

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

### **AUTORES**

#### **ILMA CANTUÁRIA ALVES MELO**

Universidade Católica de Santos  
cantuaria.melo@gmail.com

#### **JOÃO EDUARDO PRUDÊNCIO TINOCO**

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado  
tinocojoao@uol.com.br

#### **MARIANO YOSHITAKE**

Faculdades Alves Faria - ALFA  
kimimarinamariano@gmail.com

### **RESUMO**

O objetivo deste estudo é o de avaliar os efeitos econômicos e financeiros das combinações de negócios ocorridas nas empresas B2W Companhia Global do Varejo, JBS S.A e Braskem S.A. Utilizou-se a pesquisa descritiva e documental e reelaboração das informações disponíveis por meio de técnicas de análise financeira. Os resultados da pesquisa constatarem que a asserção das empresas participantes de que as operações foram “realizadas com sucesso”, eventualmente, podem ter impactado negativamente o resultado econômico da empresa. Tais aparentes sucessos são suportadas por asserções expressas pelas empresas de ter atingido os objetivos declarados no protocolo e justificação encaminhados e aprovados pelo CADE. Contudo, o estudo deparou-se com falta ou insuficiência de informações, o que explica ou até justifica porque os gestores quase sempre anunciam que a operação foi um sucesso mesmo quando economicamente não se vêem claramente segregados os resultados das combinações de negócios. Tais resultados, contudo, não permitem garantir seus resultados em razão de limitações da pesquisa, entre elas, o tamanho da amostra e os períodos cobertos pela pesquisa. Sugere-se que pesquisas futuras sejam realizadas no sentido de contribuir para a melhoria do conhecimento sobre os problemas levantados neste trabalho.

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

### **ABSTRACT**

The aim of this study is to assess the economic effects of financial and business of the combinations that occurred in companies B2W Companhia Global Retail, JBS SA and Braskem SA used the descriptive and documentary and reworking of the information available through the techniques of financial analysis. The survey results find that the assertion of the participating companies that operations were "carried out successfully," eventually, may have negatively impacted the profitability of the company. These apparent successes are supported by assertions expressed by the company to have achieved the objectives stated in the protocol and justification submitted and approved by CADE. However, the study was faced with missing or insufficient information, which justifies or even explains why managers often announce that the operation was a success even when economically segregated clearly not seen the results of business combinations. These results, however, do not guarantee results because of limitations of the research, including the sample size and the periods covered by the survey. Suggest that future research be conducted to contribute to the improvement of knowledge about the issues raised in this paper.

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

## 1 INTRODUÇÃO

Combinações de Negócios<sup>1</sup> 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.

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 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).

## 2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

### Problema de pesquisa

Segundo Gitman (2004) o objetivo primordial das alterações societárias é a maximização da riqueza dos proprietários, refletida no preço da ação da empresa compradora. Contudo, Wood Jr et al. (2004) relatam que, menos da metade desses movimentos de fusões e incorporações, agregam algum valor às empresas e seus acionistas. 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. Tais fatos apontam para a necessidade de um aprofundamento dos reais motivos desses processos e seus impactos positivos ou negativos nas demonstrações contábeis (financeiras) das entidades.

### Objetivo

Diante do contexto de mudanças em que o Brasil procura atender as exigências internacionais no que se refere à transparência, confiabilidade, o objetivo deste estudo é avaliar aspectos dos efeitos econômicos e financeiros de operações de Fusões, Aquisições e Incorporações ocorridas em empresas de capital aberto, durante o período de 2005 a 2008; 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 da combinação de negócios foram alcançados. O foco do trabalho concentrou-se na identificação dos 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.

## 3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

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:

---

<sup>1</sup> Referem-se às operações de fusão, aquisição e incorporação.

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.

As operações de fusões obrigam à extinção das sociedades envolvidas e à criação de uma nova entidade, a qual assumirá todos 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.

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 15<sup>2</sup> – 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 foram a partir dos exercícios iniciados em ou após 1º de junho de 2009.

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 considerava as combinações de negócios quanto à forma jurídica (incorporação, fusão e cisão).

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 à 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 à divulgação da intenção de alteração societária aos órgãos reguladores.

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.

---

<sup>2</sup> 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.

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).

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.

O artigo 157 parágrafo 6 da Lei 6.404/76 (incluso 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).

Essa notificação precisa informar os aspectos relevantes 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 CADE analisa diversos pontos antes de aprovar ou reprová-la 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.

As demonstrações financeiras, ou demonstrações contábeis, definidas pela legislação societária 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.

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.

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 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.

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.

O EBITDA também é indicador financeiro 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.

A decisão de se 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.

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).

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.

#### 4 METODOLOGIA

A pesquisa foi realizada por meio de análises dos resultados e dos indicadores econômicos e financeiros das empresas que foram calculados, em decorrência dos processos de fusões, aquisições ou incorporações. A escolha das empresas pesquisadas deu-se por sua importância no mercado de sua atuação e por acessibilidade e conveniência da disponibilidade de informações. Foram objeto das análises as demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício) e as informações contidas em Relatórios da Administração e Notas Explicativas do período de 2005 a 2008, das empresas pesquisadas.

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	Braskem SA	Politeno SA	Aquisição/Incorporação	Petroquímica	Nível 1 de Governança Corporativa
2007	JBS SA	SWIFT Ltd.	Aquisição	Comércio de Alimentos	Novo Mercado

Fonte: Organizado pelos autores

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.

#### 5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste item estão apresentadas as análises das demonstrações financeiras (contábeis) das empresas objeto da pesquisa, com o desempenho dos períodos analisados a partir dos resultados das análises horizontal e vertical e o cálculo dos indicadores econômicos e financeiros.

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

Conforme Protocolo e Justificação da Fusão de Submarino SA e Americanas. com SA. Comércio Eletrônico, datado de 27 de Novembro de 2006 a fusão foi recomendada com a expectativa de que a sociedade resultante da operação se beneficiasse de um crescimento acelerado de receitas, por meio do 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.

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

Descrição da Conta	Pro forma (Submarino + Americanas.com)			B2W			B2W			B2W		
	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
<b>Ativo Total</b>	<b>986.589</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>1.487.610</b>	<b>100,00</b>	<b>150,78</b>	<b>1.676.954</b>	<b>100,00</b>	<b>169,97</b>	<b>2.211.992</b>	<b>100,00</b>	<b>224,21</b>
Ativo Circulante	736.765	74,68	100,00	1.168.830	78,57	158,64	1.252.229	74,67	169,96	1.693.787	75,44	229,90
Ativo Não Circulante	249.824	25,32	100,00	318.780	21,43	127,60	424.725	25,33	170,01	518.205	24,56	207,43
<b>Passivo Total</b>	<b>986.589</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>1.487.610</b>	<b>100,00</b>	<b>150,78</b>	<b>1.676.954</b>	<b>100,00</b>	<b>169,97</b>	<b>2.211.992</b>	<b>100,00</b>	<b>224,21</b>
Passivo Circulante	606.598	61,48	100,00	1.038.543	69,81	171,21	1.233.941	73,58	203,42	1.352.078	61,12	222,90
Passivo Não Circulante	107.479	10,89	100,00	77.480	5,21	72,09	120.493	7,19	243,46	652.323	29,49	606,93
Patrimônio Líquido	272.512	27,62	100,00	371.587	24,98	136,36	322.520	19,23	118,35	207.591	9,38	76,18

Demonstrações Financeiras da B2W - Organizado pelos autores - ([www.cvm.gov.br](http://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. Durante o período analisado o ativo circulante manteve-se na média de 76% em relação ao total do ativo.

O passivo circulante girou em torno de 66% do passivo total, e teve um crescimento de 15% entre 2008 e 2007.

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.

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

Descrição da Conta	Proforma (Submarino + Americanas.com)			B2W			B2W			B2W		
	31/12/2005	AV	AH	31/12/2006	AV	AH	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.021.735	100,00	100,00	1.666.597	100,00	163,11	2.357.557	100,00	230,74	2.914.836	100,00	285,28
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-732.172	-71,66	100,00	-1.170.098	-70,21	159,81	-1.646.394	-69,83	224,86	-2.067.998	-70,95	282,45
Resultado Bruto	289.563	28,34	100,00	496.499	29,79	171,46	711.163	30,17	245,60	846.838	29,05	292,45
Despesas/Receitas Operacionais	-195.188	-19,10	100,00	-325.263	-19,52	166,64	-591.486	-25,09	303,03	-755.249	-25,91	386,93
Financeiras	-45272	-4,43	100,00	-72.054	-4,32	159,16	-159.965	-6,79	353,34	-157.435	-5,40	347,75
Resultado Operacional	49.143	4,81	100,00	92.772	5,57	188,78	119.677	5,08	243,53	91.589	3,14	186,37
Lucro/Prejuízo do Período	56.022	5,48	100,00	142.729	8,56	254,77	62.204	2,64	111,03	61.768	2,12	110,26

Fonte: Demonstrações Financeiras da B2W - Organizado pelos autores - ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br))

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 pelo 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), 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.

Tabela dos Indicadores Econômicos e Financeiros – B2W

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

Fonte: Organizado pelos autores

O índice de composição de endividamento revelou 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%.

Em relação ao grau de endividamento, a empresa está bastante comprometida com os recursos captados de terceiros. 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.

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.

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, alavancando seus lucros, gerando, portanto, alavancagem financeira. O crescimento das vendas entre o período de 2006 e 2007 (pós fusão) provocou uma melhora no desempenho da empresa, 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.

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 à fusão, o EBITDA totalizou R\$ 433,6 milhões no ano de 2008. 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.

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, indicando que a fusão favoreceu a liquidez da empresa, pois aumentou sua capacidade de cumprir seus compromissos e tornou a empresa mais solvente.

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

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).



Tabela 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	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
<b>Ativo Total</b>	<b>2.185.646</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>3.464.837</b>	<b>100,00</b>	<b>158,53</b>	<b>8.448.205</b>	<b>100,00</b>	<b>386,53</b>	<b>16.096.349</b>	<b>100,00</b>	<b>736,46</b>
Ativo Circulante	1.632.899	74,71	100,00	2.250.552	64,95	137,83	4.759.742	56,34	291,49	8.260.866	51,32	505,90
Ativo Não Circulante	552.747	25,29	100,00	1.214.285	35,05	219,68	3.688.463	43,66	667,30	7.835.483	48,68	1417,55
<b>Passivo Total</b>	<b>2.185.646</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>3.464.837</b>	<b>100,00</b>	<b>158,53</b>	<b>8.448.205</b>	<b>100,00</b>	<b>386,53</b>	<b>16.096.349</b>	<b>100,00</b>	<b>736,46</b>
Passivo Circulante	1.260.965	57,69	100,00	1.099.265	31,73	87,18	3.775.835	44,69	299,44	4.929.341	30,62	390,92
Passivo Não Circulante	529.629	24,23	100,00	2.182.527	62,99	412,09	1.617.782	19,15	305,46	5.032.597	31,27	950,21
Patrimônio Líquido	395.052	18,07	100,00	183.045	5,28	46,33	3.054.588	36,16	773,21	6.134.411	38,11	1.552,81

Fonte: Demonstrações Financeiras da JBS - Organizado pelos autores - ([www.cvm.gov.br](http://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.

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	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	3.709.280	100,00	100,00	4.301.682	100,00	115,97	14.141.571	100,00	381	30.340.255	100,00	817,96
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.914.797	-78,58	100,00	-3.248.543	-75,52	111,45	-12.609.093	-89,16	433	-27.347.753	-90,14	938,24
Resultado Bruto	794.483	21,42	100,00	1.053.139	24,48	132,56	1.532.478	10,84	193	2.992.502	9,86	376,66
Despesas/Receitas Operacionais	-681.812	-18,38	100,00	-841.958	-19,57	123,49	-1.596.066	-11,29	234	-2.907.743	-9,58	426,47
Financeiras	-254.531	-6,86	100,00	-247.145	-5,75	97,10	-403.113	-2,85	158	-612.176	-2,02	240,51
Resultado Operacional	112.671	3,04	100,00	211.181	4,91	187,43	-63.588	-0,45	-56	84.759	0,28	75,23
<b>Lucro/Prejuízo do Exercício</b>	<b>84.266</b>	<b>2,27</b>	<b>100,00</b>	<b>158.878</b>	<b>3,69</b>	<b>0,00</b>	<b>-165.032</b>	<b>-1,17</b>	<b>-196</b>	<b>25.939</b>	<b>0,09</b>	<b>30,78</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras da JBS - Organizado pelos autores - ([www.cvm.gov.br](http://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 2008 a receita líquida no montante de R\$ 30,34 milhões cresceu 114,5% em relação a 2007.

Tabela 4.3.3 Tabela de Indicadores Econômicos e Financeiros - JBS

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

Fonte: Organizado pelos autores

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.

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. 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.

Em relação à 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 à receita líquida, mas em 2007 e 2008 apresentou uma redução de 4%, que é explicada pelo impacto dos custos da JBS Inc incorporada no período.

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, 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.

A empresa apresentou índices de liquidez favoráveis, demonstrando que se financia com o capital de terceiros de longo prazo, já que seu patrimônio líquido está 100% imobilizado.

#### - BRASKEM – Aquisição da Politen

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.

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

Descrição da Conta	31/12/2005			31/12/2006			31/12/2007			31/12/2008			
	AV	AH		AV	AH		AV	AH		AV	AH		
<b>Ativo Total</b>	<b>14.907.941</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>15.751.832</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>105,66</b>	<b>17.084.175</b>	<b>100,00</b>	<b>114,60</b>	<b>22.711.352</b>	<b>100,00</b>	<b>152,34</b>
Ativo Circulante	4.135.108	27,74	100,00	4.909.025	31,16	118,72	4.359.669	25,52	105,43	7.559.374	33,28	182,81	
Ativo Não Circulante	10.772.833	72,26	100,00	10.842.807	68,84	100,65	12.724.506	74,48	118,12	15.151.978	66,72	140,65	
<b>Passivo Total</b>	<b>14.907.941</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>15.751.832</b>	<b>100,00</b>	<b>105,66</b>	<b>17.084.175</b>	<b>100,00</b>	<b>114,60</b>	<b>22.711.352</b>	<b>100,00</b>	<b>152,34</b>	
Passivo Circulante	3.786.085	25,40	100,00	5.294.054	33,61	139,83	4.410.636	25,82	116,50	7.489.102	32,98	197,81	
Passivo Não Circulante	6.474.755	43,26	100,00	6.010.267	38,02	92,87	6.907.251	40,43	107,10	11.530.369	50,77	178,79	
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>4.647.101</b>	<b>31,17</b>	<b>100,00</b>	<b>4.447.511</b>	<b>28,23</b>	<b>95,71</b>	<b>5.766.288</b>	<b>33,75</b>	<b>124,08</b>	<b>3.691.881</b>	<b>16,26</b>	<b>79,44</b>	

Fonte: Demonstrações Financeiras da Braskem - Organizado pelos autores ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br))

Verificou-se que o Ativo Total da empresa cresceu em 52% em termos nominais no período de 2005 a 2008. Em relação às 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 passivo circulante apresentou um crescimento médio de 10% em 2008 em relação aos períodos anteriores, e foi absorvido pelo patrimônio líquido que teve uma redução de 14% em 2008 em relação a 2005.

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.

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	31/12/2007	AV	AH	31/12/2008	AV	AH
Receita Líquida de Vendas e/ou Serv	11.492.285	100,00	100,00	10.931.443	100,00	95,12	13.662.455	100,00	118,88	12.049.756	100,00	104,85
Custo de Bens e/ou Serviços Vendid	-9.276.273	-80,72	100,00	-9.303.288	-85,11	100,29	-11.509.209	-84,24	124,07	-10.076.411	-83,62	108,63
Resultado Bruto	2.216.012	19,28	100,00	1.628.155	14,89	73,47	2.153.246	15,76	97,17	1.973.345	16,38	89,05
Despesas/Receitas Operacionais	-1.426.816	-12,42	100,00	-1.657.226	-15,16	116,15	-1.514.768	-11,09	106,16	-4.561.069	-37,85	319,67
Financeiras	-614.913	-5,35	100,00	-781.307	-7,15	127,06	-178.886	-1,31	29,09	-3.367.932	-27,95	547,71
Resultado Operacional	789.196	6,87	100,00	-29.071	-0,27	-3,68	638.478	4,67	80,90	-2.587.724	-21,48	-327,89
<b>Lucro/Prejuízo do Período</b>	<b>685.775</b>	<b>5,97</b>	<b>100,00</b>	<b>77.753</b>	<b>0,71</b>	<b>11,34</b>	<b>617.438</b>	<b>4,52</b>	<b>90,04</b>	<b>-2.506.923</b>	<b>-20,80</b>	<b>-365,56</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras da Braskem. Organizado pelos autores (www.cvm.gov.br) Da análise das demonstrações dos resultados dos exercícios, tabela 4.4.2 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.

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

Fonte: Organizado pelos autores

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 Politeño 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 Politeño no valor de R\$ 247 milhões.

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. 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.

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.

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

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

## 6 CONCLUSÃO

6.1 As conclusões que se seguem foram baseadas nas informações contidas no Protocolo e Justificativa 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.

6.1.1 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, evidenciando a importância que a combinação de negócios tem alcançado no mundo empresarial nos últimos tempos.

6.1.2 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.

6.1.3 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.

6.1.4 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.

6.1.5 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.

6.2 Operação de Fusão da Submarino e Americanas.Com

6.2.1 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;

6.2.2 Melhora na liquidez da companhia, com o aumento da sua capacidade de cumprir seus compromissos de curto prazo;

6.2.3 Crescimento na sua solidez financeira;

6.2.4 Maior poder de negociação junto a fornecedores e instituições financeiras;

6.2.5 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;

#### 6.3 Operação de Aquisição da Empresa Swift pela JBS

6.3.1 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;

6.3.2 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;

6.3.3 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 Politeño pela Braskem

6.4.1 Em relação a sinergia, foi identificado um crescimento nas receitas de 30% quando comparados 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.

6.4.2 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.

6.4.3 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 commodities 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 as operações, objeto deste estudo atingiram seus objetivos informados nos Protocolos e Justificações enviados ao CADE e divulgados nos Relatórios da Administração, mas não necessariamente se pode afirmar que os impactos observados nos períodos sejam exclusivos dessas operações, uma vez que as mesmas não são fatos isolados, isto é, as empresas estiveram expostas a outros 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.

## 7 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

Alguns fatores devem ser considerados neste estudo: (a) 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 e o número de empresas analisadas pode não ter sido suficiente como amostra; (b) 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.

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.



## BIBLIOGRAFIA

- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, Disponível em <http://www.anbima.com.br>. Acesso em 04/2010.
- 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 FIECAFI, V. 9 – Julho/Dezembro 1997, págs. 9/25. São Paulo.
- BARROS, Betania Tanure de . **Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BRASIL Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios da Administração Financeira**, 10ª edição. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.
- HAJJ, 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 aquisições: quatro decisões-chave para a sua próxima negociação**, Rio de Janeiro, Ed. Elsevier, 2005.
- MARQUES, J.A.V.C. **Análise Financeira de Balanços – Liquidez, retorno e criação de valor**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2004.
- MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços, abordagem básica e gerencial**. 5ª e 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2003.
- 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 de Excelência e Gestão de Tecnologia. 2008.
- SILVA, José Pereira. **Análise financeira das Empresas**. 8ªed. São Paulo: Atlas 2006.

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

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, 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.

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.