \text{Realiz LP})/\text{Passivo Circulante} + \text{Exig LP}$

Fonte: Matarazzo, 2003; Assaf Neto, 2010

5.1 Empresa B2W SA

Os cálculos foram realizados com base na empresa B2W Companhia Global do Varejo, resultante da fusão entre a Submarino e Americanas.com. O período que antecedeu a operação foi elaborado com demonstrativos “proforma”, que são demonstrativos preparados somente para propiciar informações comparativas sobre o desempenho da companhia, pois a empresa Americanas.com não dispunha de demonstrações divulgadas por ter o capital fechado. Os números pro-forma foram extraídos do relatório da administração, que faz parte das demonstrações financeiras da B2W, divulgadas em 2006 no sítio da CVM.

Tabela 4.1.3 Cálculos dos indicadores da B2W de 2005 a 2008

Indicadores Econômicos e Financeiros	B2W			
	%			
	2005	2006	2007	2008
Liquidez Imediata	0,08	0,29	0,09	0,54
Liquidez Seca	0,99	0,92	0,74	0,94
Liquidez Corrente	1,21	1,13	1,01	1,25
Liquidez Geral	1,10	1,05	0,95	0,87
Giro do ativo/Investimento	1,21	1,59	2,02	1,90
Giro dos Recursos Próprios	5,28	6,36	10,52	20,29
Retorno sobre o Ativo (ROA)	5,28	6,90	7,41	4,26
Composição do Endividamento	84,95	93,06	91,10	67,46
Grau de Endividamento (Em Reais)	262,04	300,34	419,95	965,55
Cobertura de juros pelo operacional	0,87	0,91	0,72	0,28
Grau de Alavancagem Financeira	1,52	1,66	1,21	2,06
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)	25,88	62,37	23,90	42,36
Retorno sobre o Investimento (ROI)	16,97	37,68	19,79	20,53
Margem Líquida	5,48	8,56	2,64	2,12
Custo da Dívida	15,38	37,20	19,97	19,21
EBITDA (R\$ milhões)	144.312	206.934	378.526	433.666

Fonte: Elaborado pela autora através de dados das demonstrações financeiras.

Entre 2005 e 2006, exceto pela liquidez imediata que apresentou um pequeno crescimento de 0,08 para 0,29 os demais índices (liquidez seca, liquidez corrente e liquidez geral) apresentaram uma redução em sua capacidade de saldar os compromissos de curto prazo. Entre 2006 e 2007 todos os índices apontaram uma redução, demonstrando que a empresa estava passando por algum problema ligado a solvência, tal fato evidencia a preocupação das companhias Submarino e Americanas.com em tomar decisões estratégicas que pudessem estancar essa situação. Entre 2007 e 2008, período que ocorreu a fusão observa-se, exceto pelo índice de liquidez seca, que houve uma melhora em todos os índices, conforme tabela 4.1.3, indicando que a fusão favoreceu a liquidez da empresa, pois aumentou sua capacidade de cumprir seus compromissos e tornou a empresa mais solvente, o que pode ser identificado no grupo ativo circulante que em 2006 representava 78% do total do ativo, contra 70% do passivo circulante, e em 2008 passou a representar 75% do ativo circulante contra 59% do passivo circulante, indicando um crescimento em sua solidez financeira de 8%, conforme ilustrado no gráfico 1.

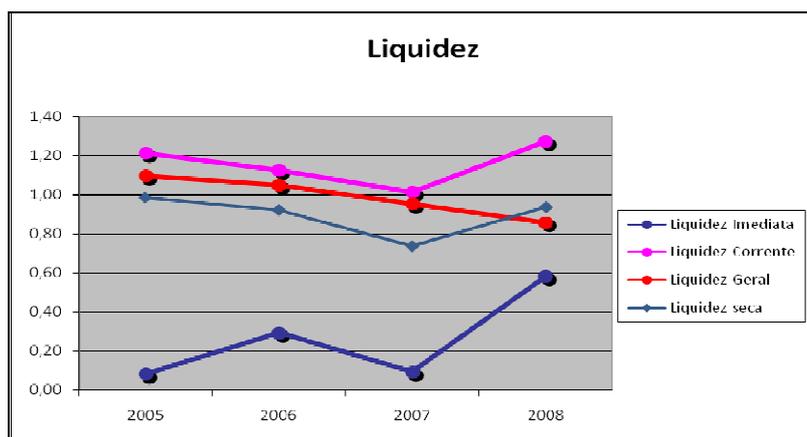


Gráfico 1: Indicador Econômico de Liquidez – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

O crescimento das vendas entre o período de 2006 e 2007 (pós fusão) provocou uma melhora no desempenho da empresa, que pode ser visualizado nos gráfico 2, que revela que a empresa obteve uma maior produtividade dos recursos aplicados no ativo da empresa. Em relação ao capital próprio o índice revelou um crescimento satisfatório em função das vendas realizadas, bastante acentuado entre 2007 e 2008 demonstrando que a operação de fusão favoreceu a utilização dos recursos próprios, conforme gráfico 3.



Gráfico 2: Indicador Econômico Giro do Ativo/Investimento – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W



Gráfico 3: Indicador Econômico Giro dos Recursos Próprios – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

Quanto ao retorno sobre o Ativo, face às despesas financeiras líquidas que durante o período de 2005 a 2008 cresceram 248% a empresa não conseguiu um bom desempenho na geração de lucros em relação aos recursos aplicados no seu ativo e entre 2007 e 2008 a mesma foi reduzida em três pontos base, mas de acordo com o Relatório da Administração se tratou de uma estratégia para alongar as dívidas da companhia, ocorrendo com isso um acréscimo das despesas financeiras. Esse acréscimo foi também causado pelas despesas de debêntures emitidas para compra de ações da própria companhia, conforme observado no acréscimo de ações em tesouraria que de R\$99,6 milhões (5,9% do passivo total) em 2007 aumentou para R\$ 221,9 milhões (10,5% do passivo total) em 2008, conforme gráfico 4.

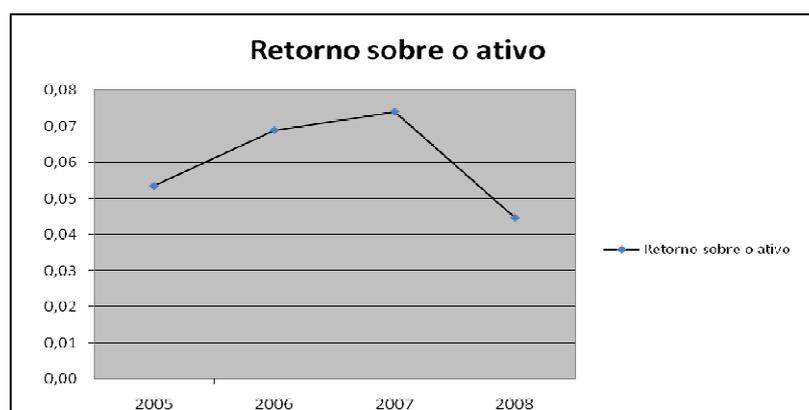


Gráfico 4: Indicador Econômico Retorno sobre o Ativo – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

O ativo imobilizado teve um crescimento de 87%, que de acordo com o Relatório de Administração refere-se a aquisições de softwares, máquinas e equipamentos, tecnologia e

desenvolvimento, automação dos centros de distribuição e benfeitorias. Este investimento no ativo imobilizado faz parte da estratégia de expansão pós fusão.

O ativo intangível trata-se basicamente dos ágios apurados na aquisição de investimentos, inclusive de incorporações decorrentes de expectativa de rentabilidade futura. Estes investimentos foram pós fusão com as subsidiárias Ingressos.com, Submarino Finance e B2W Viagens.

O índice de composição de endividamento revela que a empresa manteve suas obrigações de curto prazo em torno de 90% nos períodos de 2005, 2006 e 2007, mostrando grande comprometimento, porém em 2008, em alinhamento com a estratégia pós-fusão de alongar as dívidas, este percentual caiu para 67%, conforme tabela 4.1.3 e ilustrado no gráfico 5.

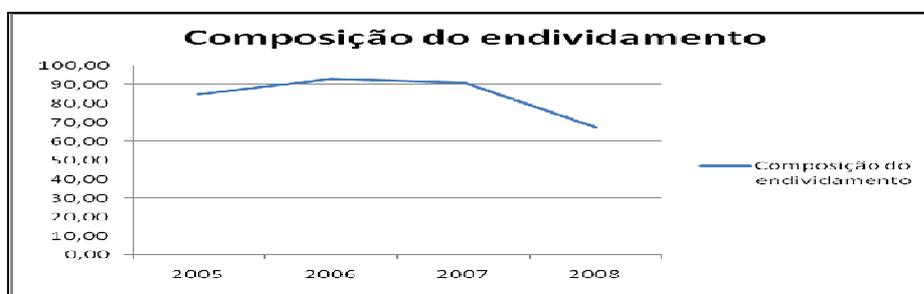


Gráfico 5: Indicador Econômico Relação Capital 3os/ Passivo Total- B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

Em relação ao grau de endividamento, a empresa está bastante comprometida com os recursos captados de terceiros. Conforme tabela 4.1.3 e gráfico 6, em 2005 para cada R\$ 100,00 de capital próprio a empresa captava de terceiros R\$ 262,04, em 2006 R\$ 300,34, em 2007 R\$ 419,95 e em 2008 esse número cresceu para R\$ 965,55, que em percentual representa um aumento de 250% em relação a 2005. Como o crescimento ficou mais acentuado a partir de 2007 parece ir de encontro aos objetivos da companhia divulgados em Relatório da Administração em 2007 que relatava o interesse em alongar a dívida da empresa. Basicamente este comprometimento com capital de terceiros está relacionado com obrigações oriundas de emissão de debêntures, com a finalidade de adquirir suas ações no mercado, financiamento BNDES, relacionado ao programa “cidadão conectado- computador para todos” e FINAME, para aquisição de máquinas e equipamentos. Estas variações estão identificadas no grupo do passivo exigível a longo prazo que em valores nominais cresceu de 2005 a 2008 506%, mas em relação a participação no passivo total o maior impacto foi entre

2007 e 2008 que de R\$ 120,4 milhões em 2007 (7,19% do passivo total do período) em 2008 chegou a R\$ 652,3 milhões (31% do passivo total do período).

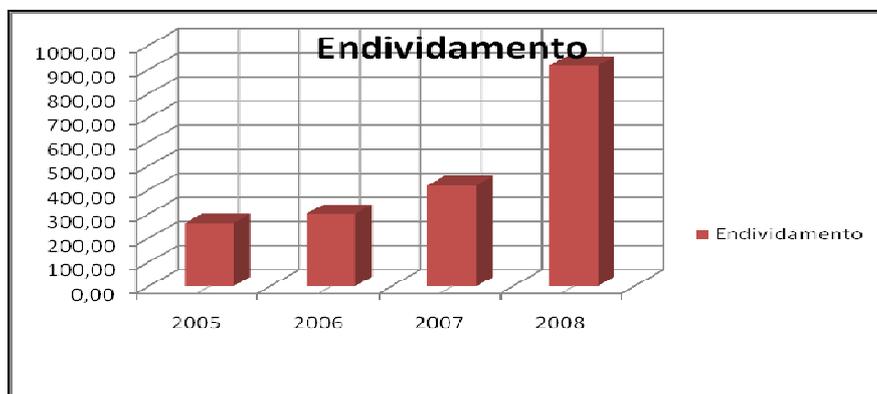


Gráfico 6: Indicador Econômico Endividamento – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

O índice de cobertura de juros indicou que a capacidade de geração de recursos para a cobertura de despesas financeiras está aquém do ideal, porém tem demonstrado um crescimento conforme tabela 4.1.3 e ilustrado no gráfico 7. Esta falta de capacidade em cobrir as despesas financeiras repercutiu negativamente na análise da alavancagem financeira, que é o índice que calcula a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários, como pode ser observado no gráfico 8.

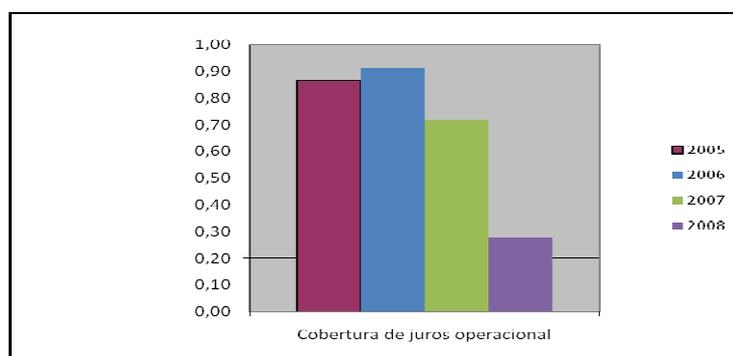


Gráfico 7 : Indicador Econômico Cobertura de Juros pelo Operacional – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

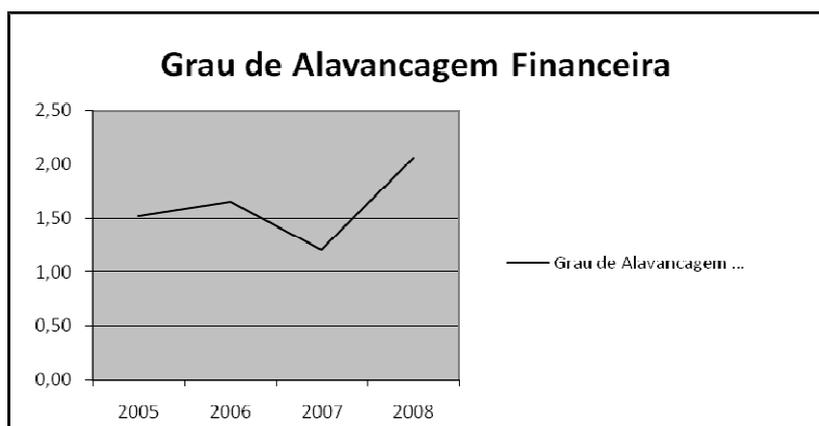


Gráfico 8: Indicador Econômico Alavancagem Financeira – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

O indicador econômico Retorno sobre o Patrimônio Líquido é fundamental para a empresa já que por meio dele se avalia quanto a empresa vale e quanto ela gera de ativos e ainda, quanto maior o índice, maior a atratividade por parte dos investidores. A empresa ora analisada apresentou um crescimento em 2006, porém em 2007 ocorreu redução porque sofreu influência dos seus custos e despesas após a fusão. Em 2008 começou a elevar alcançando 42,36% conforme tabela 4.1.3 e ilustrado no gráfico 9.

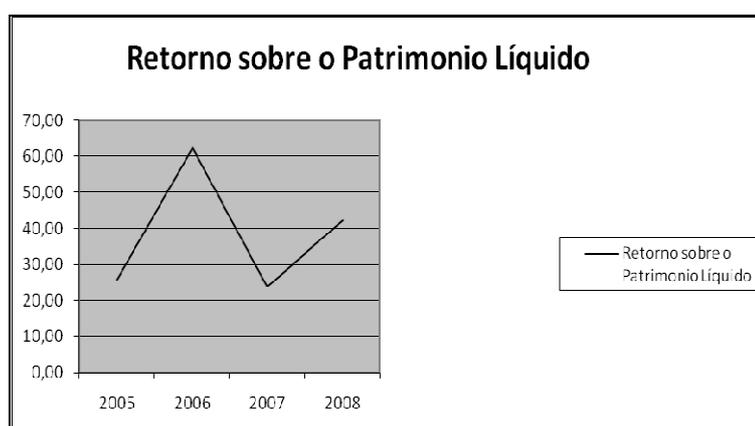


Gráfico 9 : Retorno sobre o Patrimônio Líquido – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

O Retorno do Patrimônio Líquido foi superior ao Retorno sobre o Investimento indicando que a empresa tomou recursos emprestados no mercado a uma taxa inferior ao retorno de aplicação desse dinheiro, conforme gráfico 10.

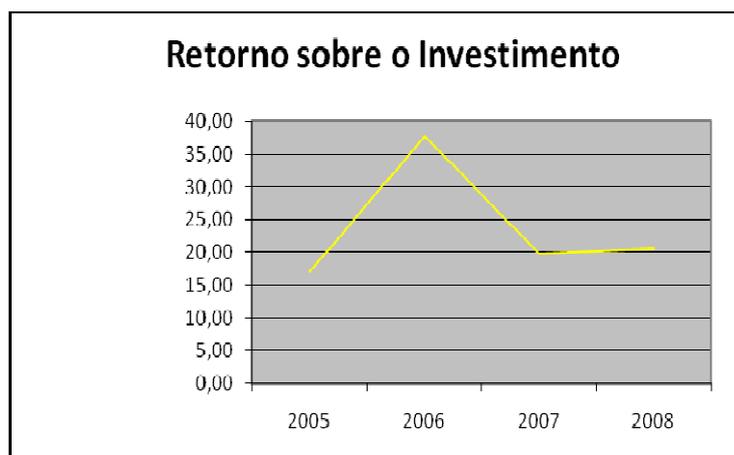


Gráfico 10 : Retorno sobre o Investimento – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

Em 2008 houve um crescente número de novos clientes e um aumento na frequência de compras da base de clientes, conforme divulgado no Relatório da Administração, o que é identificado neste estudo como resultado da operação da fusão, pois a partir da mesma iniciou-se a oferta de serviços digitais, serviços de vendas de ingressos *online* e serviços de viagens.

A evolução desses serviços, de acordo com o Relatório de Administração e relacionados na tabela 4.1.4 demonstra que após a fusão houve um crescimento acentuado na produção de cartões, vendas de ingressos e nos serviços de viagens, evidenciando o incremento do novo negócio.

Tabela 4.1.4 Evolução dos serviços após a operação de fusão

	Indicadores Operacionais			2007	2008
	antes da fusão (início de 2006)	pós-fusão (final de 2006)	variação %		
Submarino Finance					
Produção (R\$ mil)	1.310	8.303	633,82	99.580	244.318
Cartões emitidos	1.314	51.944	3.953,12	156.600	154.327
Venda de Ingressos Online					
Ingressos vendidos	206.154	1.048.966	508,83	1.213.285	1.771.006
Receita Bruta (R\$ mil)	1.155	5.162	446,93	7.290	9.584
Clientes ativos (000,s)	187	220	117,65	2.809	3.919
Serviços de Viagens					
Valor das reservas (R\$ mil)	7.588	37.863	498,99	104.547	241.761
Passagens ativas (mil)	12	26	216,67	2.770	6.093

Fonte: adaptado pela autora com informações extraídas do Relatório de Administração.

No ano de 2006 as despesas com vendas atingiram 289,6 milhões, equivalentes a 17,4% da receita líquida, contra R\$ 145,2 milhões, ou 14,2% da receita líquida no período de 2005. Já em 2008 essas despesas representaram 15,3% da receita líquida, implicando um ganho de eficiência de 70 pontos base quando comparadas a 2007. A redução das despesas operacionais explica-se pela alavancagem operacional e pela contínua obtenção de sinergias, relacionadas a fusão entre Americanas.com e Submarino.

O indicador econômico Margem Líquida mede a eficiência total da empresa e através do gráfico 11 observa-se que embora tenha reduzido, apresentou a mesma tendência da margem bruta.

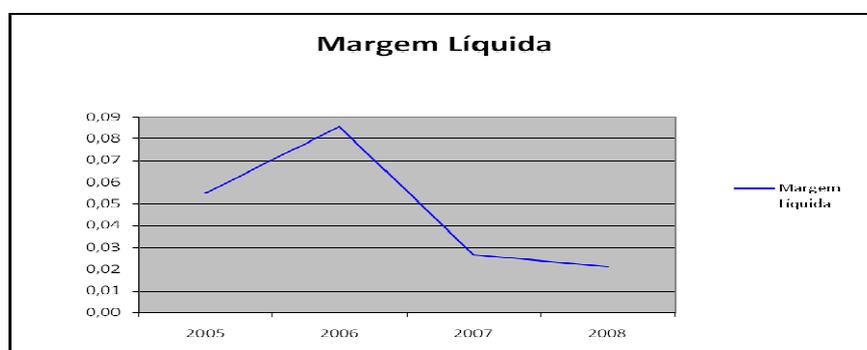


Gráfico 11: Indicador Econômico Margem líquida- B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

A despesa financeira líquida foi de R\$ 72,1 milhões (4,3% da receita líquida) comparada a R\$ 45,3 milhões (4,4% da receita líquida) em 2005. O impacto foi o aumento de tributos e contribuições sobre operações financeiras e efeitos de aquisições. Em relação a 2008 o impacto foi de R\$ 206 milhões (6,7% da receita líquida) causado pela emissão de debêntures no valor de R\$ 364,4 milhões com o objetivo de financiar o investimento em tecnologias e logística e alongar o perfil da dívida da companhia, o que é demonstrado pelo índice custo da dívida, que relaciona as despesas financeiras com o passivo oneroso, conforme ilustrado no gráfico 12.

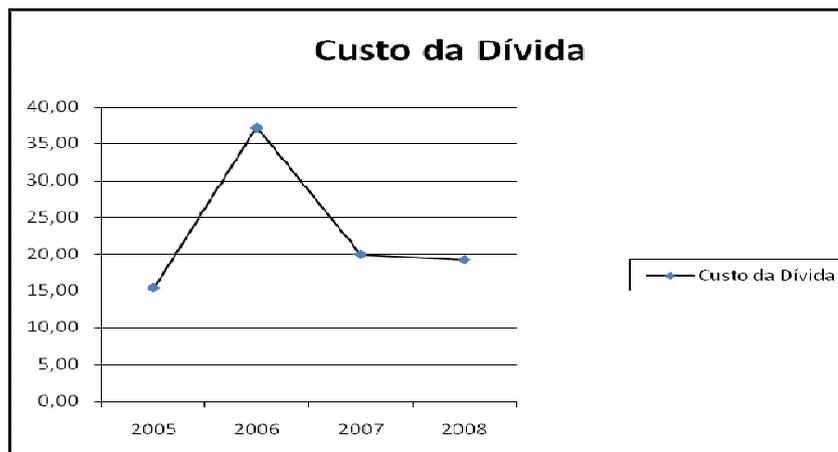


Gráfico 12: Indicador Econômico Custo da Dívida – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

O EBITDA de 2006 totalizou R\$ 207,0 milhões, representando crescimento de 70% em relação a 2005, com margem equivalente a 12,4% da receita líquida. Em função do crescimento da receita, da otimização da estrutura de custos e despesas, bem como da maturação do processo de obtenção de sinergia relacionada a fusão, o EBITDA totalizou R\$ 433,6 milhões no ano de 2008, conforme tabela 4.1.3. A margem EBITDA em 2008 atingiu 14,9% da receita líquida, apresentando uma variação de 115 pontos base em relação a 2006, que registrou 16,5% da receita líquida daquele período, conforme demonstrado no gráfico 13.

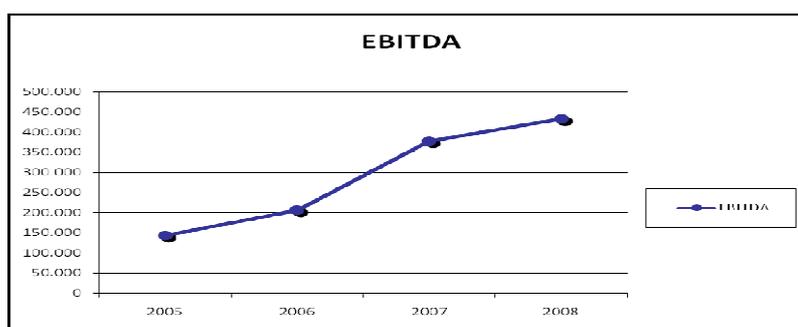


Gráfico 13: EBITDA – B2W

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da B2W

Em relação a distribuição do valor adicionado, a B2W apresentou suas demonstrações a partir de 2007, as quais são reproduzidas na tabela 5.1.1. No ano de 2007 distribuiu-se R\$ 617,6 mil representando 26,20% da receita líquida, enquanto em 2008 R\$ 607,8 mil representou 20,85%. Do montante distribuído, juros e alugueis foi o item mais sobrecarregado em 2008 representando 56,60%, evidenciando os encargos financeiros dos financiamentos

contraidos no período, enquanto que em 2007 a fatia maior ficou para o item impostos, taxas e contribuições, representando 52,63% do montante distribuído.

Tabela 5.1.1. Relação DVA x Receita Líquida

DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO - B2W SA				
	2007		2008	
	R\$	%	R\$	%
8 - DISTRIBUICAO DO VALOR ADICIONADO	617.666	100,00	607.865	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	51.794	8,39	56.561	9,30
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	325.053	52,63	145.486	23,93
8.3) Juros e alugueis.....	178.615	28,92	344.050	56,60
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	62.204	10,07	61.768	10,16
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	617.666	100,00	607.865	100,00

RELAÇÃO DVA X RECEITA LÍQUIDA - B2W SA				
	2007		2008	
	R\$	%	R\$	%
RECEITA LÍQUIDA	2.357.557	100,00	2.914.836	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	51.794	2,20	56.561	1,94
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	325.053	13,79	145.486	4,99
8.3) Juros e alugueis.....	178.615	7,58	344.050	11,80
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	62.204	2,64	61.768	2,12
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	617.666	26,20	607.865	20,85

Fonte: Demonstrações financeiras – B2W SA www.cvm.gov.br

5.2 Empresa Vale SA

Os cálculos dos indicadores econômicos e financeiros foram realizados com base nas demonstrações financeiras contábeis da empresa Vale SA, (controladora) abrangendo os períodos de 2005 a 2008.

Tabela 4.2.3 Cálculos dos Indicadores da Vale do período de 2005 a 2008

VALE				
Indicadores Econômicos e Financeiros	%			
	2005	2006	2007	2008
Liquidez Imediata	0,01	0,02	0,01	0,35
Liquidez Seca	0,29	0,49	0,25	0,99
Liquidez Corrente	0,52	0,68	0,48	1,43
Liquidez Geral	0,32	0,17	0,23	0,45
Giro do Ativo/Investimento	0,40	0,20	0,20	0,20
Giro dos Recursos Próprios	0,75	0,51	0,40	0,36
Retorno Sobre o Ativo	27,55	11,58	19,38	10,57
Composição do Endividamento	47,07	20,45	27,80	24,99
Grau de Endividamento (Em Reais)	88,87	156,15	104,76	78,90
Cobertura de juros pelo operacional	5,67	3,49	20,34	0,77
Grau de Alavancagem Financeira	2,98	5,31	2,92	5,81
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)	76,74	52,33	54,03	28,37
Retorno Sobre o Investimento (ROI)	25,71	9,85	18,52	4,89
Margem Líquida	57,70	67,58	86,87	61,78
Custo da Dívida	9,20	9,08	1,35	23,84
EBITDA (R\$ milhões)	16.701	22.759	33.619	35.022

Fonte: elaborado pela autora através de dados das demonstrações financeiras.

A variação positiva no ativo circulante pode ser observada no gráfico 14, que mostra o crescimento da liquidez da empresa entre 2007 e 2008.

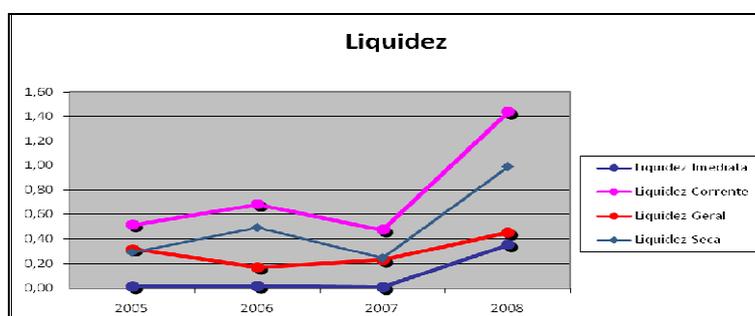


Gráfico 14: Indicador Econômico de Liquidez – Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

Apesar de uma redução de 20% em relação a 2005, a partir de 2006, a empresa manteve em 20% a relação entre as receitas geradas comparativamente ao total de recursos aplicados no ativo, mostrando produtividade dos recursos aplicados no ativo da empresa, de acordo com o gráfico 15. Em relação ao capital próprio, o índice revelou que a empresa utilizou os recursos próprios de forma ponderada e com uma redução acentuada no período, como pode ser melhor visualizado no gráfico 16.

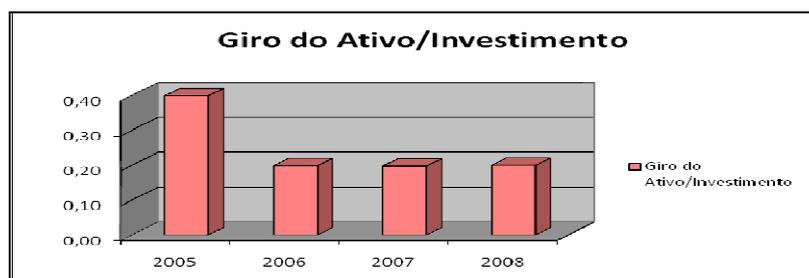


Gráfico 15: Indicador Econômico Giro do Ativo/Investimento- Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

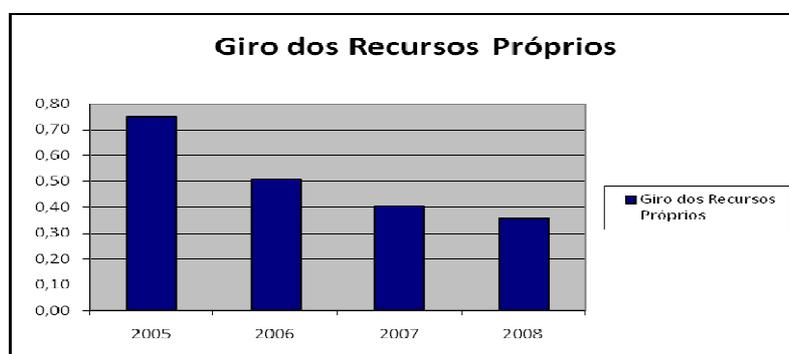


Gráfico 16: Indicador Econômico Giro dos Recursos Próprios - Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

O retorno sobre o Ativo sofreu uma redução em 2006 e que se recuperou em 2007, mas não chegou a recuperar o índice atingido em 2005. Apesar da queda, o índice ainda demonstra um bom valor de retorno, conforme gráfico 17.

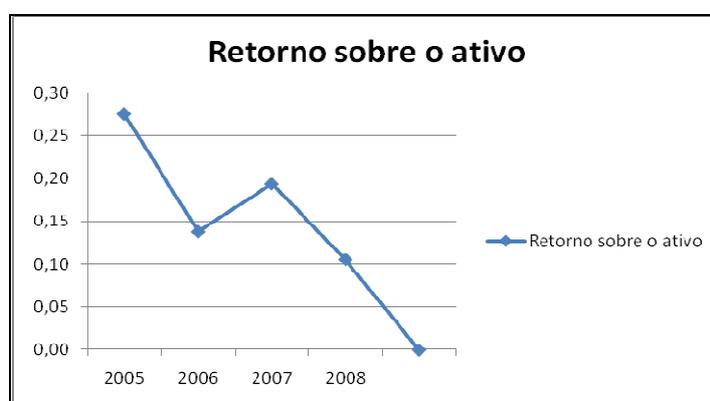


Gráfico 17: Indicador Econômico Retorno sobre o Ativo- Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

Face as despesas financeiras que durante 2005 a 2008 cresceram 634% a empresa não conseguiu um bom desempenho na geração de lucros em relação aos recusos aplicados no seu ativo, porém essa variação nas despesas financeiras foi caracterizada pela elevação dos prazos das dívidas, como ilustrado no gráfico 18.

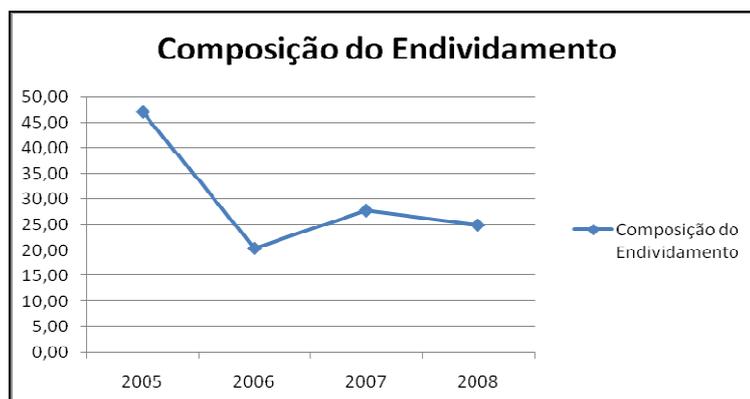


Gráfico 18: Indicador Econômico: Composição do Endividamento- Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

O prazo médio de dívida em 31 de dezembro de 2007 era de 10,7 anos contra 8,36 anos do ano anterior. Este crescimento está ilustrado no gráfico 19, sinalizando a estratégia da empresa em continuar a alongar o prazo da dívida, o que implica na mitigação dos riscos de refinanciamento. O endividamento atrelado as taxas de juros flutuantes representava 46% da dívida bruta, com outros 54% contratados a taxas de juros fixas. Na mesma data, 89% da dívida bruta era denominada em dólares americanos, enquanto que os 11% restantes eram outras moedas.

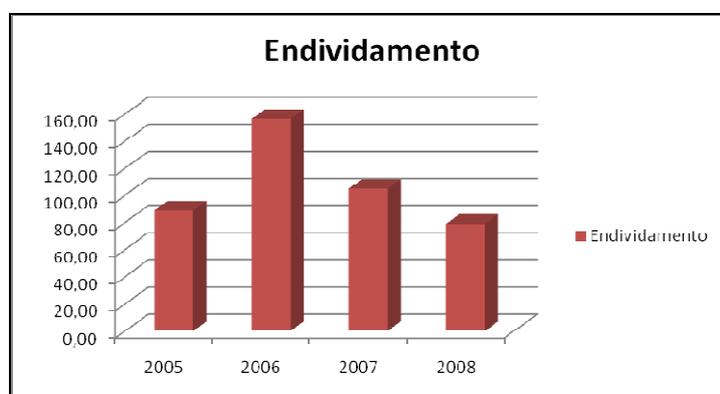


Gráfico 19: Indicador Econômico Endividamento – Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

A cobertura de juros, medida pela relação EBITDA/Juros pagos foi ampliada de 8,83 x no final de 2006 para 11,79 x no final de 2007, influenciada pelo incremento na geração de caixa resultante dos maiores volumes e preços médios de vendas, conforme gráfico 20. Esta capacidade em cobrir as despesas financeiras repercutiu positivamente na análise da alavancagem financeira, que é o índice que calcula a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários, como pode ser observado no gráfico 21.

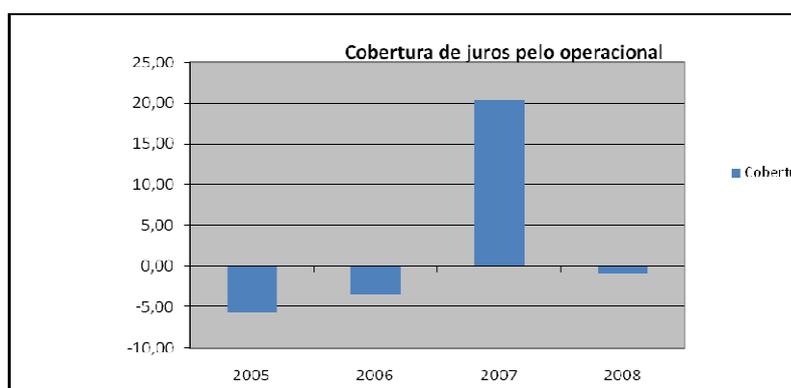


Gráfico 20: Indicador Econômico Cobertura de Juros pelo Operacional -Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

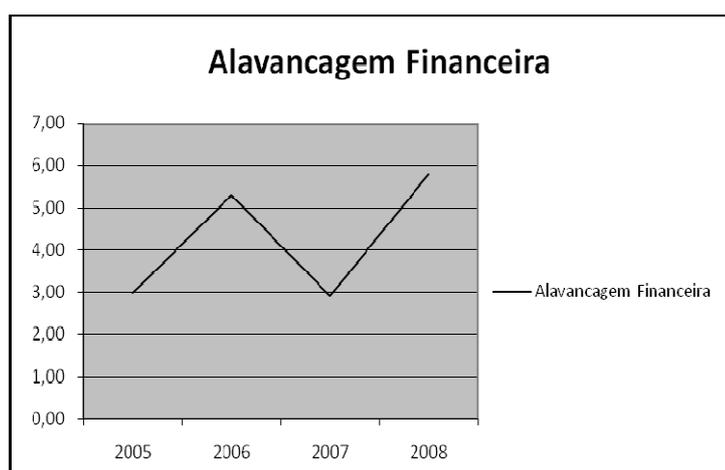


Gráfico 21: Indicador Econômico Alavancagem Financeira - Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

No retorno sobre o patrimônio líquido observou-se uma queda e 19% para o ROE e 23% para o ROA, o que significa uma diminuição de retorno sobre o capital próprio investido, conforme gráfico 22.

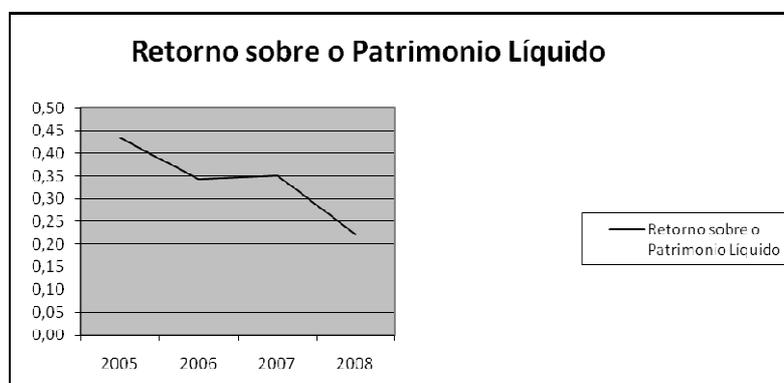


Gráfico 22: Indicador Econômico Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

Observa-se que o Retorno sobre o Investimento apontou a mesma proporção de queda, conforme o gráfico 23.

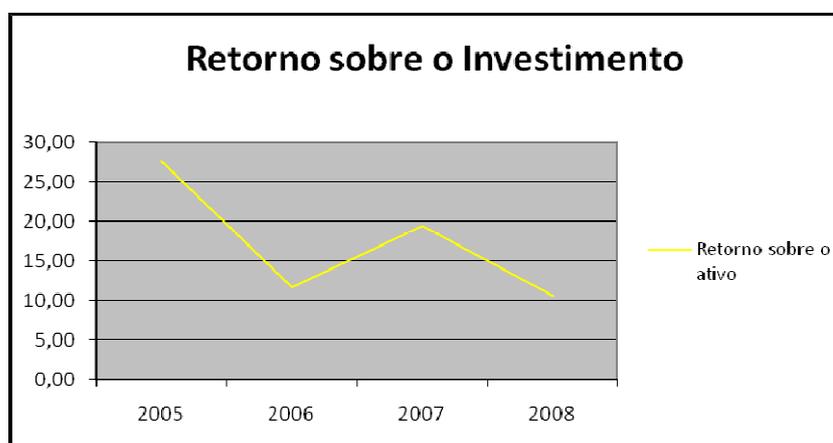


Gráfico 23: Indicador Econômico Retorno sobre o Investimento- Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

A margem líquida cresceu entre 2005 e 2007, reduzindo apenas em 2008, porém continua na mesma média apresentada no período analisado, conforme gráfico 24.

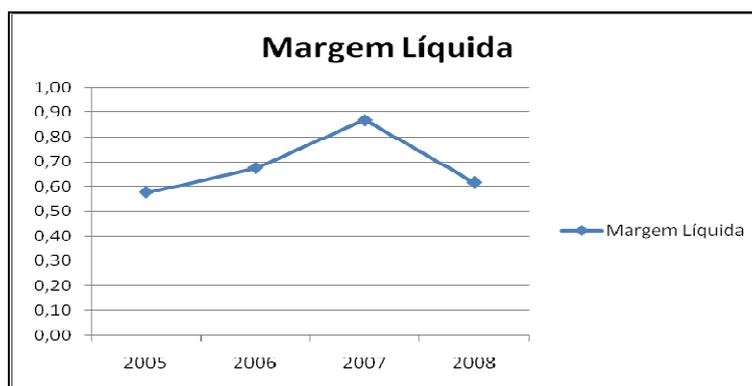


Gráfico 24: Indicador Econômico Margem Líquida - Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

O custo médio da dívida (antes do IR) era igual a 6,4% ao ano em dezembro de 2007, diminuindo em 23 pontos base em relação ao nível registrado no final do ano anterior.

A relação dívida total/ ebitda passou de 2,0 x em 31 de dezembro de 2006 para 1,1 x em 31 de dezembro de 2007, evidenciando rápida desavalcagem após o aumento determinado pelo financiamento da aquisição da Inco Limited, no último trimestre de 2006.

O impacto negativo do negócio foi o crescimento da dívida da Vale, conforme sinaliza o gráfico 25, mas com a capacidade de geração de caixa, observa-se a redução da dívida, assim como foi alongado o prazo da mesma.

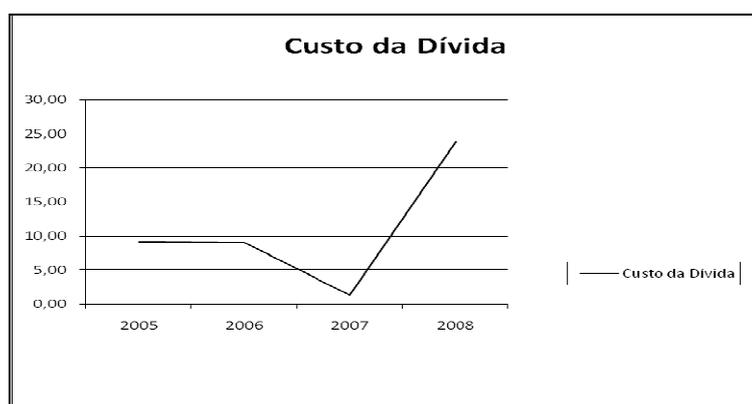


Gráfico 25: Indicador Econômico Custo da Dívida - Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

A Vale teve um crescimento bastante acentuado e observa-se que a aquisição da Inco influenciou grandemente os números apresentados.

A geração de caixa, medida pelo Ebitda (lucro antes das despesas financeiras, impostos e amortização) mais que quadruplicou, evoluindo de R\$ 8,1 bilhões em 2003 para 33,6 bilhões em 2007, conforme ilustrado no gráfico 26.

De acordo com os relatórios anuais divulgados o evento mais significativo foi a aquisição da Inco pois o segmento de minerais não ferrosos apresenta indícios de ganhos de sinergia, devido ao aumento no ebitda de 889% no ano de 2006 que coincide com o ano da aquisição da Inco e ao aumento de 237% no ano subsequente, em que o processo de aquisição é finalizado.

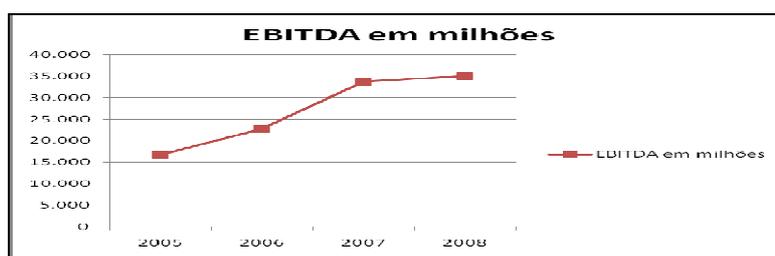


Gráfico 26: Indicador Econômico EBITDA - Vale

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da Vale

Em relação a distribuição do valor adicionado, a Vale apresentou suas demonstrações a partir de 2006, as quais são reproduzidas na tabela 5.2.1. No ano de 2006 distribuiu-se R\$ 18,9 milhões, representando 100,46% da receita líquida, em 2007 R\$ 26,8 milhões, que representou 122,93%, enquanto que em 2008 R\$ 45,6 milhões que representou 138,68% da receita líquida do período. Do montante distribuído, juros s/ capital próprio foi o item que obteve maior impacto, representando 71,36% do valor distribuído em 2006, 74,60 em 2007, porém em 2008 essa fatia foi dividida com juros e alugueis que representou 46,19% contra 46,64 de juros s/ capital próprio.

Tabela 5.2.1 Relação DVA x Receita Líquida – Vale SA.

DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO-VALE SA						
	2006		2007		2008	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
8 - DISTRIBUICAO DO VALOR ADICIONADO	18.909.454	100,00	26.818.374	100,00	45.624.310	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	1.397.679	7,39	1.595.885	5,95	2.240.473	4,91
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	2.798.755	14,80	4.570.509	17,04	1.031.769	2,26
8.3) Juros e alugueis.....	1.282.015	6,78	646.418	2,41	21.072.858	46,19
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	13.431.005	71,03	20.005.562	74,60	21.279.210	46,64
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	18.909.454	100,00	26.818.374	100,00	45.624.310	100,00

RELAÇÃO DVA X RECEITA LÍQUIDA - VALE SA						
	2006		2007		2008	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
RECEITA LÍQUIDA	18.822.715	100,00	21.815.547	100,00	32.899.380	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	1.397.679	7,43	1.595.885	7,32	2.240.473	6,81
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	2.798.755	14,87	4.570.509	20,95	1.031.769	3,14
8.3) Juros e alugueis.....	1.282.015	6,81	646.418	2,96	21.072.858	64,05
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	13.431.005	71,36	20.005.562	91,70	21.279.210	64,68
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	18.909.454	100,46	26.818.374	122,93	45.624.310	138,68

Fonte: Demonstrações Financeiras Vale SA www.cvm.gov.br

5.3 Empresa JBS SA

Os cálculos dos indicadores econômicos e financeiros foram realizados com base nas demonstrações financeiras consolidadas da JBS SA, pois a aquisição foi realizada por uma das controladas da JBS.

Tabela 4.3.3 Cálculos dos indicadores da JBS de 2005 a 2008

JBS				
Indicadores Econômicos e Financeiros	%			
	2005	2006	2007	2008
Liquidez Imediata	0,29	0,24	0,37	0,46
Liquidez Seca	0,91	1,45	0,86	1,16
Liquidez Corrente	1,29	2,05	1,26	1,68
Liquidez Geral	1,04	0,71	0,91	0,90
Giro do Ativo/Investimento	1,88	1,37	1,74	1,93
Giro dos Recursos Próprios	10,40	25,94	4,82	5,07
Retorno sobre o ativo	5,36	6,39	-0,74	0,53
Composição do Endividamento	70,42	33,50	70,01	49,48
Grau de Endividamento (Em Reais)	453,26	1792,89	176,57	162,39
Cobertura de juros pelo operacional	-18,33	-23,34	12,65	-4,94
Grau de Alavancagem Financeira	1,04	43,64	-2,17	0,05
Retorno sobre o Patrimonio Liquido (RSPL)	27,11	657,42	-5,13	0,42
Retorno sobre o Investimento (ROI)	26,14	15,06	2,36	8,66
Margem Liquida	2,27	3,69	-1,17	0,09
Custo da Dívida	27,42	21,06	8,29	15,63
EBITDA (R\$ mil)	367.202	460.895	470.254	904.764

Fonte: Elaborado pela autora através de dados das demonstrações financeiras

A JBS apresenta índices de liquidez favoráveis, demonstrando que se financia com o capital de terceiros de longo prazo, já que seu patrimônio líquido está 100% imobilizado, conforme gráfico 27.

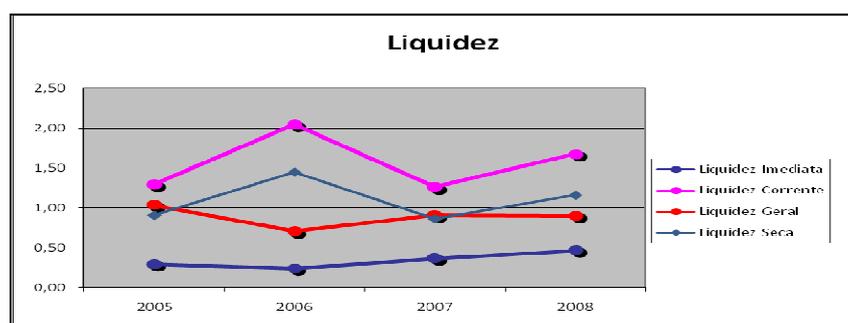


Gráfico 27: Indicador Econômico Liquidez - JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da JBS

Apesar de uma redução em 2006, a partir de 2007, a empresa mostrou um crescimento na relação entre as receitas geradas comparativamente ao total de recursos aplicados no ativo, indicando produtividade dos recursos aplicados no ativo da empresa, de acordo com o gráfico 28. Em relação ao capital próprio, o índice revelou que a empresa utilizou os recursos

próprios de forma ponderada nos períodos de 2005, 2007 e 2008, já em 2006 teve uma utilização bastante acentuada, conforme gráfico 29.



Gráfico 28: Indicador Econômico Giro do Ativo/Investimento - JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da JBS



Gráfico 29: Indicador Econômico Giro dos Recursos Próprios - JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da JBS

A aquisição da JBS USA, Inc teve impacto na conta de Investimentos no valor de R\$ 1.523.685, representando 85% do total de variação da conta que em 31/12/2006 era R\$ 367.822 e em final de 2007 R\$ 2.149.919. Esse impacto de R\$ 1523.685 é composto da realização da aquisição de R\$ 1.753.453 reduzidos os valores de variação cambial negativa de R\$ 68.792 e a equivalência patrimonial negativa no resultado de 2007 no valor de R\$ R\$ 160.976. Esse incremento no investimento por conta da aquisição não gerou impacto no retorno sobre o ativo, conforme demonstrado no gráfico 30, já que não teve origem no resultado da empresa, os mesmos foram gerados com aumento de capital e financiamento

obtido pela própria Swift quando do fechamento da operação, no valor aproximado de R\$ 300 milhões de reais, com um prazo de três a cinco anos para liquidação.

O aumento do ativo imobilizado se deu através de reavaliação suportado por laudo técnico emitido pela empresa especializada SETAPE – Serviços Técnicos de Avaliação do Patrimônio e Engenharia S/C Ltda, cuja variação foi de R\$ 118.178.

O ágio apurado em 2008 foi de R\$ 949.615, sendo que R\$ 877.609 foi referente a aquisição da Swift, que em 2007. A amortização desse ágio em 2007 foi R\$ 73.134 e R\$ 175.522 em 2008.



Gráfico 30: Indicador Econômico Retorno sobre o ativo - JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da JBS

Face as despesas financeiras que durante 2005 a 2008 tiveram um crescimento de 140%, a empresa não conseguiu um bom desempenho na geração de lucros em relação aos recursos aplicados no seu ativo, como ilustrado no gráfico 31.

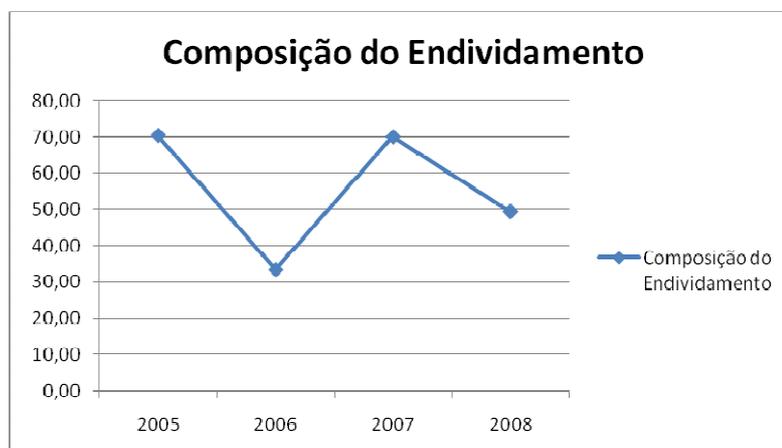


Gráfico 31: Indicador Econômico Composição do Endividamento - JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da JBS

Em relação ao grau de endividamento, a empresa está numa situação de solidez financeira já que seu endividamento é comprometido apenas com os recursos próprios, tendo um acréscimo em 2006, mas que percentualmente não é relevante, conforme gráfico 32.

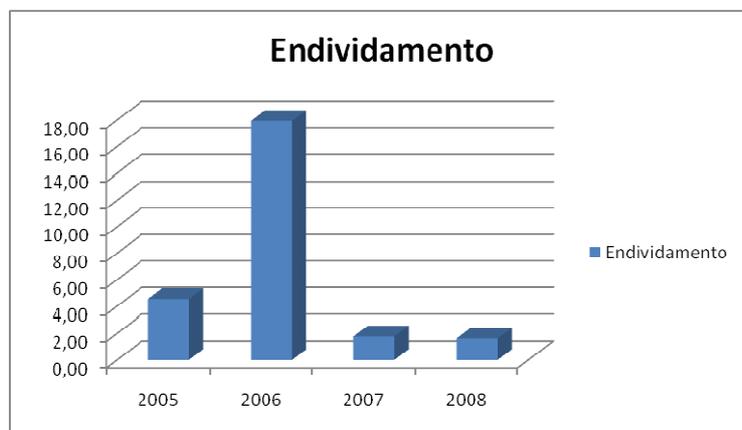


Gráfico 32: Indicador Econômico Endividamento- JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras da JBS

O índice de cobertura de juros indicou que a empresa não teve capacidade de geração de recursos para a cobertura de despesas financeiras nos períodos de 2005 e 2006, melhorando o desempenho em 2007, mas que foi novamente reduzido em 2008, conforme gráfico 33. Esta falta de capacidade em cobrir as despesas financeiras repercutiu negativamente na análise da alavancagem financeira, que é o índice que calcula a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários, como pode ser observado no gráfico 34.

As despesas financeiras de R\$ 247.145 de 2006 aumentaram para R\$ 403.113 em 2007. Esse aumento de 63% foi influenciado basicamente pelo resultado financeiro negativo com derivativos no valor de R\$ 320.110 contra R\$ 87.151 de variação cambial positiva e R\$ 77 de outros efeitos positivos de juros e impostos.

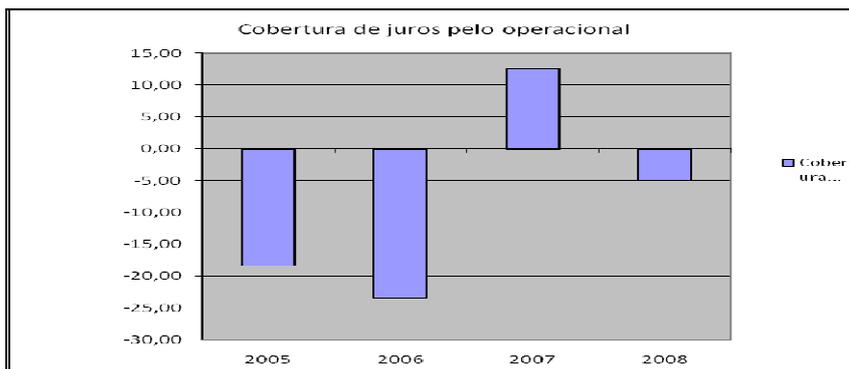


Gráfico 33: Indicador Econômico Cobertura de Juros pelo Operacional- JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - JBS

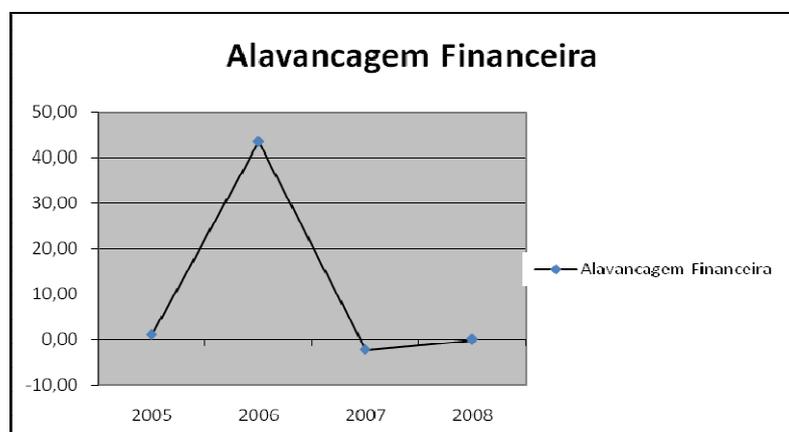


Gráfico 34: Indicador Econômico Alavancagem Financeira- JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - JBS

A empresa ora analisada apresentou um crescimento entre 2005 e 2006, porém em 2007 houve redução no índice analisado porque sofreu influência dos seus custos e despesas que após a fusão ocorrida, começou a mostrar um leve crescimento a partir de 2007, conforme tabela 4.3.3 e ilustrado no gráfico 35 e mais acentuadamente no gráfico 36.

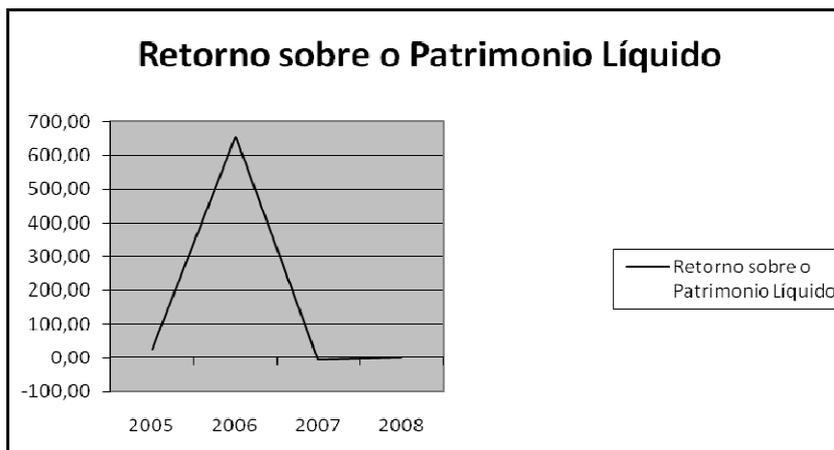


Gráfico 35: Indicador Econômico Retorno sobre o Patrimônio Líquido-JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras – JBS

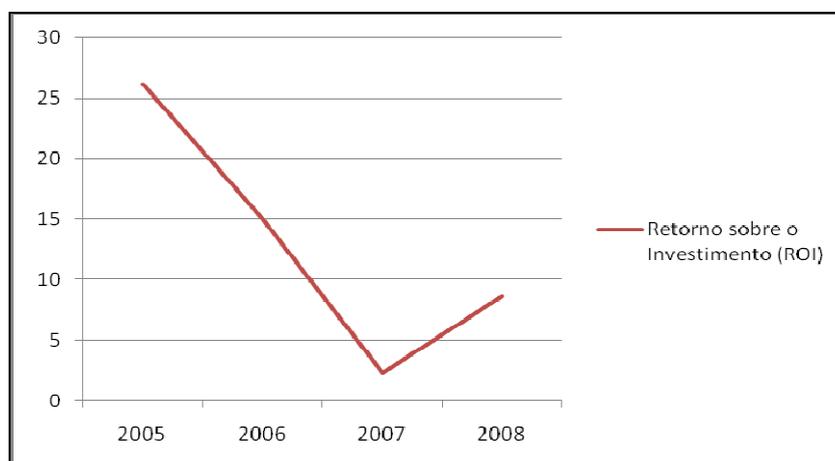


Gráfico 36: Indicador Econômico Retorno sobre o investimento- JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - JBS

Em relação a margem líquida a empresa obteve um crescimento de dois pontos percentuais (de 2% a 4%) apresentando a mesma tendência da margem bruta, em 2005 e 2006, demonstrando uma eficiência no controle dos gastos em relação a receita líquida, mas em 2007 e 2008 apresentou uma redução de 4% , conforme gráfico 37, que é explicada pelo impacto dos custos da JBS Inc incorporada no período.

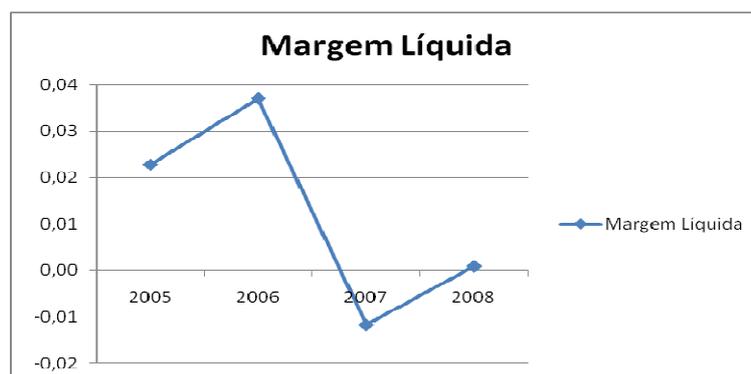


Gráfico 37: Indicador Econômico Margem Líquida- JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - JBS

Em 2007 o resultado financeiro foi afetado pela variação cambial sobre os investimentos feitos em moedas estrangeiras no montante aproximado de R\$ 160, 0 milhões, conforme é demonstrado no gráfico 38..

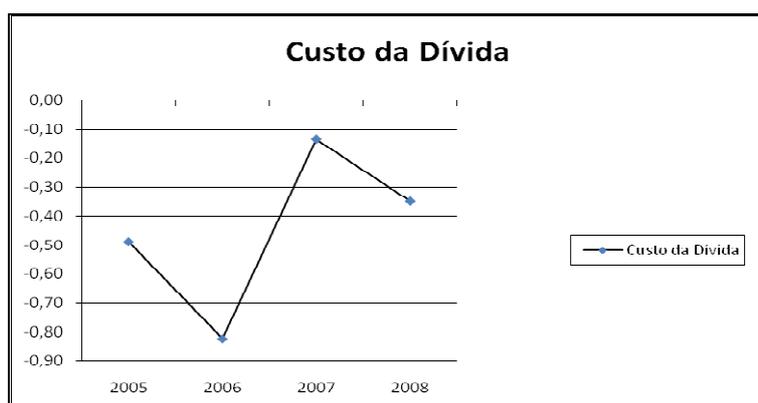


Gráfico 38: Indicador Econômico Custo da Dívida- JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - JBS

Em 2007, o impacto da variação cambial no valor de R\$ 82.809 referente investimentos em moeda estrangeira e a amortização de ágio no valor de R\$ 73.134 não afetaram o EBITDA, como pode ser observado no gráfico 39 e consequentemente o lucro líquido, uma vez que não gera efeito de caixa e em 2008 a variação cambial sobre investimentos em moeda estrangeira foi registrada numa conta específica do patrimônio líquido, não afetando o resultado.

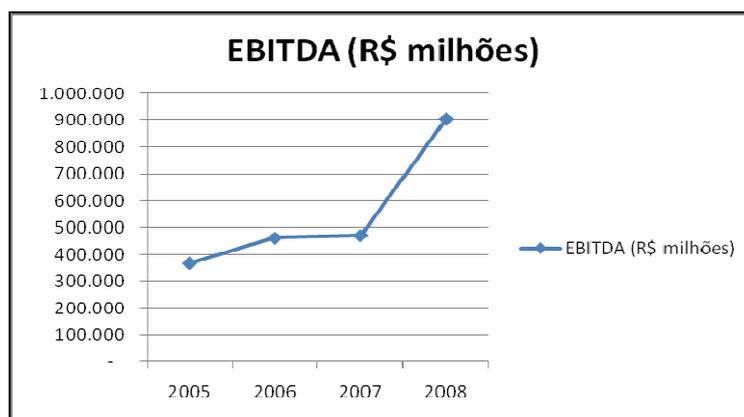


Gráfico 39: Indicador Econômico EBITDA- JBS

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras – JBS

Em relação a distribuição do valor adicionado, a JBS apresentou sua demonstração a partir de 2008, a qual foi reproduzida na tabela 5.3.1.

No ano de 2008 distribuiu-se R\$ 5,6 milhões, representando 17,37% da receita líquida do período. Do montante distribuído, pessoal e encargos ficou com R\$ 2,6 milhões representando 50,48% enquanto que juros e alugueis ficou com R\$ 2,31 milhões representando 44,01%.

Tabela 5.3.1. Relação DVA x Receita Líquida - JBS

DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO- JBS SA		
	2008	
	R\$	%
8 - DISTRIBUICAO DO VALOR ADICIONADO	5.268.700	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	2.659.398	50,48
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	268.168	5,09
8.3) Juros e alugueis.....	2.318.596	44,01
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	22.538	0,43
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	5.268.700	100,00
RELAÇÃO DVA X RECEITA LÍQUIDA - JBS SA		
	2008	
	R\$	%
RECEITA LÍQUIDA	30.340.255	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	2.659.398	8,77
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	268.168	0,88
8.3) Juros e alugueis.....	2.318.596	7,64
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	22.538	0,07
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	5.268.700	17,37

5.4 Braskem SA

Os cálculos dos indicadores econômicos e financeiros foram realizados com base nas demonstrações financeiras contábeis da controladora Braskem SA, abrangendo os períodos de 2005 a 2008. Os resultados estão dispostos na tabela 4.4.3.

Tabela 4.4.3 Cálculo dos indicadores da Braskem de 2005 a 2008

BRASKEM				
Indicadores Econômicos e Financeiros	%			
	2005	2006	2007	2008
Liquidez Imediata	0,39	0,37	0,28	0,39
Liquidez Seca	0,76	0,64	0,63	0,62
Liquidez Corrente	1,09	0,93	0,99	1,01
Liquidez Geral	0,55	0,57	0,60	0,51
Giro do Ativo/Investimento	1,02	0,91	1,02	0,71
Giro dos Recursos Próprios	4,00	2,69	3,93	2,15
Retorno sobre o Ativo (ROA)	5,55	-0,19	2,53	-10,26
Composição do Endividamento	36,99	46,92	38,97	39,38
Grau de Endividamento (Em Reais)	220,25	253,70	196,28	515,17
Cobertura de juros pelo operacional	1,43	-0,03	1,75	-0,64
Grau de Alavancagem Financeira	1,93	0,31	4,17	-41,05
Retorno sobre o Patrimonio Liquido (RSPL)	17,31	1,78	11,99	-40,44
Retorno sobre o Investimento (ROI)	8,97	5,67	2,88	0,99
Margem Líquida	5,97	0,71	4,52	-20,80
Custo da Dívida	5,17	8,28	-3,28	19,62
Ebitda (R\$ milhões)	1.938	1.002	1.294	1.073

Fonte: elaborada pela autora através de dados das demonstrações financeiras

Conforme gráfico 40, a empresa apresenta baixa disponibilidade financeira para saldar as dívidas de curto prazo, sendo a liquidez corrente a mais equilibrada do período analisado.

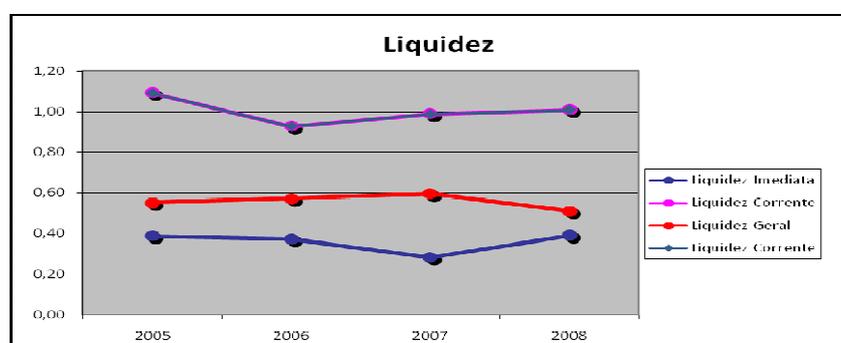


Gráfico 40: Indicador Econômico Liquidez- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

De 2005 a 2007 a empresa manteve a mesma produtividade em relação as receitas geradas comparativamente ao total de recursos aplicados, porém em 2008 houve uma redução de 30%, conforme apontado no gráfico 41.

Em relação ao capital próprio, o índice revelou que a empresa utilizou os recursos próprios de forma ponderada de 2005 a 2007, mas em 2008 o índice apresentou um acréscimo como pode ser melhor visualizado no gráfico 42.

Os resultados da Braskem em 2006 com investimentos reconhecidos pelo método da equivalência patrimonial (participações em sociedades controladas), excluindo os efeitos da amortização de ágios decorrentes, principalmente dos investimentos copexul e petroflex, foi de R\$ 98 milhões, 8% abaixo dos R\$ 215 milhões registrados em 2005. Parte da variação é explicada pela consolidação integral da Politenio em 2006, dada a aquisição de seu controle pela Braskem. O valor do resultado da participação de 34% na Politenio, em 2005 foi de R\$ 29 milhões.

Os investimentos de 2006 no ativo imobilizado foram referentes a automação industrial e o aumento de capacidade nas unidades industriais.



Gráfico 41: Indicador Econômico Giro do ativo/Investimento- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras – Braskem

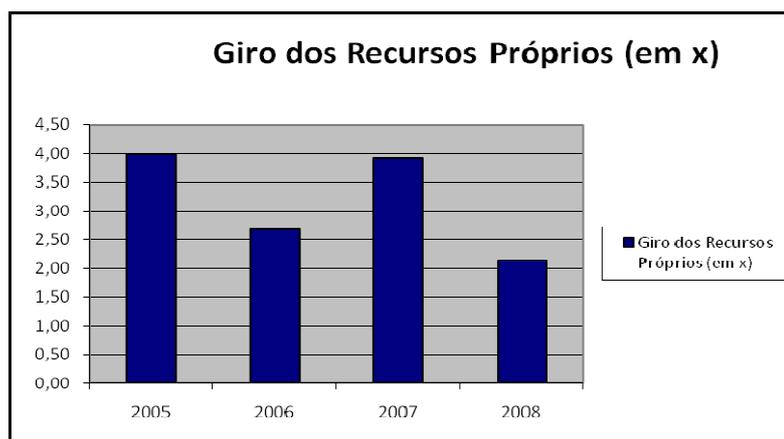


Gráfico 42: Indicador Econômico Giro dos Recursos Próprios- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

Quanto ao retorno sobre o ativo, face as despesas financeiras líquidas que durante o período de 2005 a 2008 cresceram 534% a empresa não conseguiu bom desempenho na geração de lucros em relação aos recursos aplicados no seu ativo. O período de 2008 foi o que mais teve impacto, pois enquanto 2005 a 2006 o percentual em relação a receita líquida ficou na média de 4%, em 2008 chegou a 34%.

A despesa que mais impactou foi a variação cambial, face a acentuada desvalorização do real de 32% em 2008, conforme gráfico 43 Como a empresa possui exposição líquida ao dólar (passivos atrelados a esta moeda maior que os ativos) essa variação impactou significativamente o resultado financeiro.

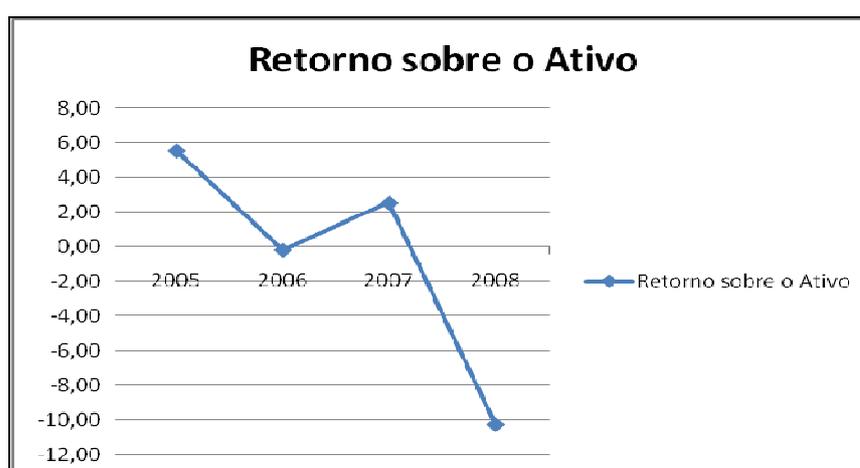


Gráfico 43: Indicador Econômico Retorno sobre o Ativo- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

Para efeito de registro contábil do compromisso a pagar por esta aquisição, a companhia projetou as variáveis que definirão o preço final das ações e, em 3 de dezembro de 2006 reconheceu provisão para o complemento de preço estimado, que está apresentado no passivo circulante, na rúbrica “demais provisões e contas a pagar” revertendo o deságio e gerando ágio no montante de R\$ 79.788.

Em 2006 as obrigações de curto prazo representam 45% do total de obrigações e a partir de 2007 teve uma leve queda, conforme demonstrado no gráfico 45.

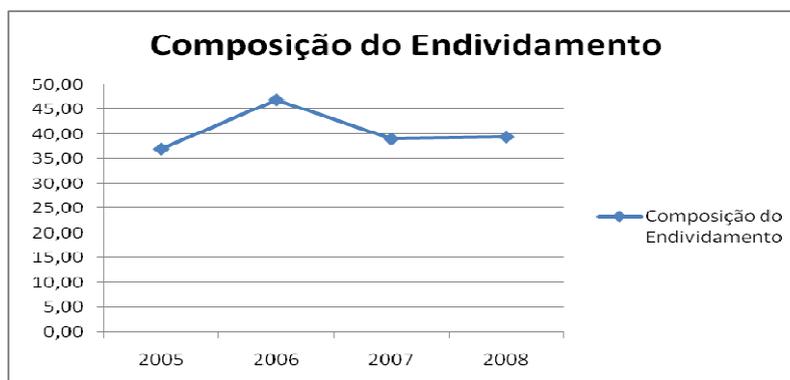


Gráfico 44: Indicador Econômico Composição do endividamento - Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

O aumento no endividamento da empresa foi alavancado pelos investimentos realizados na companhia, pagamento de dividendos e juros sobre o capital no valor de R\$ 326 milhões. Também houve recompra de ações no valor de R\$ 182 milhões e o pagamento inicial da Politeno no valor de R\$ 238 milhões. Em 2008 a empresa realizou novas aquisições em valor aproximado de R\$ 638 milhões, recompra de ações no valor de R\$ 107 milhões e a liquidação da compra da Politeno no valor de R\$ 247 milhões, conforme gráfico 45.

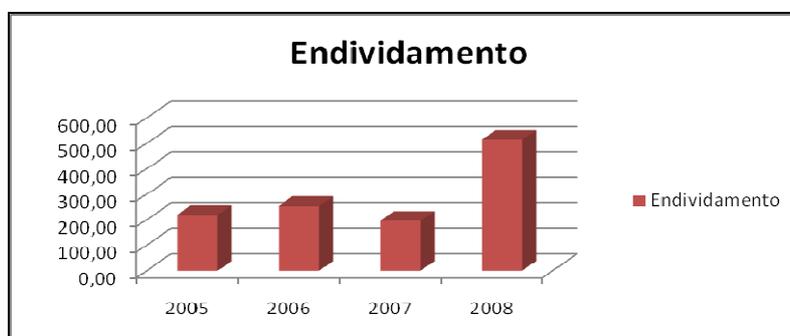


Gráfico 45: Indicador Econômico Endividamento- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

O índice de cobertura de juros revela que a capacidade de geração de recursos para a cobertura de despesas financeiras em 2005 foi negativa, mas a partir de 2006 houve um crescimento e em 2007 havia se recuperado em relação aos períodos anteriores, mas em 2008 face a acentuada desvalorização do real, a despesa de variação cambial impactou negativamente, conforme gráfico 46. Esta falta de capacidade em cobrir as despesas financeiras repercutiu negativamente na análise da alavancagem financeira, que é o índice que calcula a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários, como pode ser observado no gráfico 47.

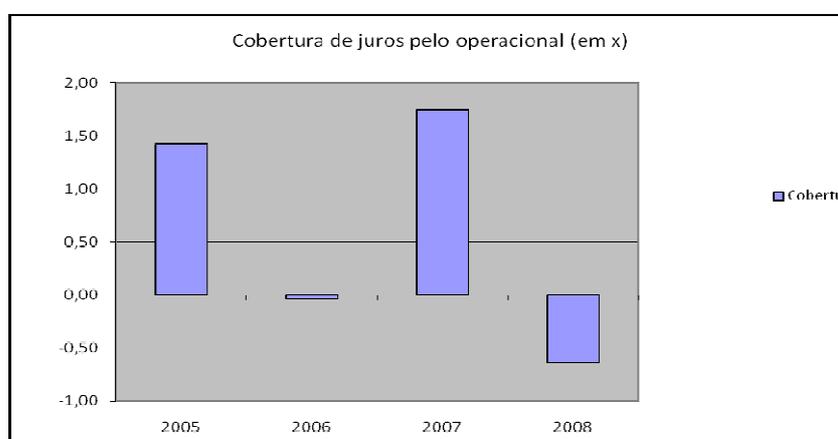


Gráfico 46: Indicador Econômico - Cobertura de juros pelo operacional -Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

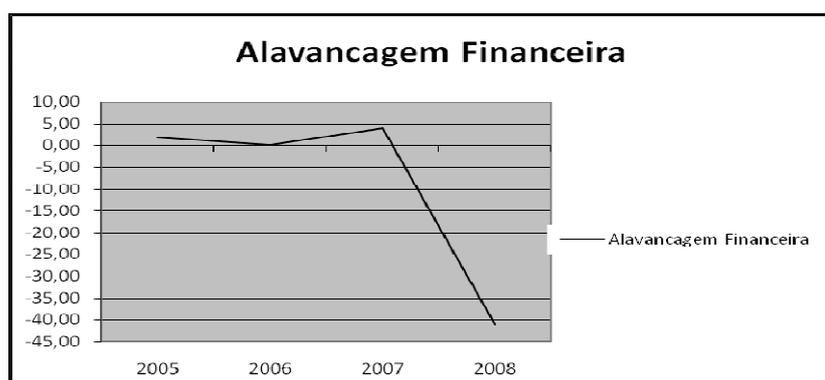


Gráfico 47: Indicador Econômico Alavancagem Financeira - Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

Em 2006 a rentabilidade da Braskem foi impactada pelo excesso momentâneo de capacidade de polietileno no mercado brasileiro e a combinação de preços elevados de

petróleo e de nafta associados à alta volatilidade dessas duas *commodities* no mercado internacional. Apesar do cenário aparentemente desfavorável, acreditando que o processo de consolidação da pretoquímica brasileira é fundamental pra a melhoria da competitividade do setor, a Braskem adquiriu o controle da Politenó que foi aprovado pelo CADE, por unanimidade e sem restrições.

No período abrangido por essa análise a empresa ainda não conseguiu gerar retorno para os acionistas conforme gráfico 48 e 49.



Gráfico 48: Indicador Econômico Retorno sobre o patrimônio Líquido- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

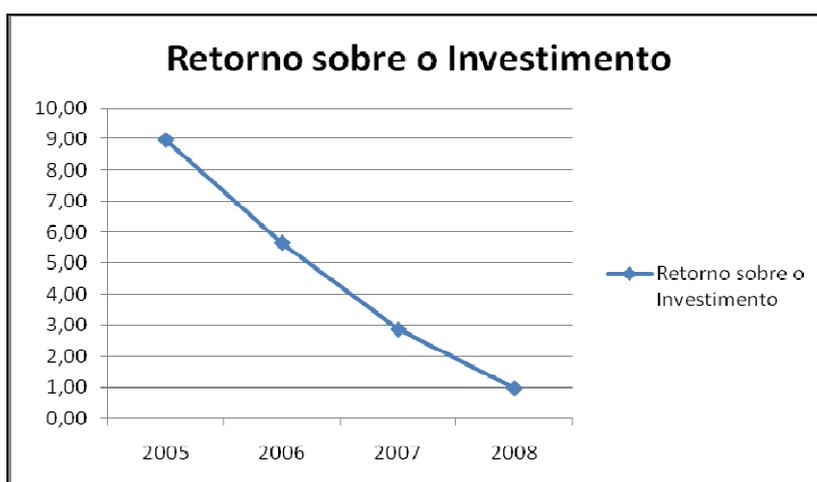


Gráfico 49: Indicador Econômico Retorno sobre o Investimento - Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

Em relação a eficiência no controle dos gastos totais em relação a receita líquida a empresa apresentou uma redução em virtude do impacto gerado principalmente pelas despesas financeiras mais acentuadas em 2008, conforme gráfico 50.

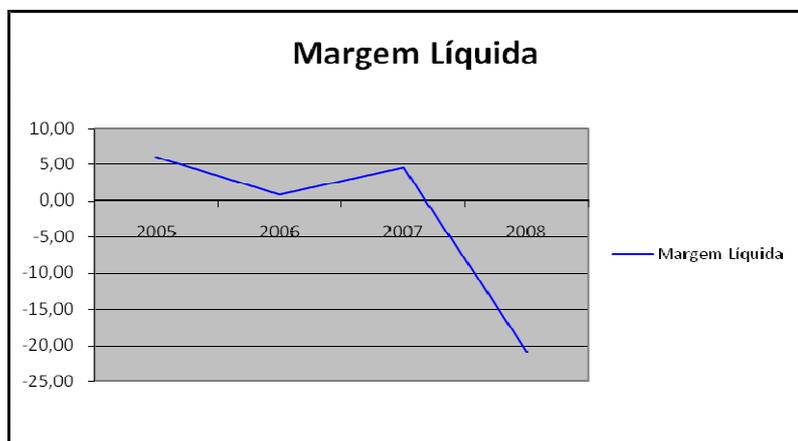


Gráfico 50: Indicador Econômico Margem Líquida- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras – Braskem

A despesa financeira líquida em 2008 foi 34% da receita líquida, quando comparada aos exercícios anteriores que ficou em torno de 5% da receita líquida causada pela acentuada desvalorização do real de 32% em 2008, a qual gerou um custo de dívida de 19,62%, enquanto que em 2005 representava 5,17%, conforme gráfico 51.

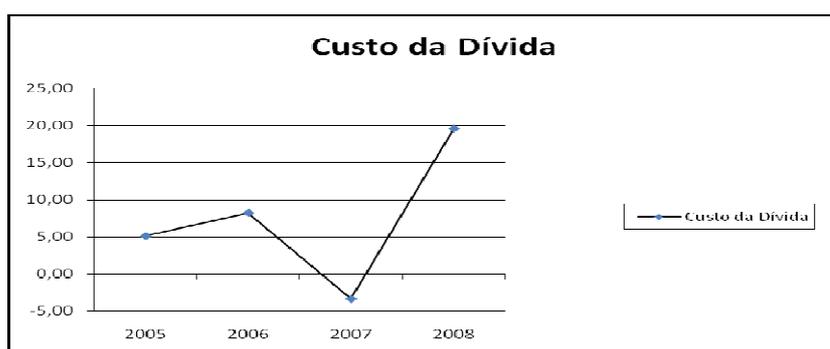


Gráfico 51: Indicador Econômico Custo da Dívida- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

As despesas gerais e administrativas cresceram R\$ 45 milhões, sendo R\$ 26 milhões referentes as despesas da Politen, consolidadas a partir de abril de 2006, quando a Braskem

adquiriu seu controle e R\$ 15 milhões são despesas não recorrentes relativas à integração da Politen e reestruturação nos negócios de poliolefina, pet e caprolactama.

As despesas de vendas cresceram 142 milhões no período, sendo: 26 milhões referente ao ajuste de critério de provisionamento na Politen e 21 milhões de despesas com vendas.

O efeito da variação cambial negativo em 2008 não teve impacto direto sobre o caixa e automaticamente sobre o EBITDA, conforme gráfico 52.

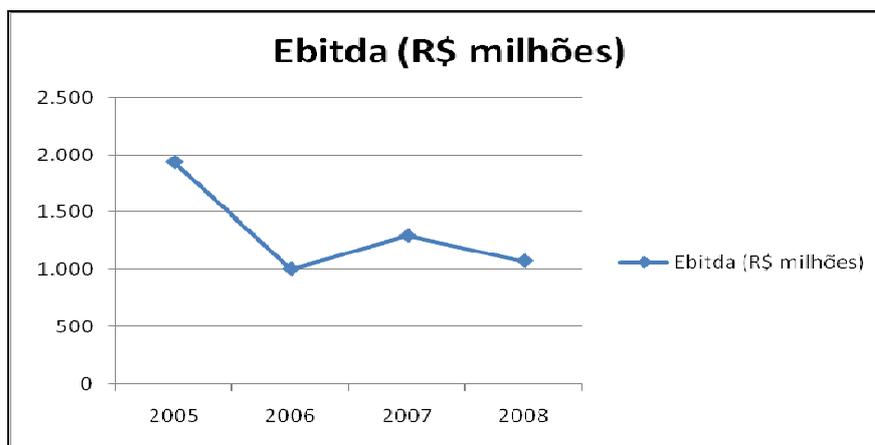


Gráfico 52: Indicador Econômico EBITDA- Braskem

Fonte: elaborado pela autora através das demonstrações financeiras - Braskem

Em relação a distribuição do valor adicionado, a Braskem apresentou suas demonstrações a partir de 2006, a qual foi reproduzida na tabela 5.4.1. No ano de 2006 distribuiu-se R\$ 1,7 milhões, representando 16,23% da receita líquida do período, 2007 R\$ 541 mil representando 3,97% , enquanto que 2008 R\$ 796 mil, representando 6,61 da receita líquida do período. Do montante distribuído, remuneração de capitais de terceiros ficou com 47,21%, em 2006 pessoal e encargos ficou com 66,6% e outros (retenção de lucros, ajustes lei 11.638) representou 77,3% em 2007, enquanto que em 2008 juros e alugueis representou 514,10% do montante distribuído.

Tabela 5.4.1 Relação DVA x Receita Líquida Braskem SA

DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO- BRASKEM SA						
	2006		2007		2008	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
8 - DISTRIBUICAO DO VALOR ADICIONADO	1.773.654	100,00	541.978	100,00	796.771	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	413.882	23,33	360.757	66,56	338.352	42,47
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	432.878	24,41	-107.367	-19,81	-1.130.878	-141,93
8.3) Juros e alugueis.....	837.312	47,21	-328.848	-60,68	4.096.220	514,10
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	36.933	2,08	199.947	36,89	-2.506.923	-314,64
8.5) Outros (reservas, ret lucros, ajustes).....	52.649	2,97	417.489	77,03	0	0,00
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	1.773.654	100,00	541.978	100,00	796.771	100,00

RELAÇÃO DVA X RECEITA LÍQUIDA - BRASKEM SA						
	2006		2007		2008	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
RECEITA LÍQUIDA	10.931.443	100,00	13.662.455	100,00	12.049.756	100,00
8.1) Pessoal e encargos.....	413.882	3,79	360.757	2,64	338.352	2,81
8.2) Impostos, taxas e contribuicoes.....	432.878	3,96	-107.367	-0,79	-1.130.878	-9,39
8.3) Juros e alugueis.....	837.312	7,66	-328.848	-2,41	4.096.220	33,99
8.4) Juros s/ capital proprio e dividendos/lucros Retidos....	36.933	0,34	199.947	1,46	-2.506.923	-20,80
8.5) Outros (reservas, ret lucros, ajustes).....	52.649	0,48	417.489	3,06	0	0,00
VALOR ADICIONADO DISTRIBUIDO.....	1.773.654	16,23	541.978	3,97	796.771	6,61

Fonte: Demonstrações Financeiras Braskem www.cvm.gov.br

VI CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após levantamento das informações contidas no Protocolo e Justificação encaminhados e aprovados pelo CADE e investigações realizadas nos Relatórios da Administração, Notas Explicativas anexas às Demonstrações Contábeis Financeiras dos períodos de 2005 a 2008 e da análises dos indicadores econômicos financeiros constatou-se que:

- pela concorrência cada vez mais acirrada entre empresas, as mesmas tem-se tornado cada vez mais competitivas, seja para ganhar ou manter sua participação no mercado, fortalecendo suas posições e melhorando seus resultados e que estes avanços estratégicos tem sido cada vez mais por meio de combinações de negócios, adquirindo controles ou apenas fundindo umas com outras, pois tal iniciativa permite o fortalecimento empresarial de diversas formas, como por exemplo, ganhos com economias de escala e de escopo e incremento da dominância de mercado, seja no âmbito de produção, praça ou preço, evidenciando a importância que a combinação de negócios tem alcançado no mundo empresarial nos últimos tempos.
- nem sempre uma combinação de negócios está diretamente ligada a maximização da riqueza dos proprietários e sim a sobrevivência da empresa, sua condição de manter-se no mercado ou mesmo alcançar uma maior participação, não significando propriamente a maximização e sim a continuidade da mesma. Possivelmente isso explica a explanação de Harding e Rovit (2005) que relatam que não se pode medir sucesso sem ter em mente os objetivos que levaram a decisão da operação, o que explica porque alguns executivos relatam que suas operações, ainda que fora dos padrões de sucesso, atingiram os objetivos. Por outro lado, observou-se que o sucesso ou fracasso da operação nem sempre está relacionado com ter alcançado os objetivos ou não, porque durante o percurso acontecem problemas relacionados a cultura, integração, fiscal, entre outros que acabam impactando o sucesso da operação, embora os objetivos tenham sido atingidos.
- em relação aos ganhos de sinergia decorrentes das operações observou-se que o resultado pode não estar totalmente refletido no período

analisado, o que sinaliza que tais efeitos podem ser mais percebidos em longo prazo.

- em relação ao desempenho econômico e financeiro pós-operação verificou-se que as empresas analisadas estiveram expostas a outros eventos, não só em relação a estrutura societária (outras aquisições no período) como também a fatores externos (crise econômica mundial que eclodiu nos Estados Unidos em 2008) e mudanças na legislação contábil (Lei 11.638/07) que prejudicaram as análises sobremaneira distorcendo o resultado do desempenho normal da empresa.
- A riqueza distribuída conforme a DVA das empresas analisadas ficou em sua maior parte para remuneração de capitais de terceiros evidenciando o impacto das despesas financeiras, principalmente no ano de 2008, com a B2W distribuindo 56,6%, JBS 44,01, Vale 46,19 e Braskem 33,99%.

6.1 Operação de Fusão da Submarino e Americanas.Com

Considerando o relato dos administradores da companhia, conforme consta no Protocolo e Justificação datado de 27 de novembro de 2006 que a fusão traria maior benefício aos acionistas e uma maior otimização e sinergia de suas respectivas atividades e que a fusão foi recomendada com o objetivo de que a sociedade resultante da operação se beneficiasse de crescimento acelerado de receitas, por meio de oferecimento de novos produtos e serviços à nova base de clientes, bem como o desenvolvimento de novos nichos de negócios, conclui-se que a fusão resultou em :

- sinergias, com o aumento das receitas beneficiadas pelo incremento nas vendas e com o oferecimento de novos produtos e investimentos nas subsidiárias Ingressos.Com, B2W Viagens e Submarino Finance;
- melhora na liquidez da companhia, com o aumento da sua capacidade de cumprir seus compromissos de curto prazo;
- crescimento na sua solidez financeira;
- maior poder de negociação junto a fornecedores e instituições financeiras;
- elevado grau de endividamento, originados de emissão de debêntures para compra de suas ações no mercado, Financiamento BNDES e FINAME,

porém conforme Relatório da Administração faz parte da estratégia da empresa o alongamento de dívidas, facilitado pela nova estrutura econômica da companhia.

6.2 Operação de Aquisição da Empresa Inco pela Vale

Considerando que o objetivo da aquisição foi o aumento de escala e entrada em novo negócio, conforme Protocolo e Justificação enviado e aprovado ao CADE, e analisando o Relatório da Administração, notas explicativas e as demonstrações financeiras de 2005 a 2008, por meio dos cálculos de indicadores econômicos e financeiros conclui-se que:

- a partir de 2006 o EBITDA do segmento de minerais não ferrosos aumentou rapidamente chegando em 2007 quase às mesmas proporções do EBITDA do segmento de Minerais Ferrosos, demonstrando que a aquisição da Inco foi bastante significativa.
- a Vale obteve ganhos de sinergia com tecnologia e *know-how* passando projetos seus para a Inco, já que ainda não trabalhava com níquel, estavam apenas em projetos como Onça Puma, Vermelho e São João do Piauí.
- com a aquisição da Inco, a Vale obteve um nível recorde de produção de níquel refinado, constituindo assim num dos mais importantes indicadores de integração da operação.
- apesar de não poder relacionar diretamente à operação, a partir do período de aquisição, ocorreu uma melhora relevante na liquidez e um crescimento na sua solidez financeira;

6.3 Operação de Aquisição da Empresa Swift pela JBS

Considerando que o objetivo da aquisição foi obter ganhos de escala e diversificação e tornar o maior produtor de carne bovina do mundo, com acesso a todos os mercados mundiais e plataforma de produção nos quatro maiores países produtores do mundo (Brasil, Argentina, EUA e Austrália), conforme Assembléia Geral Extraordinária, e analisando o Relatório da Administração, notas explicativas e as demonstrações financeiras de 2005 a 2008, por meio dos cálculos de indicadores econômicos e financeiros conclui-se que:

- a JBS alcançou a marca de primeira do mundo em capacidade de abate de 51,4 mil cabeças por dia, conforme divulgado no Relatório da Administração;
- o objetivo de posicionar-se para abastecer os mercados de carne em todo o mundo foi alcançado, conforme Relatório da Administração, que relata que a JBS, após a aquisição inseriu-se em 100% dos mercados consumidores do mundo, com plantas instaladas nos quatro países produtores de carne bovina, Brasil, Argentina, EUA e Austrália;
- em relação a sinergia, no combinado das duas operações houve um ganho de escala e diversificação, alcançando o objetivo da aquisição;

6.4 Operação de Aquisição da Empresa Politenó pela Braskem

Considerando que o objetivo da aquisição foi a criação de valor através de sinergias adicionais, consolidação de vantagens competitivas, alinhamento de interesses entre os acionistas das empresas petroquímicas de primeira e segunda geração e o aumento das ações em circulação no mercado, conforme Protocolo e Justificação enviado e aprovado ao CADE, analisando o Relatório da Administração, notas explicativas e as demonstrações financeiras de 2005 a 2008, por meio dos cálculos de indicadores econômicos e financeiros conclui-se que:

- em relação a sinergia, foi identificado um crescimento nas receitas de 30% quando comparadas o exercício que ocorreu a aquisição com o exercício anterior. Foram observados que no exercício de 2008 as despesas gerais e administrativas foram reduzidas em aproximadamente 8%, mas não se pode afirmar que foi exclusivamente por conta da captura da sinergia, já que neste período a empresa implantou um programa de redução de custos, além de ter adquirido outras empresas. Neste mesmo período as despesas com vendas também foram reduzidas em aproximadamente 19%, que segundo informações divulgadas no Relatório da Administração foram por conta da captura de sinergia alinhada com o programa de redução de custos.
- em relação a consolidação das vantagens competitivas, observou-se que a aquisição permitiu a melhoria de portfólio de produtos e clientes, bem como o fortalecimento de liderança da companhia no mercado de polietileno,

com o acréscimo de 360 mil toneladas à sua capacidade anual de produção dessa resina.

- em relação às análises dos indicadores econômicos financeiros observou-se que em 2006 a rentabilidade da Braskem foi impactada por uma combinação de preços elevados do petróleo e da nafta associados à alta volatilidade dessas duas *comodities* no mercado internacional, além do excesso momentâneo de capacidade de polietileno no mercado brasileiro, dessa forma não se pode afirmar que a operação de aquisição tenha influenciado diretamente a rentabilidade da empresa.

Conclui-se que a operação de fusão entre a Submarino e a Americanas.com, a aquisição da Inco pela Vale, a aquisição da Swift pela JBS e a aquisição da Politenos pela Braskem atingiram seus objetivos iniciais informados nos Protocolos e Justificações enviados ao CADE e divulgados nos Relatórios da Administração, mas não necessariamente pode-se afirmar que os impactos observados nos períodos sejam exclusivos dessas operações, sejam positivos ou negativos, uma vez que o sistema de análises através de indicadores podem distorcer alguma informação, além do que, essas operações não são fatos isolados, isto é, as empresas estiveram expostas a outros tipos de fatores que acabam por impactar seu desempenho, como por exemplo, a crise mundial eclodida nos Estados Unidos e o fato das empresas estarem em constante reestruturação, dificultando a análise sobre o desempenho de uma operação específica, no hiato temporal pesquisado.

6.5 Limitações do estudo

Alguns fatores devem ser considerados neste estudo:

- o período analisado pode não ter sido suficiente para que as operações pudessem apresentar os impactos esperados, provavelmente o hiato temporal tem que ser maior;
- o número de empresas analisadas pode não ter sido suficiente como amostra;

- apesar do objetivo não ser o estudo em empresas de mesmo segmento, este fato não possibilitou a identificação de características de mercado que explicassem quaisquer impactos observados nas análises.

6.6. Recomendações para novas pesquisas

Conforme Basile (2010) o Cade (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) divulgou que a expectativa de fusões e aquisições para 2010 é ultrapassar o número de 700 e que será um novo recorde, uma vez que o número maior alcançado até hoje foi de 668 negócios em 2000.

Diante disso, sugere-se para pesquisas futuras, que a questão levantada neste estudo seja estendida a um maior número de empresas, abrangendo um maior período para análises dos impactos das operações.

7 Referências

ACIOLI, Marcela. **Fusão, Cisão e Incorporação.** Disponível em <http://www.colaweb.com/administração/fusão-cisão-e-incorporação>. 2009. Acesso em 01/2010.

AMARAL, Alexandre Cintra do. **Metodologia de Avaliação de empresas: Teoria e Prática.** Integração. Jan-fev-mar-2009 ano xv, n 56. 7-12. Disponível em: ftp://ftp.usjt.br/pub/revint/07_56.pdf. Acesso em 03/10/2010.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, Disponível em <http://www.anbima.com.br>. Acesso em 04/2010.

ANUÁRIO 2007, **Análise Companhias abertas: O perfil das empresas negociadas no Novo Mercado, nos Níveis 1 e 2 de governança Corporativa da Bovespa, e as listadas no Ibovespa e IbrX**, Distribuição Dirigida.

ANUÁRIO 2008, **Análise Companhias abertas: O perfil das empresas negociadas no Novo Mercado, nos Níveis 1 e 2 de governança Corporativa da Bovespa, e as listadas no Ibovespa e IbrX**, Distribuição Dirigida.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor.** Editora Atlas, 2ª Edição; 2006.

_____. **Estrutura e análise de Balanços.** 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2002. 320 p.

_____. **Um Enfoque Econômico-Financeiro.** 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. **A Dinâmica das Decisões Financeiras.** Caderno de Estudos FIPECAFI, V. 9 – Julho/Dezembro 1997, págs. 9/25. São Paulo.

BARROS, Betania Tanure de . **Fusões e Aquisições no Brasil.** São Paulo: Atlas, 2003.

BASILE, Juliano. **Cade prevê volume recorde de fusões em 2010.** Jornal Valor Econômico, São Paulo, 1 ago. 2010. Brasil, p. A4.

BEATON, J. **Mergers Efficiencies and the Problem of Static Welfare Analysis.** University of Virginia School of Law.2006.

BECKER, G. V. **O Papel da Gestão de Pessoas em Processos de Fusões e Aquisições de Empresas** In: Encontro Anual da Associação Nacional de Programas de Pós-graduação em Administração, 2002, Salvador, BA, Anais....CD-ROON.

BRASIL Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL Lei Ordinária nº 9.457, de 05 de Maio de 1.997.

BRASIL Lei nº 9959, de 27 de Janeiro de 2000.

BRASIL Lei 9.249, de 26 de Dezembro de 1.995.

BRASIL Lei 10.303, de 31 de Outubro de 2001.

BRASIL Lei nº 8.884, de 11 de Junho de 1.994.

BRASIL Lei nº 11.638 de 28 de Dezembro de 2.007.

BREALEY, Richard A. e MYERS, Stewart C. **Princípios de Finanças Empresariais**. McGraw-Hill: 1998.

BROCHADO, Edna Márcia Magalhães, YOSHITAKE, Mariano. **O Controle Contábil e a Responsabilidade Social das Empresas**. Disponível em <http://www.unincor.br/revista/controle%20contabil.html>. Acesso em 02/08/2010.

CERBASI, Gustavo P. **Metodologias para determinação do valor das empresas**: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) –Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA – CADE. Guia Prático do Cade: A defesa da concorrência no Brasil= Cadê Practical Guide: The defense of competition in Brazil/Cade-3.ed. revista ampliada e bilíngüe= 3rd. Edition revised and expanded – São Paulo: CIEE, 2007. 112p, Il. (Coleção CIEE Especial= CIEE Special collection). 1-Economic- Brasil I. Título II. Série.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim ; MURIN, Jack. **Avaliação de Empresas- Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas-** 3ª edição. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

COSTEIRA, Maria Fernanda da Silva. **Análise do Desempenho Econômico, Financeiro, Social e Ambiental de Empresas: Um Estudo de Empresas do Setor Alimentício**. Dissertação de Mestrado. Universidade Católica de Santos, Santos, 2005.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

DE LUCA, Márcia M. Mendes. **Demonstração do Valor Adicionado: do Cálculo da riqueza criada pela empresa a valor do PIB**. São Paulo: Atlas, 1998.

ERNST& YOUNG, **Guia da Ernst Young para administração de fusões e aquisições: Um guia prático para os executivos que precisam saber tudo sobre fusões e aquisições**. Editor: Stephen L. Key. Rio de Janeiro: Ed. Record, 1992.

EXAME, Revista Exame, Melhores e Maiores: **As 1000 maiores empresas do Brasil**, ed. 2009.

FAMÁ, Rubens; SANTIAGO FILHO, Jair Luiz. **Avaliação de empresas através de múltiplos**: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA. In: SEMNÁRIO DE ADMINISTRAÇÃO- Semead, 5, São Paulo, 2001. Anais...São Paulo: FEA/USP/Programa de Pós-Graduação em Administração, 2001. 1 CD-ROM.

FIPECAFI, Fundação de Pesquisas Contábeis, Atuárias e Financeiras, **Avaliação de empresas: da Mensuração contábil à econômica**/FIPECAFI; Eliseu Martins (organizador). São Paulo:Atlas, 2001.

FERNANDEZ, José Dominguez. **Uma contribuição à avaliação econômica e financeira de Entidades Fechadas de Previdência Privada-EFPP**. 2001. 274f. *Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie*, São Paulo.

FUBINI, David. **Fusões: Liderança, Desempenho e Saúde Corporativa**/ David Fubini, Colin Price, Maurizio Zollo; tradução Raul Rubenich- Porto Alegre: Bookman, 2008.

GIL, ANTONIO CARLOS. **Como elaborar Projetos de Pesquisa**. 4ª edição. Atlas São Paulo: 2002.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios da Administração Financeira**, 10ª edição. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GUARITA, Sérgio Antonio D. **Fusões e Aquisições no Brasil: evolução do processo**. **FAE BUSINESS**, n. 3, Set. 2002. Disponível em: http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_FAE_BUSINESS/n3_SETEMBRO_2002/Ambiente_economico4_fusoes_e_aquisicoes_no_brasil.pdf. Acesso em 13 abr. 2010.

HAIJ, Zaina Said El. LISBOA, Lázaro Plácido. **Business Combinations e Consolidação das Demonstrações Contábeis: Uma Abordagem Comparativa Entre os Pronunciamentos e Normas dos US-GAAP, IASC e Brasil**. Revista Contabilidade & Finanças Fipecafi – FEA – USP, São Paulo, v. 16, n. 27, p. 33 – 58, setembro/dezembro 2001.

HARDING, David. ROVIT, Sam, tradução: Sabine Alexandra Holler, **Garantindo o sucesso em fusões e aquisição: quatro decisões-chave para a sua próxima negociação**, Rio de Janeiro, Ed. Elsevier, 2005.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R.E. **Administração Estratégica**. São Paulo: Thomson, 2005.

HOLANDA, Fernanda Marques de Almeida; ALBUQUERQUE, Lúcia Silva; CARVALHO, José Ribamar Marques de; CAVALCANTE, Paulo Roberto Nóbrega. **Avaliação de empresas: uma abordagem das diversas metodologias**. Rev. Ciênc. Admin., Fortaleza, v. 13, n.1.p.100-109, ago.2007.

HUNDZINK, Antonia Palácios Navarro. **Governança Corporativa e a Contabilidade: Uma contribuição ao estudo da evidência contábil de riscos empresariais**. 2005. Dissertação de **Mestrado em Ciências Contábeis**. Blumenau: Universidade Regional de Blumenau.

IGNÁCIO, Laura. **Empresa Sucessora deve pagar multa aplicada antes da fusão**, Jornal Valor Econômico, São Paulo, 20 jul. 2010. Brasil, p. A.4.

IUDICIBUS, Sergio de. **Contabilidade Gerencial**. Editora Atlas 6ª edição. São Paulo:1998.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em WWW.ibgc.org.br. Acesso em junho/2010.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia; SANTOS, Ariovaldo dos; ASSAF NETO, Alexandre. FIPECAFI Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuárias e Financeiras FEA/US. **Retorno de Investimento- Abordagem Matemática e Contábil do Lucro Empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Técnicas de Pesquisa: Planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 6. Ed. 296 p. São Paulo: Atlas, 2006.

LOPES, Cintya Maria. **Fusões Empresariais & Confusões Humanas: A Bioenergética e o lado humano das Fusões e Aquisições**. Trabalho de Conclusão do Curso A Gestão do humano nas Organizações, da Área de Bionergética Organizacional. Coordenadoras: maria Ercília Rielli e Márcia Barreto Rezende. ZR- Educação para Resultados (IABSP) São Paulo:2008.

LOURENSI, Adriano; BOGONI, Nadia Mar; HOELTGEBAUM, Marianne; SILVEIRA, Amélia; **Coerência e Consistência das Projeções do Fluxo e Caixa em Laudos de Avaliação de empresas**. Universidade de Passo Fundo (UPF-RS), 2008. Disponível em www.congressocfc.org.br/hotsite/trabalhos-1/285.pdf. Acesso em junho/2010.

MARQUES, J.A.V.C. **Análise Financeira de Balanços – Liquidez, retorno e criação de valor**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2004.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de Empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice, 2005.

_____; PEREIRA, Fernando. **Avaliação de Empresas: Um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson Prentice, 2010.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. **Caderno de Estudos da Fipecafi**, São Paulo, v.13, n. 24, p. 28-37, 2000.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços, abordagem básica e Gerencial**. 5ª e 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2003.

_____. **Análise Financeira de Balanços, abordagem básica e Gerencial**. 5ª edição. São Paulo: Atlas 1998.

MELO, Ilma Cantuaria Alves, TINOCO, João Eduardo Prudêncio, FERNANDES, Margareth Fernandes. **Passivo Ambiental- A Importância do Reconhecimento, do Registro Contábil e da Divulgação**. eGesta Revista Eletrônica de Gestão de Negócios. V. 6 no 2 abr-jun/2010.

MINADEO, Roberto, CAMARGOS, Marco Antonio de . **Fusões e aquisições na indústria petroquímica: uma análise, aquisição da Ipiranga pelo Consórcio Petrobrás- Brasken-**

Ultra. Faculdade Santa Rita- FASAR. Disponível www.aedb.br/.../470_aquisicao%20piranga-minadeo-camargos.pdf. Acesso em junho/2010.

MULLER, Aderbal N.TELÓ, Admir Roque. **Modelos de Avaliação de empresas.** Rev FAE, v.6, n. 2, p.97-112, maio/dez.2003

PASIN, Rodrigo Maimone. **Avaliação relativa de empresas por meio de regressão de direcionadores de valor.** 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Palo, 2004.

PORTO, Paulo Costacurta de Sá. **Análise Econômica Micro e Macroeconômica.** Santos: Editora Universitária Leopoldina, 2009.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o Acionista. Um guia para administradores e investidores.** São Paulo. Atlas, 2001.

RASMUSSEN, U. W. **Holdings e Joint Ventures: uma análise transacional de consolidações e fusões empresariais.** São Paulo: Aduaneiras, 1988.

_____ **Aquisições, Fusões & Incorporações Empresariais: Estratégias para comprar e vender empresas no país e exterior.** São Paulo: Aduaneiras, 1989.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W., JAFFE, J.E., **Administração Financeira Corporate Finance.** São Paulo, 1995.

SANTOS, Amanda M. Dos., Gallo, Amyntas. Couto, Priscilla Bianchi, Souza, Antonio Artur. **Efeito das Fusões e Aquisições da Vale no Resultado Operacional. Universidade Federal de Minas Gerais.** Seget – Simpósio d Excelência e Gestão de Tecnologia. 2008.

SANTOS, José Odálio. **Avaliação de Empresas: Cálculo e Intepretação do Valor das Empresas: um guia prático.** 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

SANTOS, Ariovaldo dos. **Demonstração do Valor Adicionado – DVA: Um Instrumento ra medição da geração e distribuição de riquezas nas empresas.** 1999. Tese (livre-docência) – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SECURATO, José Roberto. **Decisões Financeiras em Condições de Risco.** São Palo: Atlas, 1993.

SELLTIZ, COOK e WRIGHTSMAN. **Métodos de pesquisa nas relações sociais.** São Paulo: Universidade de São Paulo, 1965.

SILVA, José Pereira. **Análise financeira das Empresas.** 8ªed. São Paulo: Atlas 2006.

SILVA, A.L.C. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: Melhores Práticas para aumentar o valor da firma.** São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, Daniel Henrique Ferreira da; GALLO, Mauro Fernando; PEREIRA, Carlos Alberto; LIMA, Emanuel Marcos. **As Operações de Fusão, Incorporação e Cisão e o Planejamento Tributário.** Faculdade de Ciências Econômicas de Bauru.

STEWART, G. B. *The quest for value: The EVA management guide*. New York: Harper Business, 1990.

TANURE, Betânia, CANÇADO, Vera L.. **Fusões e Aquisições: Aprendendo com a Experiência Brasileira**. RAE. Vol. 45. nº 2 . 2005.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio; **Balanco Social- Uma Abordagem socioeconômica da contabilidade**, 1984. Dissertação de Mestrado – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo.

_____; **Balanco Social- Uma Abordagem da Transparência e da Responsabilidade Pública das Organizações**. São Paulo: Atlas, 2001.

_____; KRAEMER, Maria Elizabeth Pereira, **Contabilidade e Gestão Ambiental**, 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

_____; TORRE, Ramon Eduardo Lopes de; IMONIANA, Joshua Onome; YOSHITAKE, Mariano. **Análise Econômica, Financeira, Social e Ambiental de Empresas Brasileiras do Setor Siderúrgico: Período de 2002 a 2006**. Disponível em www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/.../390.pdf. Acesso em 02/08/2010.

TOBIAS, Afonso Celso B. **O que é uma Due Diligence? O apoio na tomada de decisão no processo de fusões e aquisições de empresas**. UP-TO-DATE nº 250. Disponível em http://www.google.com.br/search?hl=pt-BR&rlz=1R2ADFA_pt-BRBR363&q=o+que+%C3%A9+due+diligence%3B+cavalcante+consultores&btnG=Pesquisar&meta=&aq=f&aqi=&aql=&oq=&gs_rfai=. Acesso em 20/03/2010.

TORRE, Ramon Eduardo Lopes. **Análise Econômica, Financeira, Social e Ambiental de empresas brasileiras do setor de siderurgia de aços planos periodo de 2002 a 2006**. Dissertação de mestrado- Universidade Católica de Santos, Programa de Mestrado em Gestão de Negócios, 2008.

TRIZI, Juliana Sewruk, PACHECO, André Augusto Spicciati, MARTELANC, Roy, PASIN, Rodrigo Maimone. **Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil**. Disponível em <http://cashflow/912roy-martelanc-survey.pdf>. Acesso em 08/08/2010.

VASCONCELOS, Nanci Pereira. **Manual para edição de trabalhos acadêmicos**. São Paulo: Fiúza, 2002.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia, YOSHITAKE, Mariano, NASCIMENTO, João Aguiinaldo do. Fatores de Prognóstico: **Proposta de um Modelo Econométrico de Avaliação de Desempenho Baseado em Regressão Logística**. RAU- Revista de Administração da Unimep. V. 3, n. 2, Maio/Agosto-2005.

WESTON, J. Fred e BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. 10ª edição Makron Books. São Paulo: 2000.

WINCKLER, Pablo Rozano; TINOCO, João Eduardo Prudêncio, **Governança Corporativa e a Contabilidade**. *Anais do 17º. Congresso Brasileiro de Contabilidade*. Santos, 25 a 28 de Outubro de 2004.

WOOD JR, Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Revista RAE executivo vol. 2 n 4 nov 2003 a jan 2004.

Sítios consultados

<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/2006/10/24/ult82u6284.jhtm>

<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2006/08/12/285241561.asp>

<http://www.cade.gov.br>

http://www.revistafator.com.br/ver_noticia.php?not=6086

www.b2winc.com.

www.vale.com.br

www.inco.com.br

www.submarino.com.br

www.ri.lasa.com.br

www.bovespa.gov.br

www.cvm.gov.br

www.jbs.com.br/ri

www.braskem.com.br