



IMPACTOS DAS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIO NA ESTRUTURA DE CAPITAL DE GIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Elisângela B. Maciel Rodrigues¹

Jonas Borghetti²

Miriam Frosi³

RESUMO

O presente trabalho trata da estrutura de capital de giro de empresas brasileiras de capital aberto que passaram por processos de combinação de negócios. O seu objetivo é identificar os impactos que as combinações de negócios geraram na estrutura financeira dos empreendimentos analisados. Nessa perspectiva, coletaram-se dados de empresas brasileiras de capital aberto obedecendo a um critério temporal, com marco inicial no ano de 1994, momento da implantação do Plano Real, e final no ano de 2011. Assim, foram selecionadas as combinações de negócios das empresas Antarctica e Brahma; Submarino e Lojas Americanas; Gol e Varig; Sadia e Perdigão; e Votorantim e Aracruz. Nesse sentido, os indicadores contábeis referentes ao capital de giro foram tabulados, realizando-se uma análise vertical, verificando a distribuição do capital de giro entre tesouraria e necessidade de capital de giro, e horizontal, demonstrando a evolução do montante de cada um dos indicadores. Embora três das seis combinações analisadas tenham apresentado melhora na estrutura financeira do empreendimento após a combinação, não foi possível relacionar a evolução com a combinação em si. Concluiu-se, portanto, que as combinações de negócios analisadas, por si só, tiveram impacto reduzido na modificação da estrutura financeira dos empreendimentos.

Palavras-chave: Combinação de negócios. Capital de Giro. Estrutura Financeira.

ABSTRACT

The present work deals with the working capital structure of Brazilian open capital companies that have undergone processes of business combination. The objective is to identify the impacts that business combinations generated in the financial structure of the enterprises analyzed. From this perspective, data were collected from Brazilian companies traded according to a time criterion, with first year in 1994, when the Real Plan was adopted, and end in 2011. Thus, the business combinations of the companies Brahma and Antarctica, Sub-Mariner and American Stores, Gol and Varig, Sadia and Perdigão, and Votorantim and Aracruz were selected. So, the accounting ratios relating to working capital were tabulated, performing a vertical analysis checking the distribution of working capital between treasury and working capital needs, and horizontal, showing the evolution of the amount of each of the indicators. Although three of the six combinations studied have shown improvements in the financial structure of the enterprise after the combination, it was not possible to relate the evolution with the combination itself. It was concluded therefore that the business combinations analyzed by itself had little impact in changing the financial structure of enterprises.

¹ Mestranda em Ciências Contábeis - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos. E-mail: elisangela.maciel@bento.ifrs.edu.br

² Mestrando em Ciências Contábeis - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos. E-mail: jonasbgh@yahoo.com.br

³ Mestranda em Ciências Contábeis - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos. E-mail: miriamfrosi@bol.com.br



1 INTRODUÇÃO

A manutenção de uma estrutura financeira saudável é fundamental para a sobrevivência de qualquer tipo de empreendimento. Entre os vários modos de medir e analisar a forma como as empresas financiam as suas atividades, verificando assim a sua saúde financeira, utilizam-se os conceitos referentes ao capital de giro (OLINQUEVITCH; SANTI FILHO, 2004).

Nessa linha, pode-se conceituar que os recursos investidos no ativo circulante da empresa, mediante os quais são financiadas as necessidades operacionais, representam o capital de giro. Assim, ao utilizar a expressão capital de giro, há referência aos itens do ativo circulante e recursos de curto prazo (SABADIN; FASSINA; HOELTGEBAUM, 2006).

A abertura internacional do mercado de bens, serviços e capital, tem apresentado como característica o crescimento dos empreendimentos através de combinações de negócios. Segundo conceituado pelo CPC 15, a combinação de negócios pode ser entendida como o resultado de transações ou outros eventos em que o adquirente obtém o controle de um ou mais negócios. Tratam-se das fusões, incorporações, aquisições, cisões ou alterações nos controles acionários.

Tendo em vista o crescimento no número e no porte das combinações de negócios e a importância do estudo do capital de giro como termômetro da situação financeira de empreendimentos, o presente artigo objetiva analisar a estrutura de capital de giro de empresas brasileiras de capital aberto, identificando os impactos que as combinações de negócios geraram nas suas estruturas financeiras.

Diante deste contexto elaborou-se a seguinte questão de pesquisa: Qual o impacto da combinação de negócios na estrutura financeira das empresas brasileiras de capital aberto?

Nesse sentido, inicialmente estabelecem-se parâmetros para a seleção da amostra analisada, utilizando um critério temporal. Em seguida, há a descrição das mudanças nas demonstrações contábeis com a implantação das *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

No que diz respeito aos dados referentes à estrutura financeira, há a tabulação e análise vertical, verificando a distribuição do capital de giro entre tesouraria e necessidade de capital de giro, assim como horizontal, demonstrando a evolução do montante de cada um dos indicadores. Após a apresentação individual dos resultados da combinação de cada um dos empreendimentos, esboça-se um diagnóstico geral do impacto da combinação de negócios sobre a estrutura financeira dos empreendimentos.



Abordando todos os aspectos, o presente estudo estrutura-se a partir desta introdução, seguida da seção 2, na qual é abordado o referencial teórico. Na seção 3 há a apresentação dos procedimentos metodológicos adotados. A análise dos dados ocorre na seção 4 e, por fim, apresentam-se as considerações finais e as referências.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Combinações de negócios

Conforme Passos e Vilar (2010), as operações de reorganização societária são instrumentos que tem por objetivo melhorar, ampliar e diversificar os negócios de uma empresa. No Brasil, essas operações, também conhecidas como combinações de negócios, são frequentemente utilizadas como ferramenta de gestão. Diante disso, e considerando o contexto de alterações pelo qual a contabilidade brasileira vem passando com a implantação das normas internacionais, tem-se que as combinações de negócios sofreram impactos contábeis relevantes.

Segundo Iudícibus *et al.* (2010) a obtenção de controle de um ou mais negócios pode ocorrer por diferentes meios, tais como a aquisição de um conjunto de ativos líquidos de outra empresa que constituem um negócio, aquisição de ações em quantidade suficiente para obtenção do controle de outra sociedade e cisão para transferência de parte de um patrimônio para terceiros.

O que se observa é que a obtenção do controle de um negócio é a característica central da combinação de um negócio. Nessa linha, o pronunciamento nº 15 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 15), define combinação de negócios como resultado de transações ou de outros eventos em que o adquirente obtém o controle de um ou mais negócios.

As fusões, incorporações, aquisições, cisões ou alterações nos controles acionários são formas jurídicas utilizadas para concretizar combinações de negócios. Tais processos normalmente são complexos e sua conclusão pode perdurar por meses ou até anos.

2.2 Necessidade de capital de giro



Segundo Matarazzo (2010), a necessidade de capital de giro (NCG) é a chave para a administração financeira de uma empresa, já que consiste em uma estratégia de financiamento, crescimento e lucratividade.

Para o autor, a NCG é definida através do ativo circulante operacional (ACO), que é o investimento que decorre automaticamente das atividades de compra, produção, estoque e venda, e o passivo circulante operacional (PCO) que é o financiamento, que decorre também dessas atividades. Ainda, segundo o autor, a NCG é demonstrada pela seguinte fórmula:

$$\text{NCG} = \text{ACO} - \text{PCO}$$

Para Medeiros e Rodrigues (2004), a NCG é diferente de CCL (Capital Circulante Líquido), pois a NCG é composta apenas por partes do ativo e passivo circulantes. Sendo assim, quando as saídas de caixa ocorrem depois das entradas, pode-se dizer que a NCG é negativa, evidenciando um excesso de funcionamento, demonstrando com isso que os passivos de funcionamento estão financiando mais do que os ACOs, tornando-se assim o passivo operacional maior que o ativo operacional.

Para Seidel e Kume (2003), os casos mais frequentes são de empresas que possuem ACO maior que PCO necessitando, assim, de capital de giro ($\text{ACO} > \text{PCO} \Rightarrow \text{NCG} > 0$). Quando o PCO é maior que o ACO, a empresa tem uma NCG negativa ($\text{PCO} > \text{ACO} \Rightarrow \text{NCG} < 0$), gerando desta forma recursos que possam ser aplicados em outras atividades.

2.3 Fontes de Financiamentos da NCG

Matarazzo (2010) considera que a NCG de uma empresa podem ser financiadas de três formas: capital circulante próprio; empréstimos e financiamentos bancários a longo prazo; empréstimos bancários de curto prazo e duplicatas descontadas.

Já para Seidel e Kume (2003), a NCG pode ser financiada através de capital de terceiros e capital próprio. O primeiro, mediante empréstimos de empresas coligadas e controladas, já o segundo utiliza o patrimônio líquido, com o aumento de capital ou da retenção de lucros. Sendo assim, se fosse mantido o equilíbrio entre ACO e PCO, não há necessidade para obter novas fontes de financiamentos.



2.4 Capital de giro e tesouraria

Segundo Sabadin, Fassina e Hoeltgebaum (2006, p. 3), “o capital de giro representa os recursos investidos no ativo circulante da empresa, os quais são demandados para financiar suas necessidades operacionais”. As referidas necessidades dizem respeito àquelas que iniciam nas matérias-primas e vão até o recebimento pela venda do produto acabado.

Para Sousa, Luporini e Souza (1996), a administração do capital de giro engloba um processo contínuo na tomada de decisões, que estão voltadas principalmente na preservação da liquidez da empresa. Entretanto, é possível abranger ainda as contas dos ativos e dos passivos circulantes. No que diz respeito aos ativos circulantes, esses devem ser suficientes para cobrir os passivos, garantindo assim uma margem de segurança.

Quando se fala de capital de giro, trata-se dos itens do ativo circulante e, portanto, dos recursos de curto prazo, com os quais as empresas em dificuldade na captação de recursos próprios, e, por intermédio ou não de terceiros, optam por alternativas de financiamentos (SABADIN; FASSINA; HOELTGEBAUM, 2006).

De acordo com Machado, Machado e Callado (2006) o modelo dinâmico de análise financeira diz respeito a um estilo de estudo da posição do equilíbrio de uma empresa, o qual é baseado na distinção de seus ativos e passivos, bem como de itens operacionais e financeiros. Dessa maneira, ele proporciona uma avaliação mais analítica da situação financeira da empresa, bem como permite de maneira simples e dinâmica visualizar as necessidades de capital de giro. Os autores citam Fleuriot como o introdutor desse método no Brasil tendo em vista que ele acrescentou um conceito clássico de capital de giro líquido (CGL), conceitos de necessidades de capital de giro (NCG) e saldo de tesouraria (T). Dessa forma, as contas do ativo e passivo foram reclassificadas em ciclos conforme a realidade dinâmica das empresas.

Assim, convém frisar que para fazer o uso do modelo dinâmico de análise financeira é necessário reclassificar as contas do balanço patrimonial em contas circulantes e não circulantes. O grupo do circulante se subdivide em ativos e passivos circulantes, operacionais ou cíclicos e ativos e passivos circulantes financeiros ou erráticos.

Com base na reclassificação, é possível apurar as variáveis utilizadas na análise dinâmica do capital de giro: necessidade de capital de giro (NCG), saldo de tesouraria (T), capital circulante líquido



(CCL), capital de giro próprio (CGP), financiamento de longo prazo (FLP) e termômetro da situação financeira (TSF) (MACHADO; MACHADO; CALLADO, 2006).

Como na tesouraria é identificado o grau de recursos de curto prazo utilizado para financiar as necessidades de capital de giro, os autores definem o saldo em tesouraria como “a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante financeiro” (MACHADO; MACHADO; CALLADO, 2006, p. 142). O ativo circulante financeiro tem uma natureza errática e é constituído por elementos financeiros, o passivo financeiro também de natureza errática compreende os empréstimos bancários de curto prazo.

Nesse sentido, os autores ressaltam que se o capital circulante líquido é insuficiente para financiar a necessidade de capital de giro, o saldo em tesouraria será negativo. O mesmo ocorre quando o passivo errático é maior que o ativo errático. No entanto, se o saldo de tesouraria é positivo, a empresa possui recursos de curto prazo que podem ser aplicados no mercado financeiro como ser investidos nas suas operações.

Para Assaf Netto e Silva (2002), o efeito tesoura pode ocorrer por diversas razões: crescimento elevado do nível de atividade empresarial, por desvios de recursos de giro para imobilizações, bem como, endividamento com vencimentos muito curtos, prejuízos, distribuições altas de dividendos, assim como altas taxas de juros. De acordo com o autor, a saúde financeira de uma empresa se relaciona diretamente com a manutenção de um capital circulante líquido, que precisa ser maior do que a necessidade de investimento operacional em giro de forma a preservar um saldo positivo no disponível.

Conforme Sabadin, Fassina e Hoeltgebaum (2006), em alguns períodos podem surgir pressões de natureza sazonal pelas quais são determinadas a expansão da necessidade de capital de giro. Assim, surge a tesouraria (T) negativa. Nessa linha, os empréstimos de curto prazo e o desconto de duplicatas constituem fontes de financiamento adequadas para o atendimento das necessidades temporárias de recursos.

Porém para os autores “se o $CCL > 0$, $NCG > 0$, e $CCL < CDG$ configurar uma situação não transitória, T, será cronicamente negativo” (SABADIN; FASSINA; HOELTGEBAUM, 2006, p.7). Desta forma, indica-se o risco de solvência, pois a empresa estaria financiando a NCG ou ativos permanentes com fundos onerosos de curto prazo. Assim, é de extrema importância que seja acompanhada a evolução da tesouraria, pois desta forma evita-se que ela permaneça negativa e crescente.

2.5 Análise do efeito tesoura



De acordo com Sabadin, Fassina e Hoeltgebaum (2006), as contas que compõem a tesouraria medem o risco de curto prazo da entidade e resultam das decisões tomadas sobre os componentes da necessidade líquida de capital de giro. Contudo, as demais contas do ativo e do passivo circulante também são denominadas de contas do ativo circulante financeiro, pois são constituídas por elementos essencialmente financeiros e formam a tesouraria.

Para Olinquevitch e Santi Filho (2004), o saldo positivo da tesouraria ocorre quando as contas do ativo circulante apresentam saldo superior às demais contas do passivo circulante. Logo, entende-se que a tesouraria positiva expressa uma folga financeira e, portanto, há aplicações financeiras líquidas no curto prazo.

Assim, se a realização integral das contas do ativo circulante, as quais são classificadas para compor a tesouraria, não são suficientes para pagar a exigibilidade das contas do passivo circulante, a tesouraria é negativa e indica que a empresa utiliza capital de terceiros de curto prazo para financiar sua atividade.

Sabadin, Fassina e Hoeltgebaum (2006) observam, ainda, que para obter o resultado da tesouraria positiva ou negativa é necessário apurar o fluxo da tesouraria, ou seja, a relação entre as fontes e as aplicações.

2.6 Mudanças que ocorreram com as IFRS

De acordo com Ludícibus *et al.* (2010), foi por meio da publicação da Lei 11.638/2007, assim como de normas da IASB (*International Accounting Standards Board*) - *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em 2011, que as empresas regidas pelas regras das sociedades anônimas (SA) de capital aberto ou fechado, com ativos superiores a R\$ 240 mil reais ou faturamento bruto anual acima de R\$ 300 mil reais, foram obrigadas a apresentar demonstrações contábeis de acordo com as normas internacionais.

A redução do imposto de renda, através da mudança nos critérios de depreciação, pode ser considerada um dos benefícios mais visíveis com a adoção das IFRS, pois além de fornecer uma maior transparência e uma melhor gestão por segmento, cria facilidades em combinações de negócios (aquisições e fusões) na forma prevista pelo CPC 15.



3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da pesquisa

Realizou-se uma pesquisa classificada, quanto à natureza, como aplicada, pois os seus resultados envolvem informações contábeis que podem ser utilizadas na tomada de decisão dos usuários (SILVA; MENEZES, 2001).

No que tange à abordagem do problema, a pesquisa classifica-se como qualitativa, pois envolve uma relação dinâmica e uma análise indutiva de dados.

Assim, com o intuito de alcançar os objetivos propostos, elaborou-se uma pesquisa descritiva e explicativa que busca descrever a estrutura de capital de giro das empresas objeto de investigação e identificar os impactos das combinações de negócios na estrutura de capital de giro.

Nessa linha, adotou-se o procedimento de coleta de dados documental e *ex-post facto*, baseado na coleta das informações por meio das demonstrações contábeis das empresas analisadas, com dados tabulados após a ocorrência dos fatos. Ressalta-se que a pesquisa documental é formada de fontes primárias, compreendidas como pesquisas em que os dados ainda não sofreram tratamento analítico (COLAUTO; BEUREN, 2004).

3.2 População, amostra e período de análise

A população objeto da análise constitui-se nas empresas de capital aberto, tendo em vista a dificuldade de obtenção dos dados das demais empresas, assim como a menor confiabilidade das suas informações contábeis, sujeitas a uma regulamentação mais frágil de auditoria e controle.

Com a finalidade de evitar que a análise, temporalmente muito extensa, sofresse influência acentuadas das alterações no cenário econômico, assim como das próprias modificações de normas contábeis, foi estabelecido um corte temporal. Nesse sentido, o ponto de corte estabelecido foi o início do Plano Real (01/07/1994), quando o cenário econômico brasileiro, já aberto ao comércio internacional, passou a conviver com a estabilidade econômica e monetária. Da mesma forma, estabeleceu-se a exigência da empresa resultante do processo de combinação de negócios continue



em atividade no ano de 2011, evitando possíveis distorções quando da comparação de empreendimentos descontinuados.

A seleção da amostra observou os limites dos objetivos do estudo, assim como aspectos de caráter operacional. Assim, foram excluídas da análise as empresas do ramo financeiro, tendo em vista que as peculiaridades da sua atividade, combinadas com uma estrutura de capital diferenciada, impossibilitam uma análise comparativa da sua estrutura de capital de giro com as de organizações dos demais setores econômicos.

Estabelecidas as restrições, foram selecionadas seis combinações de negócios que preenchem os requisitos estabelecidos em diversos ramos de atividade, ressaltando os novos nomes utilizados para os empreendimentos resultantes da combinação, mesmo que sob a forma jurídica não exista a criação de uma nova entidade:

- a) Antártica e Brahma, indústrias do ramo de bebidas, cuja combinação de negócio em 1999 resultou em um novo empreendimento, a Cia de Bebida das Américas – AmBev;
- b) Submarino e Lojas Americanas, lojas do ramo do varejo, cuja combinação de negócio em 2006 resultou em um novo empreendimento, a B2W;
- c) Gol e Varig, prestadoras de serviço de transporte aéreo, sendo que a primeira incorporou a segunda em 2007;
- d) Votorantin e Aracruz, indústrias do ramo de papel e celulose, cuja combinação em 2009 resultou em um novo empreendimento, a Fibria;
- e) Sadia e Perdigão, indústrias do ramo de alimentos, cuja combinação de negócios em 2009 resultou na empresa Brasil Foods – BRF;
- f) Telemar e Brasil Telecom, prestadoras de serviço de telecomunicações, cuja combinação de negócios em 2008 resultou em um novo empreendimento, a empresa Oi.

3.3 Coleta e tratamento dos dados

Selecionados as empresas que compõe a amostra, foram coletadas as demonstrações contábeis dos três exercícios anteriores à combinação de negócios, assim como aquelas dos três exercícios posteriores à combinação, no caso dos empreendimentos sucessores. A fonte utilizada para a obtenção dos dados constituiu-se na base da própria Comissão de Valores Mobiliários (CMV).



Com a finalidade de identificar o capital de giro (CDG), a necessidade de capital de giro (NCG) e o saldo em tesouraria (T) de cada um dos períodos, foram isolados os dados do balanço patrimonial das empresas, conforme segue:

Quadro 1 – Dados utilizados para os indicadores contábeis

ÍNDICE	CÓDIGO CVM	DADOS DO BALANÇO PATRIMONIAL
Pré-IFRS	T 1.01.01 2.01.01 2.01.02 2.01.05 2.01.07	Disponibilidades Empréstimos E Financiamentos Debêntures Dividendos A Pagar Dívidas Com Pessoas Ligadas
	NCG 1.01.02 1.01.03 1.01.04 2.01.03 2.01.04 2.01.06 2.01.08	Créditos Estoques Outros Fornecedores Impostos, Taxas E Contribuições Provisões Outros
	CDG 1.01 2.01	Ativo Circulante Passivo Circulante
	T 1.01.01 1.01.02 2.01.04 2.01.05 2.01.07	Caixa e Equivalentes de Caixa Aplicações Financeiras Empréstimos e Financiamentos Outras Obrigações Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados
Pós-IFRS	NCG 1.01.03 1.01.04 1.01.05 1.01.06 1.01.07 1.01.08 2.01.01 2.01.02 2.01.03 2.01.06	Contas a Receber Estoques Ativos Biológicos Tributos a Recuperar Despesas Antecipadas Outros Ativos Circulantes Obrigações Sociais e Trabalhistas Fornecedores Obrigações Fiscais Provisões
	CDG 1.01 2.01	Ativo Circulante Passivo Circulante

Os códigos e as nomenclaturas utilizadas para as contas seguem o padrão apresentado pela própria CVM e a divisão pré e pós-IFRS considera as modificações existentes no plano de contas após a adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade. Nesse sentido, ressalta-se a referida entidade passou a adotar o modelo do IFRS apenas no padrão das demonstrações apresentadas referentes ao exercício do ano de 2010.

3.4 Descrição dos procedimentos

Definidos os critérios para a obtenção dos dados, os indicadores obtidos para cada um dos empreendimentos analisados foram tabulados e organizados nos períodos dos três exercícios anteriores à combinação de negócios (X-3, X-2, X-1). Da mesma forma, foram organizados os indicadores referentes aos empreendimentos resultantes das combinações de negócio, comparando-se o consolidado dos dados dos empreendimentos no ano anterior à combinação, com os três exercícios posteriores (Consolidado, X0, X+1, X+2).

A escolha pelo limitador de três exercícios decorre de parte do próprio objetivo da análise, que diz respeito à identificação da tendência de estrutura de capital de giro dos empreendimentos



analisados e que restaria impossibilitada através da utilização de dois exercícios ou menos. Ademais, a utilização de períodos maiores, além de demandar a coleta de um maior volume de dados, pouco enriquece a análise objetivada ao apresentar realidades econômicas e de estrutura de capital com ligação tênue em relação àquela do momento da combinação.

No que diz respeito aos indicadores apresentados, optou-se pela realização de uma análise em dois sentidos. Em primeiro lugar, no sentido vertical (AV), verificando qual a distribuição do capital de giro entre tesouraria e necessidade de capital de giro. Complementarmente, realizou-se uma análise horizontal (AH) verificando a evolução do montante de cada um dos indicadores.

4 APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Diante dos procedimentos propostos, tabularam-se os dados obtidos nas demonstrações contábeis de cada uma das empresas analisadas, assim como dos indicadores utilizados para análise. Nesse sentido, seguem os indicadores referentes a cada uma das combinações de negócios, acompanhados das respectivas interpretações.

a) Antártica e Brahma, resultando na AmBev

Tabela 1 – Antártica (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	17.958	-29%	35.882	43%	138.074	-217%
AH T			100%		285%	
NCG	-80.328	129%	46.673	57%	-201.732	317%
AH NCG			158%		-532%	
CDG	-62.370	100%	82.555	100%	-63.658	100%
AH CDG			232%		-177%	

Tabela 2 – Brahma (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	-516.905	-147%	-769.955	-324%	-977.814	-253%
AH T			-49%		-27%	
NCG	867.556	247%	1.007.232	424%	1.363.898	353%
AH NCG			16%		35%	
CDG	350.651	100%	237.277	100%	386.084	100%
AH CDG			-32%		63%	

Tabela 3 – AmBev (em Reais Mil)

Exercício	Consolidado	AV	X0	AV	X1	AV	X2	AV
T	-839.740	-260%	-2.524.974	485%	-1.379.978	11517%	-1.861.178	-146%
AH T			-201%		45%		-35%	
NCG	1.162.166	360%	2.004.072	-385%	1.367.996	-11417%	3.134.119	246%



AH NCG			72%		-32%		129%	
CDG	322.426	100%	-520.902	100%	-11.982	100%	1.272.941	100%
AH CDG			-262%		98%		10724%	

A Cia Antártica possuía capital de giro negativo e, mesmo com a tesouraria positiva crescente, encontrava dificuldades para revertê-lo. Já a concorrente Brahma, apresentava uma tesouraria negativa crescente comparada a uma necessidade de capital de giro positiva e também crescente. Na combinação de negócio entre as empresas prevaleceu a estrutura da empresa Brahma, com crescimento substancial da necessidade de capital de giro financiado, em parte, com recursos de curto prazo, resultando em saldos negativos de tesouraria.

b) Submarino e Lojas Americanas, resultando na B2W

Tabela 4 – Submarino (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	-33.315	764%	-48.881	-621%	42.224	25%
AH T			-47%		186%	
NCG	28.956	-664%	56.758	721%	124.221	75%
AH NCG			96%		119%	
CDG	-4.359	100%	7.877	100%	166.445	100%
AH CDG			281%		2013%	

Tabela 5 – Lojas Americanas (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	53.639	264%	243.024	62%	252.453	48%
AH T			353%		4%	
NCG	-33.300	-164%	149.923	38%	276.826	52%
AH NCG			550%		85%	
CDG	20.339	100%	392.947	100%	529.279	100%
AH CDG			1832%		35%	

Tabela 6 – B2W (em Reais Mil)

Exercício	Consolidado	AV	X0	AV	X1	AV	X2	AV
T	294.677	42%	3.838	4%	-429.510	-1810%	-110.882	-31%
AH T			-99%		-11291%		74%	
NCG	401.047	58%	101.210	96%	453.242	1910%	470.996	131%
AH NCG			-75%		348%		4%	
CDG	695.724	100%	105.048	100%	23.732	100%	360.114	100%
AH CDG			-85%		-77%		1417%	

Ambos os empreendimentos apresentavam estrutura de capital de giro semelhante, com o crescimento da necessidade de capital de giro, tesouraria positiva estável ou em crescimento, e capital de giro positivo crescente, acompanhando a evolução da necessidade de capital de giro.



Após a combinação de negócios, houve uma deterioração do saldo em tesouraria na empresa resultante (B2W), resultado do financiamento de parte do substancial crescimento da necessidade de capital de giro através de recursos de curto prazo. No entanto, no último exercício houve evolução no quadro e melhora no saldo de capital de giro, acompanhada da redução do saldo negativo de tesouraria.

c) Gol e Varig, resultando na Nova Gol

Tabela 7 – Gol (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	670.066	84%	713.537	80%	1.522.697	86%
AH T			6%		113%	
NCG	124.170	16%	179.644	20%	246.369	14%
AH NCG			45%		37%	
CDG	794.236	100%	893.181	100%	1.769.066	100%
AH CDG			12%		98%	

Tabela 8 – Varig (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	-553.326	28%	-303.685	20%	-61.099	8%
AH T			45%		80%	
NCG	-1.430.268	72%	-1.193.818	80%	-740.039	92%
AH NCG			17%		38%	
CDG	-1.983.594	100%	-1.497.503	100%	-801.138	100%
AH CDG			25%		47%	

Tabela 9 – Nova Gol (em Reais Mil)

Exercício	Consolidado	AV	X0	AV	X1	AV	X2	AV
T	1.461.598	151%	533.059	61%	-218.470	26%	800.240	1702%
AH T			-64%		-141%		466%	
NCG	-493.670	-51%	342.344	39%	-631.743	74%	-753.230	-1602%
AH NCG			169%		-285%		-19%	
CDG	967.928	100%	875.403	100%	-850.213	100%	47.010	100%
AH CDG			-10%		-197%		106%	

Enquanto a empresa Gol apresentava saldo crescente em tesouraria, resultado do financiamento de longo prazo com folga para a sua necessidade de capital de giro, a Varig buscava lentamente a melhora da péssima estrutura financeira: tesouraria, necessidade de capital de giro e capital de giro negativos. Após a combinação de negócio entre as empresas, a Nova Gol apresentou uma deterioração da necessidade de capital de giro, acompanhada de saldos negativos de tesouraria,



assim como redução do capital de giro. Constatou-se, portanto, o aumento na utilização de recursos de curto prazo para o financiamento do empreendimento.

d) Votorantin e Aracruz, resultando na Fibria

Tabela 10 – Votorantin (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	677.189	47%	450.742	43%	-1.263.301	212%
AH T			-33%		-380%	
NCG	762.404	53%	591.337	57%	667.728	-112%
AH NCG			-22%		13%	
CDG	1.439.593	100%	1.042.079	100%	-595.573	100%
AH CDG			-28%		-157%	

Tabela 11 – Aracruz (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	-400.801	-23%	-369.732	-26%	-1.072.518	-83%
AH T			8%		-190%	
NCG	2.159.034	123%	1.815.547	126%	2.368.384	183%
AH NCG			-16%		30%	
CDG	1.758.233	100%	1.445.815	100%	1.295.866	100%
AH CDG			-18%		-10%	

Tabela 12 – Fibria (em Reais Mil)

Exercício	Consolidado	AV	X0	AV	X1	AV	X2	AV
T	-2.335.819	-334%	-4.448.717	126%	-376.827	-24%	-510.323	-19%
AH T			-90%		92%		-35%	
NCG	3.036.112	434%	926.099	-26%	1.945.152	124%	3.216.641	119%
AH NCG			-69%		110%		65%	
CDG	700.293	100%	-3.522.618	100%	1.568.325	100%	2.706.318	100%
AH CDG			-603%		145%		73%	

Tanto a empresa Votorantin quanto a Aracruz apresentavam uma estrutura financeira problemática antes da combinação de negócios: necessidade de capital de giro estável acompanhada pela deterioração do saldo em tesouraria, negativo nos últimos exercícios. Após a combinação, o empreendimento resultante – Fibria – demonstrou uma gradual recuperação do saldo em tesouraria através da maior utilização de recursos de longo prazo, mesmo diante do crescimento da necessidade de capital de giro.

e) Sadia e Perdigão, resultando na Brasil Foods - BRF

Tabela 13 – Sadia (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
-----------	-----	----	-----	----	-----	----



T	1.130.987	47%	1.567.557	58%	-658.964	84%
<i>AH T</i>			39%		-142%	
NCG	1.281.950	53%	1.147.744	42%	-121.877	16%
<i>AH NCG</i>			-10%		-111%	
CDG	2.412.937	100%	2.715.301	100%	-780.841	100%
<i>AH CDG</i>			13%		-129%	

Tabela 14 – Perdigão (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	569.304	38%	721.818	40%	329.566	11%
<i>AH T</i>			27%		-54%	
NCG	930.689	62%	1.105.112	60%	2.574.717	89%
<i>AH NCG</i>			19%		133%	
CDG	1.499.993	100%	1.826.930	100%	2.904.283	100%
<i>AH CDG</i>			22%		59%	

Tabela 15 – Brasil Foods - BRF (em Reais Mil)

Exercício	Consolidado	AV	X0	AV	X1	AV	X2	AV
T	-329.398	-16%	139.077	5%	406.025	9%	210.589	5%
<i>AH T</i>			142%		192%		-48%	
NCG	2.452.840	116%	2.579.279	95%	3.912.684	91%	3.955.157	95%
<i>AH NCG</i>			5%		52%		1%	
CDG	2.123.442	100%	2.718.356	100%	4.318.709	100%	4.165.746	100%
<i>AH CDG</i>			28%		59%		-4%	

A empresa Sadia apresentava um quadro preocupante do ponto de vista da estrutura financeira: enquanto a necessidade capital de giro foi reduzida substancialmente, o saldo em tesouraria reduzia-se em ritmo ainda mais veloz, tornando-se negativo. Já a sua concorrente Perdigão, não obstante o aumento da necessidade de capital de giro apresentou uma leve redução no seu saldo em tesouraria, que continuou positivo. Portanto, enquanto a empresa Sadia utilizava intensivamente recursos de curto prazo, a empresa Perdigão possuía uma estrutura financeira mais estável, com equilíbrio na utilização de recursos de longo prazo.

O empreendimento resultante da combinação de ambas apresentou uma estrutura de capital de giro muito similar à da empresa Perdigão, com necessidade de capital de giro crescente, acompanhada de um saldo em tesouraria relativamente estável e positivo.

f) Telemar e Brasil Telecom, resultando na Oi

Tabela 16 – Telemar (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	-1.039.203	-66%	2.130.752	47%	2.779.128	57%
<i>AH T</i>			305%		30%	



NCG	2.606.778	166%	2.391.688	53%	2.067.927	43%
<i>AH NCG</i>			-8%		-14%	
CDG	1.567.575	100%	4.522.440	100%	4.847.055	100%
<i>AH CDG</i>			188%		7%	

Tabela 17 – Brasil Telecom (em Reais Mil)

Exercício	X-3	AV	X-2	AV	X-1	AV
T	-1.321.156	-50%	-804.495	-30%	1.515.946	58%
<i>AH T</i>			39%		288%	
NCG	3.984.644	150%	3.504.850	130%	1.104.507	42%
<i>AH NCG</i>			-12%		-68%	
CDG	2.663.488	100%	2.700.355	100%	2.620.453	100%
<i>AH CDG</i>			1%		-3%	

Tabela 18 – Oi (em Reais Mil)

Exercício	Consolidado	AV	X0	AV	X1	AV	X2	AV
T	4.295.074	58%	4.994.894	59%	-3.923.239	-2662%	-1.214.747	-46%
<i>AH T</i>			16%		-179%		69%	
NCG	3.172.434	42%	3.415.525	41%	4.070.645	2762%	3.865.003	146%
<i>AH NCG</i>			8%		19%		-5%	
CDG	7.467.508	100%	8.410.419	100%	147.406	100%	2.650.256	100%
<i>AH CDG</i>			13%		-98%		1698%	

Os dois empreendimentos apresentavam uma estrutura de capital de giro muito semelhante, com saldo em tesouraria positivo e estável, acompanhado de uma necessidade de capital de giro também positiva e estável. Não obstante a semelhança entre os empreendimentos, a entidade resultante da combinação de negócios apresentou uma redução substancial do capital de giro, acompanhada da deterioração do saldo em tesouraria, que passou a ser negativo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo almejou identificar o impacto das combinações de negócios na estrutura financeira de empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foi selecionada uma amostra de empresas de capital aberto de setores não financeiros que desde a implantação do Plano Real (1994) passaram pelo processo de combinação de negócios e continuam em atividade no ano de 2011. Os indicadores referentes ao capital de giro de cada um dos casos foram tabulados e analisados verticalmente e horizontalmente.

Como resultado preliminar, constatou-se que em três das seis combinações analisadas houve melhora na estrutura financeira do empreendimento após a combinação de negócio (AmBev, Fibria e



Brasil Foods-BRF). Nos outros casos não foi constatada qualquer evolução na estrutura de capital de giro após a combinação.

Ressalta-se, nesse sentido, que o cenário econômico exerce pressões que impactam de forma substancial na estrutura financeira dos empreendimentos, nulificando, na maior parte dos casos, as alterações decorrentes unicamente da combinação de negócios.

Assim, nos casos analisados não foi possível relacionar as alterações na estrutura de capital de giro dos empreendimentos com a combinação de negócios realizada. Observou-se, contudo, que quando a estrutura de capital de giro entre as empresas combinadas apresenta diversidade substancial, a consequência é que o perfil do empreendimento resultante aproxima-se da situação anterior de um dos empreendimentos.

Não obstante a ressalva apresentada, é possível concluir, com base nos casos analisados, que a simples combinação de negócio, embora mantenha a sua importância no que diz respeito à outros aspectos operacionais, não representa, por si só, um fator de impacto relevante na melhoria da estrutura financeira e de capital de giro dos empreendimentos.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César A.T. **Administração do capital de giro**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BRASIL, Comitê de Pronunciamentos Contábeis nº 15. **Combinação de Negócios**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 01 jul. 2011.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 11 jul. 2011.

_____. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 11 jul. de 2011.

COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria. Coleta, Análise e interpretação dos Dados. In: BEUREN, Ilse Maria (Org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDICÍBUS, Sergio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Arioaldo dos. **Manual Contabilidade Societária**. São Paulo: Atlas, 2010

MACHADO; Márcio André Veras; MACHADO; Márcia Reis; CALLADO Aldo Leonardo. Análise dinâmica e o financiamento das necessidades de capital de giro das pequenas e medias empresas



localizadas na cidade de João Pessoa, PB: um estudo exploratório. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. São Leopoldo, v. 3, n. 2, p. 139-149, mai./agosto., 2006. Disponível em: <http://www.unisinos.br/publicacoes_cientificas/images/stories/Publicacoes/basevol3n2/art05_base_machado.pdf>. Acesso em: 09 jul. 2011.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; RODRIGUES, Fernanda Fernandes. Questionando Empiricamente a Validade do Modelo Fleuriet. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, v. 1, n. 2, p. 25-32, 2004.

OLINQUEVITCH, José Leônidas; SANTI FILHO, Armando de. **Análise de balanços para controle gerencial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

PASSOS, Gustavo Rique Pinto; VILAR, Euler Nobre. Ágio em operações de incorporação reversa indireta: um estudo sob o ponto de vista contábil e fiscal (2010). Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos102010/238.pdf>>. Acesso em: 06 jul. 2011.

SABADIN, Anderson Léo; FASSINA, Paulo Henrique; HOELTGEBAUM, Marianne. **Os indicadores contábeis como instrumento de gestão do capital de giro**: uma evidência de suas relevâncias. Seminário de Ciências Contábeis. Blumenau/SC, 22 a 24 de agosto de 2006.

SEIDEL, André; KUME, Ricardo. Contabilização das Variações da Necessidade de Capital de Giro. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v.14, n.31, p. 66-77. 2003.

SILVA, Edna Lúcia; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 2. ed. Florianópolis: UFSC/PPGEP/LED, 2001.

SOUSA, Almir Ferreira de; LUPORINI, Carlos Eduardo de Mori; SOUZA, Milanez Silva de; Gestão do capital de giro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 3, 1996. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Cad-pesq/arquivos/C03-ART01.pdf>>. Acesso em: 21 jun. 2011.