



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Administração, Contabilidade, Economia e
Gestão de Políticas Públicas (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

Lara Neiva Amorim

**UMA ANÁLISE DO IMPACTO POSITIVO DOS INVESTIMENTOS EM
PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS NO FLUXO DE CAIXA DAS EMPRESAS
INVESTIDAS**

Brasília, DF
2017

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Untembäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade
e Gestão de Políticas Públicas

Professor Doutor José Antônio de França
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor Paulo Augusto Pettenuzzo de Britto
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno

Lara Neiva Amorim

**UMA ANÁLISE DO IMPACTO POSITIVO DOS INVESTIMENTOS EM
PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS NO FLUXO DE CAIXA DAS EMPRESAS
INVESTIDORAS**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília como requisito parcial à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e consequente obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Paulo César de Melo Mendes

Brasília
2017

Amorim, Lara Neiva

Uma análise do impacto positivo dos investimentos em participações societárias no fluxo de caixa das empresas investidoras/ Lara Neiva Amorim – 46p.

Monografia (Graduação) - Universidade de Brasília, 2017

1. Investimentos. 2. Demonstração do fluxo de caixa. 3. Goodwill.

I. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da UnB. II. Uma análise da relação entre investimentos em participações e o fluxo de caixa.

Lara Neiva Amorim

**UMA ANÁLISE DO IMPACTO POSITIVO DOS INVESTIMENTOS EM
PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS NO FLUXO DE CAIXA DAS EMPRESAS
INVESTIDORAS**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia)
apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e
Atuariais da Universidade de Brasília como requisito
parcial à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências
Contábeis e consequente obtenção do grau de Bacharel em
Ciências Contábeis

Professor Doutor Paulo César de Melo Mendes
Orientador

Brasília, 20 de novembro de 2017

A Deus.
A minha família.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, por ter me dado forças para trilhar essa etapa tão importante da minha vida.

Aos meus pais, Mauro e Alessandra, e ao meu irmão Guilherme, por me incentivar diariamente e por acreditar em mim em todo tempo.

Ao meu primo, Leonardo, pelos conhecimentos estatísticos comigo compartilhados.

Aos meus amigos, pelos sorrisos e lágrimas compartilhados durante esses anos. E aos que, mesmo de longe, sempre torceram por mim e me apoiaram.

Ao meu orientador, por me ajudar e me guiar no decorrer do trabalho, sempre com prontidão.

Ao Departamento de Ciências Contábeis, aos meus professores, e à Universidade de Brasília, por terem agregado na minha formação e por todos os desafios e conquistas.

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

RESUMO

Em linha com a economia atual, a percentagem de aquisições tem aumentado significativamente. As aquisições de negócios despertam cada vez mais interesse por envolver muito dinheiro e por influenciar a tomada de decisões dos stakeholders. Todo investimento realizado tem a expectativa de benefício econômico futuro, mesmo que indiretos. Sendo a Demonstração do Fluxo de Caixa uma importante ferramenta de gestão para visualizar as entradas e saídas de caixa e equivalente de caixa, esta pesquisa propõe-se em analisar se existe ou não uma correlação positiva entre os investimentos em participação societárias (em carácter permanente) e o fluxo de caixa das empresas investidoras. Para isso encontrou-se as empresas que fizeram aquisição de negócios entre 2012 e 2014 e verificou-se o ativo das empresas, como se deu o reconhecimento da operação, analisando o grupo de Investimento e a Demonstração do Fluxo de Caixa de 2012 a 2016. A presente pesquisa faz um recorte nas operações de aquisição de investimentos em Coligadas e Controladas nas empresas analisadas. O estudo se enquadra como exploratório-descritivo, e envolve avaliações de carácter quantitativo e qualitativo. Utilizou-se a ferramenta estatística “R” para chegar à um índice de correlação entre investimentos e o fluxo de caixa, e concluiu-se que existe uma correlação positiva moderada entre essas duas variáveis.

Palavras-chave: Investimentos. Demonstração do Fluxo de Caixa. Goodwill. Combinação de negócios.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Resultado do Teste de Correlação	24
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Número de Aquisições de Investimentos por período	23
Tabela 2 Média do percentual de investimento com relação ao Ativo Total por setor..	26

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Gráfico de dispersão de Investimento vs Fluxo de Caixa.....	25
Gráfico 2 Setor de Atuação das empresas pertencentes à amostra	28

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço Patrimonial
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DF	Demonstração Financeira
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
DRE	Demonstração de Resultados do Exercício
DOAR	Demonstração da Origem e Aplicação de Recursos
IFRS	International Accounting Standards Board
FASB	Financial Accounting Standards Board
MEP	Método de Equivalência Patrimonial
NBC TG	Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1. Investimentos em participações societárias	12
2.2. Demonstração do Fluxo de Caixa como ferramenta de gestão.....	13
2.3. Goodwill e a expectativa de benefício futuro	15
2.4. Combinações de negócios	16
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICO	20
4. ANÁLISE DE RESULTADOS	23
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
6. REFERÊNCIAS	31
6.1. Anexo I – Lista de empresas e dados analisados.....	35
6.2. Anexo II – Dados utilizados para fazer o teste de correlação	37

1. INTRODUÇÃO

Na atual conjuntura, com os avanços do mercado, globalização e o expansionismo empresarial, as operações de aquisições de negócios despertam cada vez mais interesse por envolver muito dinheiro e por influenciar a tomada de decisão dos gestores, acionistas, clientes e fornecedores. Além de ser uma estratégia de geração de valor nas empresas, que normalmente têm seus resultados impactados positivamente após processos de aquisição, seja por meio de redução de custos, incremento nas vendas, melhoria de posição no mercado, expansão geográfica, entre outros. (HITT, 2011)

Quando se trata de investimentos em participações, se reconhece contabilmente a porcentagem do patrimônio líquido da empresa adquirida em Investimentos, no ativo não circulante da adquirente. Um problema encontrado no momento da aquisição é que muitas vezes o valor do patrimônio líquido da investida não representa o valor de mercado da empresa. Isso porque a contabilização de ativos intangíveis ainda é um grande desafio para a contabilidade devido à dificuldade de mensuração e por muitas vezes terem sido gerados internamente. (SCHERER, 2004).

Durante uma negociação para a aquisição de participação em uma empresa, pode ser que o comprador aceite pagar mais do que o percentual registrado no Patrimônio Líquido da empresa, essa diferença entre o valor contábil da adquirida e o valor de mercado pago por ela é chamado de Goodwill, ou ágio na aquisição de investimentos, se trata da expectativa de que esse negócio gere benefício econômico futuro. (LUSTOSA, 2017). É necessário que um profissional qualificado realize uma avaliação considerando as outras questões que não constem na contabilidade da empresa, que são trazidas Cañibano et al. (2000) como: o capital humano, o nome da empresa no mercado, marca, carteira de clientes etc.

As operações de investimentos de coligadas e controladas impactam a operação e as demonstrações contábeis das empresas envolvidas. Operacionalmente, pode impactar na redução de custos e nos relacionamentos com os Stakeholders. Contabilmente, esse investimento representa um dispêndio de caixa e um aumento no ativo não circulante da investidora. Porém, o retorno de um investimento não vai para a demonstração do fluxo de caixa, pois os lucros da adquirida não entra no caixa da adquirente. Ele é reconhecido pelo MEP (Método de Equivalência Patrimonial)

na DRE (Demonstração de Resultados do Exercício) e o retorno só entra no caixa quando houver pagamento de dividendos ou na venda do investimento. Porém, esse retorno em caixa pode se dar de forma indireta através da melhora das operações e relacionamentos da empresa.

Espera-se uma melhora nos resultados da investidora após o processo de aquisição, pois todo investimento é realizado na expectativa de que gere um benefício econômico futuro, mesmo que sejam indiretos, como um melhor relacionamento com bancos e fornecedores. Iudícibus (2010, p. 153) diz que “investimentos voluntários têm, muitas vezes, valores significativos, pois deles se espera uma rentabilidade futura e outros benefícios operacionais”.

Uma ferramenta de gestão importante para avaliar a entrada e saída de dinheiro em um determinado intervalo de tempo é a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). Essa demonstração responde perguntas que não podem ser facilmente respondidas analisando a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e o Balanço Patrimonial (BP), por exemplo, a justificativa para uma empresa ter tido lucro alto no período e não ter caixa para cumprir suas obrigações nesse mesmo período.

A DFC representa as entradas e saídas de caixa e equivalente de caixa e surgiu com o intuito de substituir a DOAR (Demonstração da Origem e Aplicação de Recursos). Apesar de sua obrigatoriedade ter se iniciado em 2008 com a Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, a demonstração já era exigida por alguns órgãos reguladores e utilizada voluntariamente em vários países do exterior. A DFC permite ter uma visão de onde a empresa tem aplicado os seus recursos financeiros, a sua capacidade de gerar caixa e de cumprir com as suas obrigações.

Diante disso surge o questionamento: **Qual a relação existente entre Investimentos em Participação Societárias (em caráter permanente) e o fluxo de caixa das empresas investidoras?**

O objetivo geral foi analisar se os investimentos em participações em outras empresas influenciam positivamente ou não o fluxo de caixa das empresas investidoras.

Os objetivos específicos são:

- Encontrar as empresas que fizeram aquisição de negócios durante o período analisado.
- Verificar o ativo das empresas, como se deu o reconhecimento da operação, analisando o grupo de Investimento e a Demonstração do Fluxo de Caixa.

A Globalização é definida por Hitt (2011), como a interdependência cada vez maior entre os países e suas organizações. As empresas adquirem outras organizações pois precisam umas das

outras para otimizar os seus resultados. A utilização de instrumentos que auxiliem na tomada de decisão se torna essencial para o desenvolvimento e maximização desses resultados. Existe uma expectativa de que o número de aquisições de investimento em participações aumente significativamente nos próximos anos. Segundo estudo da Grant Thornton, de 30 de junho de 2016, o mercado de fusões e aquisições aumentará 33% nos três anos seguintes.

A presente pesquisa faz um recorte nas operações de aquisição de investimentos em Coligadas e Controladas nas empresas analisadas. Nesse contexto, os investimentos que serão analisados nesta pesquisa são os de caráter permanente, que geram rendimentos e não se destinam à manutenção da atividade operacional da companhia.

Este estudo foi estruturado em seis capítulos sequenciais. Iniciou-se com uma introdução, seguido do referencial teórico, com uma breve revisão teórica sobre investimentos em outras sociedades, aquisição de negócios, reconhecimento de goodwill, Demonstração do Fluxo de Caixa, e outras questões importantes para o estudo realizado. A seguir foi apresentado o método utilizado para a elaboração do trabalho, a análise dos resultados e finalizou com as considerações finais e as referências.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Investimentos em participações societárias

Segundo o FERREIRA (2009, p.490), o termo investimento significa: “Aplicação de dinheiro com o propósito de obter lucro”.

De acordo com o item III do artigo 179 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, investimentos são “as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou da empresa”. (BRASIL, 2017)

Um dos tipos de investimentos em outras sociedades são os investimentos voluntários, que é o mais comum, pode ser uma extensão da atividade econômica da empresa ou uma diversificação das atividades do grupo. A ampliação voluntária da atividade da empresa acontece por meio da aquisição de outra empresa. Os investimentos voluntários costumam ter valores significativos, pois se espera rentabilidade futura e outros benefícios operacionais. Os benefícios esperados podem ser diretos ou indiretos, como uma indústria que participa em um banco com o objetivo de auferir melhores condições de relacionamento com essa instituição. Neste último caso, pode ser que deixem de ter característica de permanente e passem a ser instrumento financeiro. (IUDÍCIBUS, 2010).

O desejo dos acionistas é maximizar o retorno sobre seus investimentos. Isto às vezes é alcançado às custas de investir no futuro da empresa. Os lucros da empresa que foram direcionados a pesquisa e desenvolvimento, por exemplo, poderiam ter sido devolvidos aos acionistas, aumentando assim o seu retorno a curto prazo. Porém, distribuir lucros aos acionistas em curto prazo pode afetar negativamente a capacidade competitiva futura da empresa. (HITTI, 2011). Da mesma forma acontece com investimentos em outras sociedades, os acionistas abrem mão de uma rentabilidade imediata para que o seu dinheiro seja reinvestido e seus lucros se expandam.

Garrison (2013) afirma que os gestores costumam tomar decisões de investimento no presente, esperando obter lucros no futuro. Por exemplo, a companhia “A” faz um investimento ao abrir um novo restaurante “B”. A companhia “C” faz um investimento ao reformular um produto. Todos esses investimentos exigem gastos instantâneos com a expectativa de fluxo de caixa líquidos adicionais no futuro.

É unanimidade entre os autores que se espera um retorno de todo investimento realizado. Esse retorno não precisa ser necessariamente financeiro, um investimento pode melhorar a operação da empresa como um todo, a visão da marca, relacionamento com o mercado e também com os acionistas. Pesquisas anteriores relacionadas a investimentos se propõem a analisar o nível de divulgação das operações de investimento e a forma como esses investimentos de longo prazo são tratados.

Frezatti (2012) teve como objetivo de seu estudo verificar como as organizações brasileiras de grande porte tratavam os investimentos de caráter permanente. Foi feito um questionário eletrônico, e 82 empresas fizeram parte da amostra. Foi constatado que a aderência ao modelo teórico é parcial e que a análise de investimentos estava diretamente associada à preocupação com os riscos percebidos. Além disso, o autor constatou que projetos aprovados no planejamento estratégico apresentavam acompanhamento mais estruturado, assim como uma maior necessidade de definição de financiamento e de custo de oportunidade.

Druzian (2012) propôs verificar se as empresas do setor de Tecnologia da Informação que estão listadas na BM&FBOVESPA e possuem operações de investimentos em Coligadas e Controladas divulgaram, no exercício financeiro de 2010, as características do investimento de acordo com o CPC 18 em Nota Explicativa. Os resultados mostraram que as empresas não estão seguindo fielmente o CPC 18. O autor concluiu que uma das razões para essa falta de aderência ao CPC era devido à recente aprovação do Pronunciamento em 2009.

2.2. Demonstração do Fluxo de Caixa como ferramenta de gestão

De acordo com o CPC 03 de 2010, Fluxo de caixa são as entradas e saídas de caixa e equivalentes de caixa. O pronunciamento explica que a demonstração é dividida em atividades, sendo as atividades operacionais as principais atividades geradoras de receita da entidade. As atividades de investimento englobam a aquisição e a venda de ativos de longo prazo e outros investimentos que não sejam caixa e equivalente. As atividades de financiamento alteram o tamanho e a composição do capital próprio (Patrimônio Líquido) e do capital de terceiros (Passivo).

Mongelôs (2012, p.12) define a Demonstração do Fluxo de Caixa como “uma importante ferramenta de análise e gestão financeira, através da qual se pode avaliar a liquidez da empresa e instrumentar opinião acerca da capacidade de pagamento de dívidas para usuários externos”.

A DFC passou a ser obrigatória para as sociedades de capital aberto recentemente com a Lei 11.638/2007, que entrou em vigor a partir de 01 de janeiro de 2008. A demonstração também passou a ser obrigatória para pequenas e médias empresas pela Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral nº 1000 (NBC TG 1000) que dispõe sobre Contabilidade para Pequenas e Médias empresas. As NBC TG são as Normas Brasileiras de Contabilidade convergentes com as normas internacionais emitidas pelo IASB (International Accounting Standards Board).

A Demonstração do Fluxo de Caixa é uma demonstração contábil relativamente nova, teve suas primeiras publicações voluntárias na década de 80 em diversos países como Canadá e Estados Unidos. Surgindo como substituição à Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). Há um tempo já se comentava sobre essa substituição, o argumento era ser de mais fácil entendimento quando comparada à DOAR e de maior utilidade para os usuários da informação contábil. Apesar de recente, a sua publicação já era exigida por alguns órgãos reguladores. (SOUZA, 2006).

A DFC é um instrumento de gestão valioso por conseguir responder a questões que não podem ser facilmente respondidas com as outras demonstrações contábeis, como a demonstração de resultados do exercício e o balanço patrimonial (GARRISON, 2013, p.635). O autor ainda traz exemplos de questões: “onde a Delta Airlines conseguiu dinheiro para pagar um dividendo de quase US\$ 140 milhões em um ano em que, segundo sua demonstração de resultados, teve mais de US\$1 bilhão de prejuízos? Como a Walt Disney Company conseguiu investir quase US\$ 800 milhões para expandir e renovar seus parques temáticos apesar de um prejuízo de mais de US\$ 500 milhões sobre o seu investimento na Euro Disney? ”. As respostas para essas perguntas podem ser encontradas na DFC.

As informações da DFC, de preferência quando analisadas em conjunto com as outras demonstrações contábeis, podem permitir que os investidores, credores e outros usuários avaliem os seguintes itens: a capacidade da empresa gerar fluxos de caixa futuro positivo; a capacidade em honrar seus compromissos; a liquidez, a solvência e a flexibilidade financeira da empresa; a taxa de conversão de lucro em caixa; a performance operacional de diferentes empresas - pois elimina os efeitos da utilização de tratamentos contábeis diferentes para eventos iguais; o grau de precisão das estimativas passadas de fluxos futuros de caixa; os efeitos das transações de investimento e de financiamento sobre a posição financeira da empresa. (IUDÍCIUS, 2010)

Em pesquisas anteriores relacionadas à demonstração do fluxo de caixa, Rocha (2017) se propôs a analisar e identificar os elementos a serem verificados na DFC e seus respectivos indicadores quanto à capacidade financeira das empresas do setor de saneamento, serviço de água e gás, listadas na BM&FBovespa. Os resultados apontaram que o segmento ficou acima da média, com unanimidade, em relação ao indicador de cobertura de dívidas com caixa. Os índices apresentados demonstram que as empresas podem se manter no mercado de modo estável, mesmo considerando aspectos de crises, que não impedem a influência direta de outras variáveis.

2.3. Goodwill e a expectativa de benefício futuro

O CPC 15 que dispõe sobre combinação de negócios, conceitua, em seu apêndice “A”, ágio por rentabilidade futura (goodwill) como “um ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes dos ativos adquiridos em combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos”.

Glautier e Underdown (2001) informam que goodwill pode ser descrito como a soma daqueles atributos intangíveis de um negócio que contribuem para o seu sucesso, tais como: uma localização favorável, uma boa reputação, a habilidade e a perícia dos seus empregados e gestores, e sua relação duradoura com credores, fornecedores e clientes.

No momento da venda de uma empresa, os seus proprietários limitam a sua visão ao que já existe. Mas aqueles que compram, pelo contrário, têm muitas ideias e planos em relação à empresa que desejam adquirir, podendo, na disputa com outros potenciais compradores, aceitar pagar pela empresa um valor acima do valor proporcional de seus ativos líquidos avaliados pelo valor justo. Este prêmio, agora reconhecido no balanço do adquirente sob a forma de ágio, faz parte da nova riqueza intangível da adquirida que nasceu no momento da aquisição e que será adicionada à riqueza intangível existente da adquirente. É apenas uma parte, porque a expectativa e os planos do adquirente é fazer com que a empresa adquirida gere um retorno econômico para ele maior que o que está sendo pago. (LUSTOSA, 2017)

No Brasil, o goodwill, conhecido como ágio na aquisição de investimentos em participações avaliadas pelo método de equivalência patrimonial (MEP), é a diferença entre o valor que foi desembolsado e o valor patrimonial da participação adquirida. O ágio pode ser decorrente de três fatores isolados ou combinados: pela diferença entre o valor justo e o valor contábil dos bens

tangíveis; pela expectativa de rentabilidade futura; e pela existência de goodwill (valor de aquisição excedente ao valor contábil líquido de bens, de direitos e obrigações) e outros ativos intangíveis. (SCHERER, 2004). Scherer escreveu isto antes da aprovação do CPC 15 em 2011, que diz que o goodwill “é mensurado como o excesso de valor justo da contraprestação efetivamente transferida (a participação do grupo na entidade A) sobre o valor justo líquido dos ativos identificáveis e dos passivos da entidade A”.

O CPC 15 também define valor justo como o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data da aquisição.

Dois problemas que envolvem a contabilização do goodwill são: o momento de seu reconhecimento e a sua mensuração a partir disso. O reconhecimento inicial só é permitido nas operações de fusão e aquisição, onde o ágio é adquirido e registrado no balanço a um custo que representa o excesso do valor pago em relação com o valor justo dos ativos líquidos da empresa adquirida. O segundo aspecto é como lidar com reduções subsequentes no custo do goodwill. Uma vez que o regulador tenha assumido que a goodwill é um ativo, essa decisão será baseada na duração esperada do suposto benefício econômico gerado por esse bem e sobre a forma como irá deteriorar-se. (MOERHLE, 2015).

Em pesquisas anteriores, Wen e Moerhle (2015) revisaram e analisaram a literatura acadêmica relacionada à contabilidade de ágio em sua pesquisa. A literatura geral sugere que, em média, a conta de ágios é importante por fornecer informações novas e relevantes para os mercados de capital e de crédito. Como sugerido pela pesquisa acadêmica, a informação do goodwill pode ser importante para os acionistas, especialmente quando as companhias relatam valores significativos de ágio.

2.4. Combinações de negócios

Um dos métodos pelos quais uma firma pode adquirir a outra é por meio de uma fusão ou consolidação. Além da fusão, uma aquisição pode ocorrer por meio da compra de ações ou ativos - mediante pagamento em dinheiro, ações ou títulos - via bolsa de valores; oferta privada da administração da adquirente à administração da adquirida; ou mediante uma oferta pública de

compra (*tender offer*) - feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da outra. (CAMARGOS, 2003).

Uma aquisição é uma estratégia pela qual uma empresa compra o controle, ou 100%, de outra empresa com a intenção de tornar a empresa adquirida uma subsidiária em seu portfólio. (HITT, 2011).

Conforme Ross et al (1995) os analistas financeiros classificam as aquisições em três tipos: Aquisição Horizontal (pertencem ao mesmo mercado produtivo); Aquisição Vertical (pertencem a mercados em níveis diferentes do processo de produção) e Conglomerado (quando não há relação entre a empresa adquirente e a empresa adquirida).

A contabilização das combinações de negócios mudou drasticamente desde 2000. Este processo de mudança se iniciou nos EUA quando o Financial Accounting Standards Board (FASB) emitiu a Declaração de Normas de Contabilidade Financeira (SFAS) 141 e SFAS 142 em junho de 2001. A IFRS 3 entrou em vigência em janeiro de 2005, juntamente a obrigatoriedade da IFRS na Europa. (HAMBERG, 2014). O pronunciamento Técnico CPC 15 é a norma brasileira correspondente a esse IFRS, que foi aprovado e divulgado em 2011.

O Século XX passou por cinco relevantes ondas de fusões e aquisições. Uma no seu início, e sucessivas ondas nos finais dos anos 20, 60, 80 e 90. Mesmo uma boa parte das operações de fusão tendo se limitado ao norte da América e à Grã-Bretanha, a última onda envolveu todos os principais países industrializados do mundo. Em linha com a economia global, a porcentagem de aquisições que atravessam fronteiras é crescente. (GUGLER, 2001). No Brasil, assim como no mundo, a porcentagem de aquisições também é crescente.

No momento em que duas empresas decidem se unir, espera-se que a união dê certo e que os frutos dessa combinação sejam colhidos. É necessário conhecer a outra empresa, uma vez que cada uma trará seus ativos, passivos, costumes, culturas e parcerias (MELO, 2010). O autor compara essa união de negócios a um casamento. A expectativa é de que essa união seja bem-sucedida, mas as empresas podem enfrentar dificuldades e pode ser que a união não dê frutos.

Existem uma série de razões para fundamentar o uso de uma estratégia de aquisição. HITT (2011) discute sobre algumas dessas razões. Entre elas estão: mais poder de mercado - capacidade de competir; superação das barreiras à entrada - pois aquisições facilitam a chegada aos novos mercados; redução dos custos no desenvolvimento de um novo produto - já que lançar um produto

de uma marca já existente requer menos recursos que o lançamento de um produto completamente novo; maior diversificação e variedade de produtos; e diminuição da competição, entre outros.

Adquirir uma empresa não é apenas uma forma de investimento e reaplicação do dinheiro, mas também uma estratégia de negócio. Os gestores planejam e tomam as decisões que têm como expectativa um retorno maior.

Segundo Costa (2008) existem autores que acreditam que as operações de fusões e aquisições não geram valor para a economia e que as vastas cifras registradas pelas firmas envolvidas em combinações de negócios são apenas uma redistribuição de riqueza de alguns agentes envolvidos. É o que a literatura documenta como sendo a hipótese da redistribuição de riqueza. Outros estudiosos, como o próprio Costa, Camargos e Barbosa, Hitt e outros destacados na presente pesquisa, discordam dessa ideia, ao contrário, veem as aquisições como um planejamento estratégico para a maximização dos resultados. É necessário um dispêndio de dinheiro no momento atual para ter um benefício gerado por essa operação no futuro.

Pesquisas anteriores, buscaram entender qual era o objetivo das empresas ao adquirir outras empresas. Camargos e Barbosa (2003) visavam proporcionar um melhor entendimento sobre fusões e aquisições. Os resultados obtidos em sua pesquisa sugeriram que as fusões e aquisições ocorrem visando tanto à maximização da riqueza dos acionistas quanto à maximização da utilidade gerencial - podendo existir ou não relação entre essas operações. As novas informações divulgadas ao mercado e as várias possibilidades de interpretação por parte dos investidores, gera retornos anormais positivos, sendo as firmas de maior porte as que recebem a maior parte dos ganhos.

Nakayama (2012) em pesquisas anteriores relacionadas a combinação de negócios, investigou o nível de disclosure das informações sobre operações de combinação de negócios ocorridas no Brasil no ano de 2010. Apesar de determinado pelo CPC 15 um padrão contendo as informações que devem ser divulgadas, observaram-se diferenças nessa divulgação das empresas. Foram analisadas 40 companhias abertas envolvidas em 76 operações de combinação de negócios. De acordo com os resultados, o porte da empresa de auditoria e o porte relativo da empresa adquirida são fatores que influenciam o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios.

Conforme estudo da Grant Thornton de 30 de junho de 2016, o mercado de fusões e aquisições deve aumentar 33% nos próximos três anos. Em 2015, o setor de fusões e aquisições gerou US\$3.8 trilhões globalmente. Os números são da pesquisa global International Business

Report (IBR) – A seller's market is set to continue after a big year for M&A, realizada pela consultoria e auditoria Grant Thornton. A amostra envolve líderes empresariais de 36 países que abriram suas expectativas para o setor dentro de um futuro próximo.

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) divulgou no dia 16 de agosto de 2017 o ranking de fusões e aquisições do 1º Semestre de 2017. O Bradesco BBI ficou em primeiro lugar com R\$26 bilhões investidos em aquisição de negócios, totalizando 8 operações. Existem muitos exemplos de compra de empresa no Brasil, já que essa é uma operação cada vez mais comum. Um dos exemplos é a compra do banco HSBC pelo Bradesco. Outro caso que ficou famoso é o do grupo J&F, que já efetuou dezenas de aquisições como a Havaianas, Vigor, Canal Rural, dentre outras.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo se enquadra como exploratório-descritivo, e com relação à abordagem do problema envolve avaliações de caráter quantitativo e qualitativo, considerando que foram utilizadas ferramentas estatísticas para responder ao questionamento da pesquisa, mas também foi realizada análise qualitativa para analisar casos específicos, onde as informações do balanço não eram suficientes ou os dados fugiam do normal esperado.

A pesquisa se enquadra no conceito de pesquisa documental. Para atender aos objetivos da pesquisa foi necessário analisar o Balanço Patrimonial de cada uma das empresas da amostra, principalmente as contas do Ativo (Investimentos) e a Demonstração do Fluxo de Caixa de 2012 a 2016 das empresas da BM&FBOVESPA selecionadas, além das notas explicativas das respectivas companhias.

A amostra da pesquisa foi constituída por 80 companhias de capital aberto brasileiras que atenderam no conjunto às quatro condições a seguir:

- 1) Esteve envolvida em aquisição de negócios em algum dos anos compreendidos no período entre 2012 e 2014;
- 2) A empresa teve o papel de adquirente na transação realizada;
- 3) A aquisição se tratava de participação societária em controladas ou coligadas;
- 4) Fazem parte da lista de empresas cotadas pela BM&FBOVESPA;

A informação relativa às empresas que realizaram aquisição de negócios no período entre 2012 e 2014 foi obtida no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nas informações periódicas ou eventuais das companhias. A consulta foi feita por data, módulo IPE (informações referentes a Prospectos, Fatos Relevantes, Comunicados, Assembleias, Negócios Realizados por Administradores, Calendário de Eventos Corporativos, Política de Divulgação de Ato ou Fato Relevante, Política de Negociação das Ações da Companhia, Contratos com Partes Relacionadas, Acordo de Acionistas, entre outras). A data pesquisada foi de 01 de janeiro de 2012 a 31 de dezembro de 2014, a categoria foi “Fatos relevantes” que tivessem a palavra-chave “aquisição”. O que resultou em uma lista de 171 empresas.

Dessas 171 empresas, foi verificado nos fatos relevantes divulgados se elas faziam papel de adquirente na operação, se a aquisição era de controladas ou coligadas e quantas aquisições a

empresa havia realizado no período. O passo seguinte foi verificar se elas tinham suas demonstrações financeiras disponíveis no site da BM&FBovespa e se haviam reconhecido algum ágio por expectativa de rentabilidade futura na aquisição de investimentos durante o período analisado.

Após esse filtro para o cumprimento dos pré-requisitos estabelecidos acima, o total da amostra passou a ser de 80 empresas. Foi utilizado o site da BM&FBovespa, para coletar dados referentes aos relatórios financeiros das empresas selecionadas, pegando as Demonstrações Financeiras Patronizadas – Versão 1.0 de 31 de dezembro dos anos 2012, 2013, 2014, 2015 e 2016. Optou-se por utilizar as Demonstrações Financeiras individuais para coletar os dados, principalmente o Ativo Total, Investimentos, e a Demonstração do Fluxo de Caixa.

Santos (2005) afirma que os saldos e as operações realizadas entre companhias de um mesmo grupo devem ser eliminados das demonstrações contábeis consolidadas. O objetivo dessa eliminação é retratar o real valor do grupo, já que o balanço consolidado deve apresentar os valores como se as empresas consolidadas fossem uma única empresa. Por isso não foram utilizadas as demonstrações financeiras consolidadas, porque o valor do investimento é anulado quando se junta as demonstrações financeiras da controladora às da controlada. E também, porque o objetivo do trabalho foi verificar os efeitos do investimento em participações societárias no fluxo de caixa da empresa adquirente.

Para cumprir com o objetivo do estudo, decidiu-se que a observação da amostra será feita por empresa e não por aquisição, pois todas as empresas analisadas publicam suas demonstrações financeiras no mínimo anualmente, e nas DFs constam todas as informações das aquisições realizadas no período.

Ressalta-se que compuseram a amostra apenas as empresas que exerceram o papel de adquirente na aquisição de investimentos, por essas companhias estarem expandindo a suas atividades empresariais e conseqüentemente esperarem rentabilidade futura e benefícios operacionais com a aquisição, por mais que esses retornos não sejam diretamente reconhecidos na DFC.

Os resultados apresentados neste estudo foram obtidos com o auxílio do pacote estatístico R (The R Foundation for Statistical Computing, Viena, Áustria; <http://www.r-project.org>), gratuito e de domínio público. O “R” é um software utilizado para analisar dados e estatísticas, e auxilia no preparo de gráficos.

A ferramenta estatística “R” foi utilizada para rodar os dados estatísticos da presente pesquisa, onde foi medida a correlação entre a linha de Investimentos (Ativo Permanente), e o Fluxo de Caixa. Para cada uma das empresas que compuseram a amostra, foi medida a correlação entre a linha de investimentos e o fluxo de caixa final nos cinco períodos analisados (2012 a 2016).

O coeficiente de correlação de Pearson (r) ou coeficiente de correlação produto-momento ou o r de Pearson mede o grau da correlação linear entre duas variáveis quantitativas. Este coeficiente, normalmente representado pela letra "r" assume apenas valores entre -1 e 1, esse valor pode refletir a intensidade de uma relação linear entre dois conjuntos de dados. Quanto maior for o coeficiente, maior o grau de relação entre as variáveis.

$r = 1$ Significa uma correlação perfeita positiva entre as duas variáveis, quando uma aumenta, a outra aumenta.

$r = -1$ Significa uma correlação negativa perfeita entre as duas variáveis, ou seja, são inversamente proporcionais, se uma aumenta, a outra sempre diminui.

$r = 0$ Significa que as duas variáveis não dependem linearmente uma da outra. No entanto, pode existir uma outra dependência que seja "não linear". Assim, o resultado $r = 0$ deve ser investigado por outros meios (LIRA, 2004).

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

De acordo com a literatura o Fluxo de Caixa é um instrumento de gestão que contempla as entradas e saídas de caixa, e quando se trata de Investimentos em Participações Societárias, o retorno de um investimento não vai para a demonstração do fluxo de caixa, pois os lucros da adquirida não entra no caixa da adquirente. Ele é reconhecido pelo MEP (Método de Equivalência Patrimonial) na DRE (Demonstração de Resultados do Exercício) e o retorno só entra no caixa quando houver pagamento de dividendos ou na venda do investimento.

Porém, percebe-se que este retorno pode se dar de forma indireta, pois adquirir uma nova empresa influencia positivamente as operações e os relacionamentos da empresa adquirente com o mercado, fornecedores, credores e acionistas, além de reduzir custos operacionais e aumentar a capacidade competitiva da empresa, isso acaba afetando positivamente o seu fluxo de caixa.

Ao analisar as 80 empresas da amostra, observa-se que muitas delas fizeram mais de uma aquisição por ano. E várias outras realizaram aquisições nos três anos analisados para a definição da amostra.

Tabela 1 Número de Aquisições de Investimentos por período

Ano	Quantidade de Empresas	Quantidade de Aquisições
2012	42	65
2013	39	62
2014	29	41

Fonte: elaboração própria.

O Tabela 1 acima nos mostra a quantidade de empresas que fizeram aquisições em cada um dos períodos (2012 a 2014), assim como a quantidade de aquisições realizadas neste mesmo período, é possível encontrar esses dados de forma detalhada, por empresa, no Anexo 1 do presente estudo. Para cumprir com o objetivo do estudo, decidiu-se que a observação da amostra seria feita por empresa e não por aquisição. Todas as empresas analisadas publicam suas demonstrações

financeiras no mínimo anualmente, nelas constam as informações das aquisições realizadas. Porém, essas informações nem sempre são encontradas de forma padronizada.

A maior parte das empresas analisadas possuem mais de um investimento em participação societária, a Aliance Shopping Centers S.A., por exemplo, possuía no ano de 2012, um total de 28 (vinte e oito) investimentos em participações societárias. A Brasil Brokers Participações S.A. possuía 19 investimentos em controladas no mesmo ano, e diz em um dos comunicados de fatos relevantes que tem como objetivo a participação em empresas que atuem no mercado de intermediações e consultoria imobiliária.

Têm empresas que deixam claro as suas intenções ao investir em participações, como é o caso da BR Insurance Corretora de Seguros S.A., que ao fazer um comunicado aos seus acionistas e ao mercado em geral, afirma que tomou decisão de adquirir um outro investimento “de acordo com sua estratégia de crescimento através da aquisição de participações em empresas de intermediação de seguros e resseguros”. Investimento no capital social de sociedades do mesmo segmento também é um dos objetos sociais da CPFL Energias Renováveis S.A.

Conforme descrito nos procedimentos metodológicos, a ferramenta estatística “R” foi utilizada para rodar os dados estatísticos da presente pesquisa, onde foi medida a correlação entre a linha de Investimentos, no Ativo Permanente, e o Fluxo de Caixa. A figura 1 abaixo traz o resultado deste teste de correlação realizado.

Figura 1 Resultado do Teste de Correlação

```
> cor.test(x,y)

      Pearson's product-moment correlation

data:  x and y
t = 10.668, df = 398, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 0.3915893 0.5444166
sample estimates:
      cor
0.4715359
```

Fonte: The R Foundation for Statistical Computing

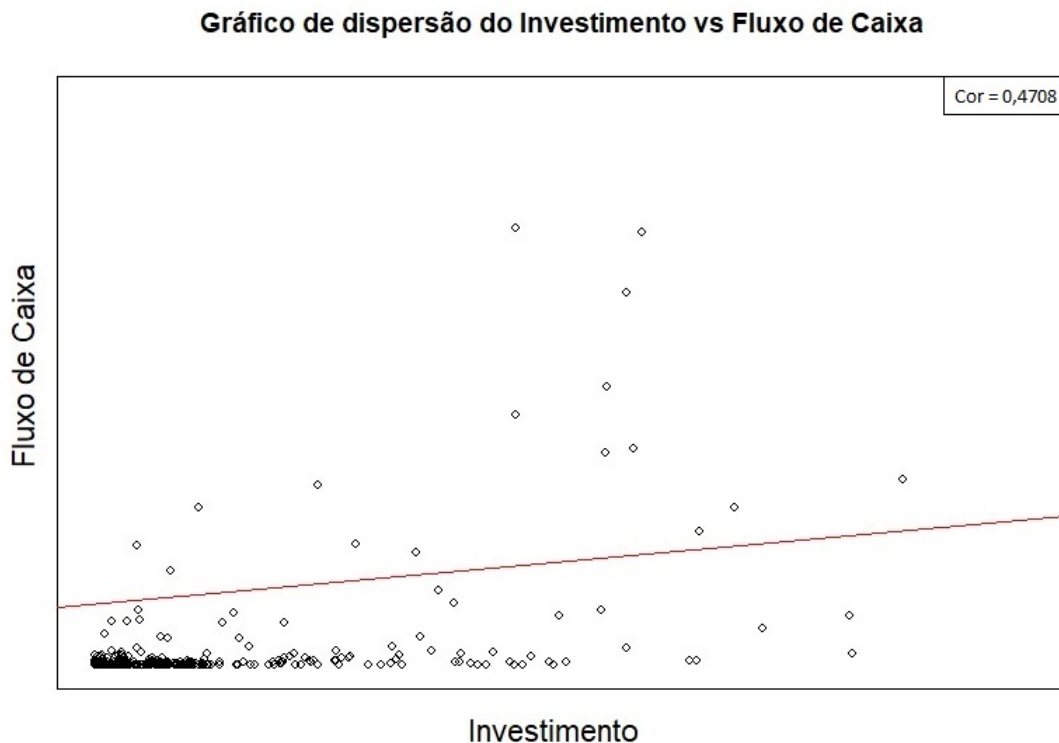
“Cor” é outro nome dado para “r”, é o coeficiente de correlação de Pearson. No caso deste estudo, as duas variáveis cuja correlação foi medida, são o Investimento e o Fluxo de Caixa.

Encontrou-se um $Cor = 0,4708$, isso quer dizer que existe uma correlação positiva moderada entre o Investimento e o Fluxo de Caixa, ou seja, o Fluxo de Caixa tende a ser moderadamente maior para maiores valores de Investimento.

O “ $cor = 0,4708$ ” é o resultado exato da correlação entre investimentos e fluxo de caixa para as empresas que fizeram parte da amostra. A figura acima mostra que, caso se estenda essa amostra para um número maior de empresas com as mesmas características, pode-se concluir com 95% de certeza de que o índice de correlação estará entre 0,3915893 e 0,5444166. X e Y são as duas variáveis utilizadas para medir a correlação, que no caso são: Investimento e Fluxo de Caixa. “Df” significa “degrees of freedom” ou graus de liberdade, que é um parâmetro independente necessário para definir o desvio padrão por exemplo. “P-value” é probabilidade de valor, é a probabilidade de se obter um valor igual a “t” para uma estimativa em uma amostra qualquer. E “t” mostra se a correlação existente é significativa ou não.

O Gráfico 1 é a representação gráfica dos resultados do teste de correlação. O mesmo mostra a dispersão de Investimentos vs Fluxo de Caixa, onde investimentos é representado no eixo X e Fluxo de Caixa no eixo Y. Formando uma linha de tendência.

Gráfico 1 Gráfico de dispersão de Investimento vs Fluxo de Caixa



A linha que cruza o gráfico é uma linha de tendência, basicamente serve para ajudar a visualizar graficamente a correlação existente. Neste caso, é uma linha moderadamente crescente, ou seja, a medida que se aumenta Investimentos, o Fluxo de Caixa também será maior. Isso confirma o existe uma relação entre os Investimentos e o Fluxo de Caixa, porém, pode serão necessárias outras pesquisas para confirmar se é o Investimento que gera caixa ou se é a sobra de caixa que faz com que as empresas invistam mais em participações societárias.

É interessante observar que mesmo os investimentos representando um desembolso de recursos financeiros no momento $T = 0$, e afetarem negativamente o fluxo de caixa, é possível obter-se uma correlação positiva moderada entre Investimentos e Fluxo de Caixa, ou seja, essas duas variáveis estão relacionadas e uma tende a aumentar a medida que a outra aumenta.

Nas empresas analisadas, os investimentos representam um percentual significativo dos ativos totais das companhias, estes representam, em média, 45% (quarenta e cinco por cento) do Ativo para as empresas analisadas nesses cinco anos, isso significa que as empresas da amostra concentram, em média, 45% do seu Ativo Total na sua conta de Investimentos. Para algumas empresas como o Banco Bradesco S.A., Banco Santander (Brasil) S.A. e Qualicorp S.A., os investimentos chegaram a representar 99% do Ativo Total da Companhia no ano de 2012.

Tabela 2 – Média do percentual de investimento com relação ao Ativo Total por setor

Setor	Média
Petróleo. Gás e Biocombustíveis	87%
Utilidade Pública	63%
Saúde	54%
Consumo Cíclico	45%
Financeiro e Outros	45%
Tecnologia da Informação	45%
Consumo não Cíclico	29%
Materiais Básicos	28%
Telecomunicações	27%
Bens Industriais	26%

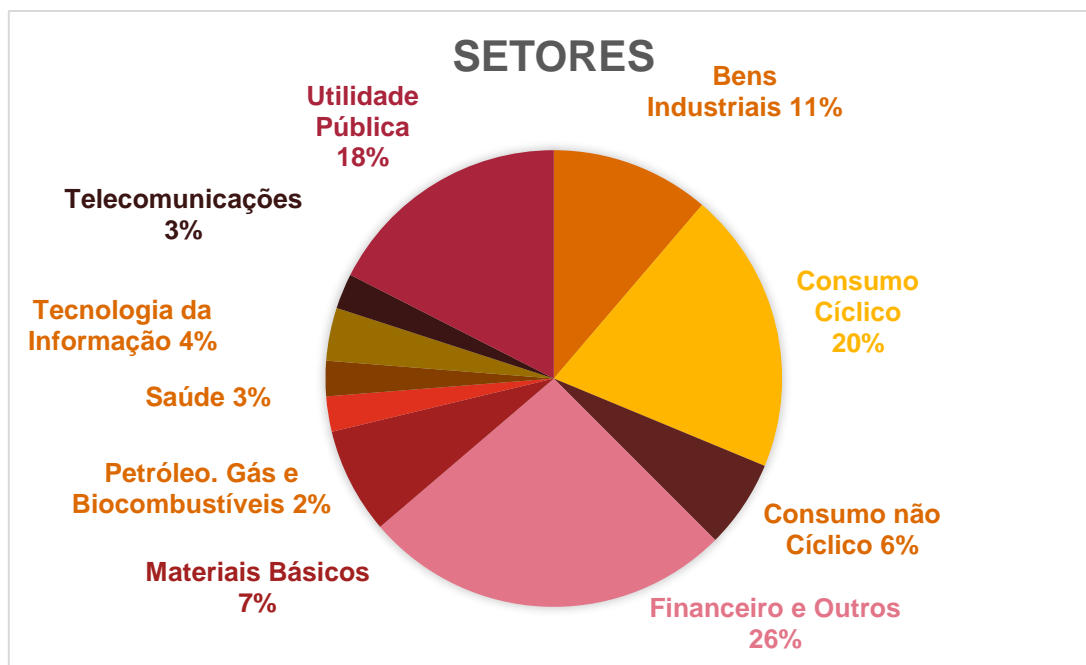
Fonte: Elaboração própria.

A tabela acima traz a média do percentual de investimento com relação ao ativo total das empresas da amostra separadas por setor. O setor de Petróleo, gás e Biocombustíveis é o que o tem um maior percentual, em média, 87% do ativo das empresas deste setor é composto por Investimentos em caráter permanente. Seguido por Utilidade pública, com 63% e Saúde, com 54%. Esses três setores estão acima da média geral, o que mostra que uma parte significativa de seus ativos está em investimentos.

Das empresas que fizeram parte da amostra, 85% reconheceram ágio na aquisição de investimentos no período analisado. Isso apenas reafirma que se esperava um benefício futuro com essas aquisições, assim como se espera um retorno de todo investimento realizado. Uma das características inerentes a um Ativo, segundo o CPC, é o seu benefício econômico futuro provável. Niyama (2013) afirma que “o benefício econômico futuro refere-se, pois, ao potencial de contribuição, seja direta ou indireta, para o fluxo de caixa ou equivalente de caixa para a entidade”. Ou seja, se espera de qualquer ativo que ele contribua para o fluxo de caixa da empresa, e com os investimentos em participações societárias não é diferente.

Das 80 empresas analisadas, apenas 2 reconheceram um deságio, ou um ganho por compra vantajosa, a Randon S.A. Implementos e Participações, que reconheceu um deságio na aquisição realizada do período analisado, porém havia reconhecido um ágil em outro investimento adquirido anteriormente. A Industrias Romi S.A. também reconheceu um deságio (ganho por compra vantajosa) na aquisição da Burkhardt +Weber Fertigungssysteme GmbH (“B+W”), em 31 de janeiro de 2012. A aquisição da B+W está em linha com o plano estratégico da Companhia, de ampliar o seu portfólio de produtos com maior conteúdo tecnológico e expandir globalmente suas bases de operações e de mercados.

As empresas analisadas neste estudo são dos mais diversos setores de atuação. A BM&FBovespa classifica as suas empresas em 10 diferentes setores de atuação, que posteriormente são divididas em subsetores e em segmentos. Encontra-se na amostra da presente pesquisa empresas de todos os dez setores, mas alguns setores se destacaram por realizarem mais investimentos em participações societárias. Como é o caso das Instituições Financeiras e as empresas de energia.

Gráfico 2 Setor de Atuação das empresas pertencentes à amostra

Fonte: Elaboração própria.

O setor “Financeiro e outros” representou 26% da amostra, e engloba empresas de diversos segmentos, como bancos, imobiliárias, holdings, seguradoras, investimentos e serviços financeiros diversos. O segundo setor que mais se destacou na pesquisa foi o setor “Consumo Cíclico” que compreende produtos e serviços em geral, incluindo os serviços educacionais. E em terceiro lugar, representando 18% da pesquisa está o setor de “Utilidade Pública”, que são as empresas de energia elétrica, gás, água e saneamento. Esses ramos se destacaram por terem feito mais aquisições de investimentos em participações societárias entre 2012 e 2014.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As aquisições de negócios têm aumentado no decorrer dos anos, a expectativa dos estudiosos é que o número de investimentos em outras empresas cresça 33% de 2017 a 2019. Fica evidente que as empresas precisam cada vez mais umas das outras para crescer e se manter no mercado, logo passam a investir em participação em outras empresas com a expectativa de que esse investimento gere um benefício econômico direto ou indireto. Fazer investimentos em outras empresas pode gerar não apenas benefícios econômicos, como também operacionais. Através de aquisições é possível reduzir custos operacionais, aumentar a capacidade de se inserir no mercado, melhorar os relacionamentos com os stakeholders, e melhorar a capacidade competitiva da empresa adquirente.

Este trabalho teve como objetivo principal analisar se existe ou não uma correlação positiva entre os investimentos em participações em outras empresas e o Fluxo de caixa das empresas investidoras. Embora a aquisição de um investimento represente um sacrifício financeiro imediato, espera-se que todo investimento gere benefício econômico futuro, as empresas chegam inclusive a pagar mais por um investimento e reconhecer um ágio em sua contabilidade por expectativa de rentabilidade futura. Os proprietários e acionistas abrem mão de receber o total dos lucros do período, para que sua riqueza possa ser reinvestida e a empresa possa continuar suas operações no mercado.

Foi possível concluir que existe uma correlação positiva moderada entre os Investimentos e o Fluxo de Caixa de uma empresa investidora, um tende a crescer a medida que o outro cresce, mesmo esses investimentos representando um desembolso de dinheiro no momento da aquisição. Presume-se que as empresas que investem em outras empresas têm os seus resultados positivamente impactados após esse processo de aquisição, porém o presente estudo não oferece essa certeza. Apesar dessas duas variáveis estarem correlacionadas, não se pode afirmar se adquirir investimentos que gera caixa ou se é a sobra de caixa que faz com que as empresas invistam mais, serão necessários estudos mais aprofundados para verificar qual é a relação entre essas duas variáveis.

Foi possível observar empresas de vários setores da economia, para uma parte significativa das empresas analisadas, adquirir outros negócios faz parte de seu objeto social. As empresas

utilizam essa operação como estratégia de maximização de seus resultados financeiros e operacionais. Uma empresa pode investir em outras empresas do mesmo ramo com o intuito de se fortalecer e eliminar a concorrência. Pode-se investir em empresas de atividades complementares à sua atividade principal com o objetivo de reduzir custos operacionais e os custos das mercadorias utilizadas no processo de produção. Outra opção é investir em uma empresa de atividade completamente diferente com o objetivo de melhorar seu relacionamento com bancos, fornecedores e o mercado em geral.

Algumas limitações foram encontradas no decorrer do estudo. Como o fato de existirem diversos outros fatores internos e externos que podem afetar o fluxo de caixa da empresa, como a economia do país, alterações no mercado, mudanças legais e tributárias no ramo de atividade, aquisições de outros ativos que não investimentos, operações de financiamentos e empréstimos no nome da empresa, mudança de estratégia da Governança Corporativa etc.

Para pesquisas posteriores sugere-se que a análise seja feita por investimento e não por empresa e que seja feita uma correlação com os fluxos de caixa dos anos posteriores ao da aquisição. Outra sugestão seria avaliar o nível de Disclosure das aquisições de negócio nos períodos mais recentes e analisar se as empresas estão seguindo o padrão estipulado pelo CPC. Como a correlação obtida na presente pesquisa não foi considerada forte, seria interessante estudar se existem outras relações entre o Investimento e o Fluxo de Caixa que não sejam de linearidade e também pesquisar se são os investimentos que influenciam o fluxo de caixa ou se é o fluxo de caixa que influencia os investimentos. Apesar de 85% das empresas analisadas terem reconhecido ágio na aquisição de investimentos, sugere-se que nas próximas pesquisas, apenas essas empresas façam parte da amostra.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Ranking de Fusões e Aquisições 1º Semestre/2017**. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/mercado-de-capitais/fusoes-e-aquisicoes.htm>. Acesso em 12 out. 2017.

BRASIL. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em 22 out. 2017.

BRASIL. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 12 nov. 2017.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. **Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**. REGE Revista de Gestão, v. 10, n. 2, 2010.

CAÑIBANO Leandro; GARCIA-AYUSO Manuel; SANCHEZ, Paloma. **Accounting for intangibles: a literature review**. Journal of Accounting Literature, v. 19, p. 102, 2000.

CFC. **Contabilidade para Pequenas e Médias Empresas - NBC TG 1000 (R1)**. Disponível em: <[http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTG1000\(R1\).pdf](http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTG1000(R1).pdf)>. Acesso em 12 out. 2017.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico. CPC 03 (R2)**. CPC 03. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/183_CPC_03_R2_rev%2010.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2017.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico. CPC 15 (R1)**. Disponível em: < http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/235_CPC15R1_rev_06.pdf>. Acesso em 23 out. 2017.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira. **Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006. 2008**. São Paulo, USP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

DRUZIAN, Mariane Machado; SANDRA Rolim Ensslin; LETÍCIA Meurer Krüger. **Evidenciação de informações financeiras**: Estudo do nível de aderência das Notas Explicativas ao Pronunciamento Técnico CPC 18 Investimento em Coligada e em Controlada." 9º Congresso USP Iniciação Científica em Contabilidade. 2012.

FERREIRA, Aurélio B. de Hollanda. **O dicionário da língua portuguesa**. 7. ed. São Paulo: Positivo, 2019.

FREZATTI, Fábio, et al. "Decisões de investimento em ativos de longo prazo nas empresas brasileiras: qual a aderência ao modelo teórico?." *RAC-Revista de Administração Contemporânea* 16.1 (2012).

GARRISON, Noreen & Brewer. **Contabilidade Gerencial**. 14ª Edição.

GLAUTIER, M. W. E.; UNDERDOWN, B. **Accounting theory and practice**. 7., Essex: Prentice Hall, 2001.

GUGLER, Klaus et al. The effects of mergers: an international comparison. **International journal of industrial organization**, v. 21, n. 5, p. 625-653, 2003.

HAMBERG, Mattias; BEISLAND, Leif-Atle. **Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3**. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, v. 23, n. 2, p. 59-73, 2014.

HITT, Michael. **Administração estratégica: competitividade e globalização** / Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, Robert E. Hoskisson; [tradução All Tasks]. – 2. ed – São Paulo: Cengage Learning, 2011.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades, de acordo com as Normas Internacionais e do CPC**. Ed. Atlas, 2010.

LIRA, Sachiko Araki. **Análise de correlação: abordagem teórica e de construção dos coeficientes com aplicações**. Curitiba, Universidade Federal do Paraná (2004).

LUSTOSA, Paulo Roberto B., **A New Approach to Accounting Goodwill (and Other Identified Intangibles with Indefinite Useful Lives): Theory and Empirical Evidence** (August 21, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3023311>.

MELO, Ilma Cantuária Alves et al. **Combinação de Negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras**. 2010.

MONGELÔS, Bruna Cheuiche. **Demonstração dos fluxos de caixa: amadurecimento dos relatórios contábeis e a construção de um objeto de aprendizagem**, 2012. Disponível em: <http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/79390>. Acesso em 22 out. 2017.

NAKAYAMA, Wilson Kazumi. **Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do pronunciamento técnico CPC 15**. São Paulo, USP, 2012. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

NIYAMA, Jorge Katsumi, and César Augusto Silva. **Teoria da contabilidade**. Editora Atlas SA, 2013.

PORTALFATORBRASIL. **Mercado de fusões e aquisições deve aumentar 33%, aponta estudo da Grant Thornton** (2016). Disponível em: <http://www.revistafatorbrasil.com.br/ver_noticia.php?not=322669>. Acesso em: 12 nov. 2017.

ROCHA, João Pedro de Oliveira. **Uma análise dos indicadores do fluxo de caixa das empresas listadas no segmento de saneamento, serviço água e gás**. 2017. 19 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2017.

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

SANTOS, Ariovaldo dos; MACHADO, Itamar Miranda. **Investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial: erro na contabilização de dividendos quando existem lucros não realizados**. Rev. contab. finanç., São Paulo, v. 16, n. 39, p. 7-19, Dec. 2005.

SCHERER, Luciano Márcio et al. **O atual estágio da contabilização de ativos intangíveis no mercado norte-americano**. Revista da FAE, v. 7, n. 1, 2017.

SOUZA, Manuela Santin. **Fluxion de caixa por regime de competência**. São Paulo: USP, 2006. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-29112006-165812/pt-br.php>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

WEN, He Jennifer and Moehrle, Stephen R., Accounting for Goodwill: **A Literature Review and Analysis** (October 8, 2015). Available at SSRN. Disponível <https://ssrn.com/abstract=2685922> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2685922>

ANEXO 1 - Lista das empresas que fizeram parte da amostra

#	Empresas pertencentes à Amostra	Número de aquisições			Ágio	Atividade
		2012	2013	2014		
1	ALIANSCÉ SHOPPING CENTERS S.A.	5	2	0	Sim	Financeiro e Outros
2	ALPARGATAS S.A.	1	1	1	Sim	Consumo Cíclico
3	ALUPAR INVESTIMENTO S/A	2	4	2	Sim	Utilidade Pública
4	B2W - COMPANHIA DIGITAL	0	0	1	Sim	Consumo Cíclico
5	BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	0	1	0	Sim	Financeiro e Outros
6	BCO BRADESCO S.A.	1	0	0	Não	Financeiro e Outros
7	BCO BRASIL S.A.	0	1	0	Sim	Financeiro e Outros
8	BCO BTG PACTUAL S.A.	2	0	2	Sim	Financeiro e Outros
9	BCO INDUSVAL S.A.	0	1	0	Sim	Financeiro e Outros
10	BCO PAN S.A.	1	0	0	Sim	Financeiro e Outros
11	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	0	1	2	Sim	Financeiro e Outros
12	BCO SANTANDER S.A.	0	0	1	Sim	Financeiro e Outros
13	BR INSURANCE CORRETORA DE SEGUROS S.A.	0	3	1	Sim	Financeiro e Outros
14	BR PROPERTIES S.A.	1	0	0	Sim	Financeiro e Outros
15	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	3	0	0	Sim	Financeiro e Outros
16	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	1	0	0	Não	Consumo não Cíclico
17	BRASKEM S.A.	0	1	0	Sim	Materiais Básicos
18	CCR S.A.	1	0	1	Sim	Bens Industriais
19	CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.	0	1	0	Sim	Utilidade Pública
20	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	0	0	1	Sim	Utilidade Pública
21	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	1	1	1	Não	Utilidade Pública
22	CIELO S.A.	1	0	0	Sim	Financeiro e Outros
23	CONSTRUTORA TENDA S.A.	0	1	0	Sim	Consumo Cíclico
24	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	1	2	0	Sim	Petróleo. Gás e Biocomb.
25	CPFL ENERGIA S.A.	1	0	0	Sim	Utilidade Pública
26	CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	1	0	0	Não	Utilidade Pública
27	CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	1	0	0	Sim	Utilidade Pública
28	ENERGISA S.A.	0	0	1	Sim	Utilidade Pública
29	ENEVA S.A.	0	1	0	Sim	Utilidade Pública
30	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	1	0	0	Não	Utilidade Pública
31	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	3	2	5	Sim	Consumo Cíclico
32	FIBRIA CELULOSE S.A.	1	0	0	Sim	Materiais Básicos
33	FORJAS TAURUS S.A.	1	0	1	Sim	Bens Industriais
34	GAEC EDUCAÇÃO S.A.	0	0	1	Sim	Consumo Cíclico
35	GAFISA S.A.	0	1	0	Sim	Consumo Cíclico
36	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	1	0	0	Sim	Financeiro e Outros
37	GP INVESTMENTS, LTD.	0	2	0	Sim	Financeiro e Outros
38	GRAZZIOTIN S.A.	0	1	1	Não	Consumo Cíclico
39	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	0	1	1	Sim	Financeiro e Outros

40	INDUSTRIAS ROMI S.A.	1	0	0	Não	Bens Industriais
41	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	1	0	0	Sim	Bens Industriais
42	INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	5	1	0	Sim	Consumo Cíclico
43	IOCHPE MAXION S.A.	2	0	0	Sim	Consumo Cíclico
44	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	0	1	0	Sim	Financeiro e Outros
45	JBS S.A.	0	2	0	Sim	Consumo não Cíclico
46	JSL S.A.	0	1	1	Sim	Bens Industriais
47	KROTON EDUCACIONAL S.A.	2	0	0	Sim	Consumo Cíclico
48	LIGHT S.A.	1	1	0	Sim	Utilidade Pública
49	LINUX S.A.	0	1	3	Sim	Tecnologia da Informação
50	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	0	0	1	Sim	Consumo Cíclico
51	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	4	2	0	Sim	Financeiro e Outros
52	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	1	0	0	Sim	Consumo não Cíclico
53	MINERVA S.A.	1	0	1	Sim	Consumo não Cíclico
54	MULTIPLUS S.A.	0	0	1	Não	Consumo Cíclico
55	NATURA COSMETICOS S.A.	0	1	0	Sim	Consumo não Cíclico
56	OI S.A.	1	0	0	Sim	Telecomunicações
57	PANATLANTICA S.A.	0	1	0	Não	Materiais Básicos
58	PETRO RIO S.A.	0	0	1	Sim	Petróleo. Gás e Biocomb.
59	PPLA PARTICIPATIONS LTD.	1	0	0	Sim	Financeiro e Outros
60	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	1	3	1	Sim	Saúde
61	QUALICORP S.A.	2	0	1	Sim	Saúde
62	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	0	1	0	Sim	Bens Industriais
63	RENOVA ENERGIA S.A.	0	1	0	Sim	Utilidade Pública
64	SAO CARLOS EMPREENDE E PARTICIPACOES S.A.	2	0	0	Não	Financeiro e Outros
65	SENIOR SOLUTION S.A.	0	2	0	Sim	Tecnologia da Informação
66	SER EDUCACIONAL S.A.	0	0	3	Não	Consumo Cíclico
67	SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	3	5	0	Sim	Consumo Cíclico
68	SUL AMERICA S.A.	1	0	0	Sim	Financeiro e Outros
69	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	0	0	1	Sim	Materiais Básicos
70	TECHNOS S.A.	1	1	0	Sim	Consumo Cíclico
71	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	1	0	0	Sim	Bens Industriais
72	TELEFÔNICA BRASIL S.A	1	0	1	Sim	Telecomunicações
73	TERMOPERNAMBUCO S.A.	0	1	0	Sim	Utilidade Pública
74	TOTVS S.A.	0	6	2	Sim	Tecnologia da Informação
75	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	1	0	0	Não	Utilidade Pública
76	UNIDAS S.A.	0	1	0	Sim	Consumo Cíclico
77	UNIPAR CARBOCLORO S.A.	0	1	0	Sim	Materiais Básicos
78	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	0	0	1	Sim	Materiais Básicos
79	VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	1	0	0	Sim	Bens Industriais
80	WILSON SONS LTD.	0	1	0	Sim	Bens Industriais

ANEXO II – Dados utilizados para o fazer o teste de Correlação e de Média

#	Ano	Ativo	Investimento	FC	%
1	2012	2.197.351	1.679.668	7.872	76%
	2013	2.246.763	2.039.782	3.143	91%
	2014	2.589.352	2.229.150	1.544	86%
	2015	2.557.190	2.389.709	2.226	93%
	2016	3.308.769	2.827.486	3.901	85%
2	2012	2.348.309	359.140	82.533	15%
	2013	2.946.099	512.427	90.446	17%
	2014	3.035.242	844.071	193.901	28%
	2015	3.106.748	782.146	220.465	25%
	2016	3.164.766	747.645	266.327	24%
3	2012	2.503.214	2.311.348	21.479	92%
	2013	3.399.639	2.022.265	364.664	59%
	2014	3.278.741	2.531.428	114.162	77%
	2015	3.501.745	3.058.064	134.631	87%
	2016	3.938.480	3.061.641	271.916	78%
4	2012	4.088.780	71.851	8.075	2%
	2013	5.393.176	195.059	80.462	4%
	2014	6.527.059	213.150	185.353	3%
	2015	9.458.711	434.209	325.521	5%
	2016	9.812.763	485.356	223.112	5%
5	2012	2.348.309	359.140	82.533	15%
	2013	2.946.099	512.427	90.446	17%
	2014	3.035.242	844.071	193.901	28%
	2015	3.106.748	782.146	220.465	25%
	2016	3.164.766	747.645	266.327	24%
6	2012	5.638.374	5.636.874	1.500	100%
	2013	7.289.465	6.024.029	186.615	83%
41	2012	2.662.126	1.373.555	36.244	52%
	2013	1.848.729	674.004	34.464	36%
	2014	1.300.460	528.502	2.667	41%
	2015	1.787.131	537.544	174	30%
	2016	-	-	-	-
42	2012	249.096	16.206	4.977	7%
	2013	390.627	16.978	33.343	4%
	2014	1.097.432	780.921	5.885	71%
	2015	1.394.754	625.150	233.996	45%
	2016	1.149.581	891.940	14.673	78%
43	2012	1.793.443	253.459	218.429	14%
	2013	3.358.493	1.864.943	178.801	56%
	2014	3.462.050	1.994.493	201.167	58%
	2015	4.114.721	2.788.557	69.484	68%
	2016	3.279.091	1.718.890	29.659	52%
44	2012	104.908.963	58.231.446	141.514	56%
	2013	109.588.100	56.162.662	252.881	51%
	2014	125.488.384	66.562.075	144.772	53%
	2015	164.015.308	74.303.372	6.580.281	45%
	2016	168.021.730	89.544.336	4.485.264	53%
45	2012	35.926.521	6.118.876	3.564.984	17%
	2013	46.616.471	11.594.353	5.223.978	25%
	2014	52.147.371	10.391.582	9.503.923	20%
	2015	65.563.143	19.534.850	11.257.943	30%
	2016	55.800.213	16.334.231	4.712.796	29%
46	2012	3.982.825	670.282	97.107	17%
	2013	5.035.404	1.171.997	196.141	23%

	2014	8.395.890	6.660.086	56.385	79%
	2015	9.231.340	7.203.271	59.784	78%
	2016	9.969.494	7.974.319	665.538	80%
7	2012	844.401.756	118.435.766	48.308.435	14%
	2013	882.083.756	120.708.066	117.145.206	14%
	2014	978.703.169	120.506.649	204.722.408	12%
	2015	947.122.904	70.597.294	146.858.061	7%
	2016	1.081.616.451	99.094.670	180.694.725	9%
8	2012	1.048.104.983	17.930.511	58.184.424	2%
	2013	1.224.458.597	17.262.877	72.655.971	1%
	2014	1.381.154.731	19.304.061	74.733.600	1%
	2015	1.514.682.955	25.121.880	106.535.047	2%
	2016	1.506.277.684	25.775.248	102.281.969	2%
9	2012	86.720.231	7.214.021	15.206.103	8%
	2013	114.825.435	8.412.298	10.195.250	7%
	2014	152.774.811	13.586.258	21.063.717	9%
	2015	163.943.419	26.055.354	15.622.242	16%
	2016	137.489.919	20.644.469	13.251.905	15%
10	2012	4.022.788	50.488	221.233	1%
	2013	4.667.591	201.205	151.995	4%
	2014	5.410.039	215.303	83.102	4%
	2015	3.592.284	211.810	496.809	6%
	2016	3.997.999	209.794	754.151	5%
11	2012	5.638.374	5.636.874	1.500	100%
	2013	7.289.465	6.024.029	186.615	83%
	2014	24.026.775	1.018.965	296.507	4%
	2015	24.802.422	937.500	396.699	4%
	2016	26.589.419	941.987	7.424	4%
12	2012	474.933.998	17.364.308	18.301.855	4%
	2013	514.175.012	13.599.083	36.803.310	3%
	2014	6.274.214	1.744.375	225.496	28%
	2015	6.422.669	1.865.531	366.836	29%
	2016	5.667.512	2.112.215	318.623	37%
47	2012	2.298.110	2.186.232	1.752	95%
	2013	2.653.944	2.579.780	1.005	97%
	2014	12.547.412	12.351.581	55.177	98%
	2015	13.651.618	13.518.753	4.899	99%
	2016	14.989.732	14.813.810	58.390	99%
48	2012	3.107.535	3.031.033	45.469	98%
	2013	3.526.009	3.449.076	26.802	98%
	2014	3.792.410	3.621.983	14.412	96%
	2015	3.719.817	3.628.749	83.694	98%
	2016	3.356.471	3.345.985	6.332	100%
49	2012	276.913	221.278	8.805	80%
	2013	637.598	311.710	44	49%
	2014	674.324	485.867	33	72%
	2015	690.966	651.404	116	94%
	2016	1.180.804	1.123.720	52	95%
50	2012	3.672.501	703.099	713.017	19%
	2013	4.123.317	948.849	621.518	23%
	2014	4.815.523	1.086.372	810.911	23%
	2015	4.956.994	877.015	881.659	18%
	2016	6.019.436	851.109	1.133.711	14%
51	2012	917.518	731.205	15.216	80%
	2013	928.992	742.377	29.328	80%
	2014	842.328	678.606	2.933	81%
	2015	422.003	263.432	3.899	62%
	2016	311.466	158.677	35.931	51%
52	2012	3.184.695	992.165	107.037	31%
	2013	3.885.754	3.354	306.216	0%

	2014	627.901.762	16.504.886	23.412.024	3%
	2015	728.288.450	17.170.957	31.348.083	2%
	2016	752.986.536	16.500.112	17.847.678	2%
13	2012	3.432.612.000	12.042.000	320.344.000	0%
	2013	3.634.710.000	18.034.000	251.171.000	0%
	2014	4.078.358.000	11.179.000	224.975.000	0%
	2015	5.778.799.000	14.017.000	335.240.000	0%
	2016	4.593.857.000	16.591.000	262.275.000	0%
14	2012	787.850	549.318	32	70%
	2013	779.517	681.558	5.933	87%
	2014	667.008	611.886	443	92%
	2015	441.557	405.725	2.177	92%
	2016	363.194	111.396	12.905	31%
15	2012	10.649.777	9.577.270	198.867	90%
	2013	11.192.940	9.751.174	565.335	87%
	2014	8.873.766	7.745.530	447.368	87%
	2015	7.543.254	6.120.362	656.898	81%
	2016	8.675.844	6.812.636	663.147	79%
16	2012	785.018	496.909	20.358	63%
	2013	787.889	461.741	10.564	59%
	2014	556.462	410.414	13.027	74%
	2015	463.389	294.100	2.169	63%
	2016	378.085	254.579	2.381	67%
17	2012	688.763	326.538	23.562	47%
	2013	703.390	336.833	28.756	48%
	2014	747.901	371.114	39.475	50%
	2015	896.068	354.576	13.392	40%
	2016	781.362	398.820	16.123	51%
18	2012	35.366.097	9.598.219	1.627.928	27%
	2013	38.868.901	10.485.494	2.425.078	27%
	2014	4.479.116	17.468	446.760	0%
	2015	5.100.433	25.591	348.448	1%
	2016	5.681.891	26.332	859.290	0%
53	2012	4.048.394	535.249	1.222.864	13%
	2013	4.666.699	553.238	116.188	12%
	2014	6.472.122	1.373.218	1.420.352	21%
	2015	8.611.690	2.155.780	2.367.450	25%
	2016	8.362.846	2.371.855	2.245.101	28%
54	2012	1.302.109	4.369	39.811	0%
	2013	1.538.909	7.083	10.577	0%
	2014	1.675.421	-	373	0%
	2015	1.794.494	91	2.575	0%
	2016	1.751.446	101	1.196	0%
55	2012	4.444.150	1.306.884	72.767	29%
	2013	5.038.768	1.522.921	99.535	30%
	2014	5.653.444	1.631.882	53.648	29%
	2015	7.166.611	2.001.232	53.127	28%
	2016	6.336.826	2.104.217	61.431	33%
56	2012	47.921.280	24.464.188	1.043.984	51%
	2013	45.633.520	19.437.617	442.016	43%
	2014	51.083.642	19.186.213	354.084	38%
	2015	65.545.588	17.144.175	1.518.584	26%
	2016	56.797.839	14.974.531	4.190.027	26%
57	2012	314.571	65.601	82.692	21%
	2013	515.810	275.049	83.715	53%
	2014	530.148	259.887	94.817	49%
	2015	553.601	285.664	106.639	52%
	2016	626.216	301.267	117.293	48%
58	2012	3.784.902	3.444.337	130	91%
	2013	1.539.017	1.491.696	18	97%

	2014	40.306.911	4.668.625	2.325.638	12%		2014	728.591	620.413	49	85%
	2015	45.372.695	4.499.871	4.415.764	10%		2015	959.420	908.650	3.099	95%
	2016	37.217.469	4.132.529	3.581.431	11%		2016	893.076	742.657	836	83%
19	2012	3.973.345	2.764.845	243.868	70%	59	2012	27.816.188	909.891	89.976	3%
	2013	4.418.256	2.992.261	410.542	68%		2013	58.430.140	2.467.167	7.995.798	4%
	2014	4.404.239	3.136.714	266.003	71%		2014	55.293.635	1.380.774	10.094.874	2%
	2015	5.845.251	3.619.638	948.546	62%		2015	723.829	-	-	0%
	2016	6.799.093	4.976.716	1.592.307	73%		2016	722.634	-	107	0%
20	2012	12.078.511	3.539.372	509.152	29%	60	2012	1.295.073	46.293	35.927	4%
	2013	10.475.039	1.519.321	1.107.174	15%		2013	1.438.604	144.380	38.056	10%
	2014	12.378.036	4.039.033	290.549	33%		2014	1.646.312	247.358	167.600	15%
	2015	15.348.364	5.752.448	283.703	37%		2015	1.842.905	242.521	213.688	13%
	2016	16.473.945	7.773.818	361.252	47%		2016	2.020.533	335.103	184.225	17%
21	2012	16.666.048	11.827.567	1.057.122	71%	61	2012	1.999.157	1.979.839	15.536	99%
	2013	14.130.504	11.764.443	286.183	83%		2013	2.010.837	1.973.151	24.540	98%
	2014	13.691.857	12.138.161	113.336	89%		2014	2.723.814	2.640.681	42.813	97%
	2015	16.319.138	13.412.081	256.484	82%		2015	2.401.202	2.273.889	110	95%
	2016	15.419.813	12.627.857	69.352	82%		2016	2.091.598	1.984.684	98	95%
22	2012	8.449.472	738.041	282.487	9%	62	2012	2.677.527	837.926	556.503	31%
	2013	11.585.874	850.181	257.145	7%		2013	3.430.269	77.431	753.856	2%
	2014	16.664.641	1.025.856	3.758.037	6%		2014	3.290.119	762.683	850.079	23%
	2015	23.270.558	9.934.761	44.487	43%		2015	3.680.998	778.132	874.557	21%
	2016	24.116.173	9.809.287	933.048	41%		2016	3.430.294	921.041	619.385	27%
23	2012	3.897.260	1.856.617	305.662	48%	63	2012	1.319.162	760.029	384.006	58%
	2013	3.872.553	2.383.234	134.132	62%		2013	1.362.141	982.779	110.686	72%
	2014	4.023.709	2.842.633	47.278	71%		2014	3.036.574	1.973.507	28.598	65%
	2015	2.413.501	1.432.302	6.248	59%		2015	3.605.019	2.594.807	20.369	72%
	2016	2.257.878	1.409.681	12.124	62%		2016	3.266.028	2.606.684	7.993	80%
24	2012	13.832.885	11.639.344	316.539	84%	64	2012	1.356.706	811.544	83.718	60%
	2013	17.226.294	15.217.072	311.487	88%		2013	1.482.246	825.439	294.859	56%

	2014	16.842.735	14.681.110	256.091	87%
	2015	17.694.306	14.084.017	731.049	80%
	2016	16.045.650	12.879.007	1.066.930	80%
25	2012	6.767.769	5.988.616	141.835	88%
	2013	8.389.811	6.419.924	990.672	77%
	2014	8.318.287	6.290.998	799.775	76%
	2015	8.948.469	6.940.036	424.191	78%
	2016	8.908.964	7.866.100	64.973	88%
26	2012	4.767.048	4.636.058	75.122	97%
	2013	5.224.611	4.807.932	250.402	92%
	2014	6.547.703	6.087.689	280.525	93%
	2015	6.645.322	6.470.023	31.085	97%
	2016	7.589.008	7.054.960	401.190	93%
27	2012	7.994.563	1.258.200	296.486	16%
	2013	6.600.561	1.659.227	1.257	25%
	2014	6.721.072	1.967.284	1.390	29%
	2015	6.847.228	2.394.590	3.120	35%
	2016	14.603.094	2.757.784	1.609	19%
28	2012	2.427.111	1.956.690	11.231	81%
	2013	2.497.239	2.102.448	75.108	84%
	2014	4.906.147	2.934.043	50.249	60%
	2015	4.507.931	3.192.259	222.737	71%
	2016	5.772.385	4.026.069	41.878	70%
29	2012	3.642.281	2.215.107	206.263	61%
	2013	4.751.985	3.130.978	110.156	66%
	2014	3.729.971	2.228.139	72.502	60%
	2015	4.746.142	3.640.022	73.191	77%
	2016	6.039.730	5.051.403	70.970	84%
30	2012	2.477.827	1.301.179	23	53%
	2013	2.390.881	1.252.773	21.403	52%
	2014	1.555.555	1.096.497	184.186	70%
	2015	2.172.011	1.763.577	140.505	81%
	2016	2.220.859	1.827.472	50.885	82%
65	2012	33.008.821	3.359.400	13.248.387	10%
	2013	71.197.368	17.659.345	36.472.241	25%
	2014	78.198	20.758	38.828	27%
	2015	88.002	35.421	40.056	40%
	2016	124.893	76.375	11.063	61%
66	2012	362.118	118.430	15.479	33%
	2013	818.502	188.946	215.131	23%
	2014	977.310	400.625	39.021	41%
	2015	1.363.515	533.140	62.539	39%
	2016	1.551.245	594.547	54.477	38%
67	2012	1.080.656	814.931	181.661	75%
	2013	1.629.667	1.496.970	100.271	92%
	2014	1.567.700	1.538.990	841	98%
	2015	942.071	908.775	13.708	96%
	2016	920.206	869.884	1.089	95%
68	2012	3.962.410	3.486.839	418	88%
	2013	4.172.250	3.772.030	3.176	90%
	2014	5.093.201	4.594.687	27	90%
	2015	5.634.061	5.164.183	611	92%
	2016	6.627.794	5.798.316	81	87%
69	2012	25.033.578	542.495	3.718.081	2%
	2013	26.860.024	326.234	2.648.159	1%
	2014	27.864.146	331.658	2.615.579	1%
	2015	27.995.553	300.843	569.135	1%
	2016	28.943.932	233.083	841.056	1%
70	2012	420.308	325.085	6.347	77%
	2013	447.823	354.905	61	79%

	2014	3.000.101	1.768.930	23.226	59%
	2015	3.686.144	3.046.120	9.035	83%
	2016	4.203.091	3.512.077	137.661	84%
31	2012	1.018.378	818.052	132	80%
	2013	1.856.855	1.127.596	160	61%
	2014	3.035.350	1.616.874	249	53%
	2015	3.713.290	2.262.159	429	61%
	2016	3.483.629	2.305.020	95	66%
32	2012	27.948.681	8.851.967	5.355	32%
	2013	27.716.882	9.229.814	548	33%
	2014	27.148.221	9.908.204	80.764	36%
	2015	33.789.321	13.803.204	2.884	41%
	2016	33.533.564	10.889.558	1.293.612	32%
33	2012	830.323	296.559	101.560	36%
	2013	887.436	430.477	27.874	49%
	2014	787.849	396.024	25.161	50%
	2015	888.338	518.257	15.822	58%
	2016	809.940	521.752	1.313	64%
34	2012	128.479	122.304	123	95%
	2013	620.603	211.976	2.647	34%
	2014	710.583	599.916	3.304	84%
	2015	982.255	716.985	1.411	73%
	2016	1.007.660	811.261	8.663	81%
35	2012	6.426.147	3.538.136	95.836	55%
	2013	6.823.205	2.679.833	39.032	39%
	2014	6.477.381	3.022.609	33.792	47%
	2015	6.492.901	3.242.765	44.044	50%
	2016	5.225.376	2.116.509	19.811	41%
36	2012	660.978	603.203	2.505	91%
	2013	681.655	552.012	1.760	81%
	2014	476.930	380.848	126	80%
	2015	466.558	454.814	67	97%
	2016	463.837	454.828	144	98%
71	2012	867.620	224.093	11.397	26%
	2013	901.040	229.368	161.132	25%
	2014	1.021.291	253.177	134.926	25%
	2015	857.720	251.801	128.579	29%
	2016	801.110	276.687	93.402	35%
72	2012	57.582.441	21.561.061	3.079.282	37%
	2013	69.615.109	11.089.918	6.311.299	16%
	2014	73.137.128	1.445.014	3.835.304	2%
	2015	97.572.695	24.342.692	4.206.595	25%
	2016	101.957.505	1.407.155	4.675.627	1%
73	2012	920.281	-	24.215	0%
	2013	929.526	-	58	0%
	2014	1.917.027	510.586	123	27%
	2015	2.204.799	799.798	2.479	36%
	2016	2.176.595	770.570	256.187	35%
74	2012	1.407.213	65.979	398.753	5%
	2013	1.724.141	265.920	506.886	15%
	2014	2.054.572	392.211	659.236	19%
	2015	2.362.015	1.001.473	314.405	42%
	2016	2.208.307	976.201	112.504	44%
75	2012	8.118.763	2.328.478	123.868	29%
	2013	8.734.063	2.247.739	70.743	26%
	2014	8.564.146	2.346.263	64.190	27%
	2015	8.761.750	2.395.357	76.687	27%
	2016	8.287.662	2.397.872	100.299	29%
76	2012	1.313.928	198.880	217.527	15%
	2013	1.711.409	256.249	204.195	15%

	2014	1.672.369	1.415.878	1.697	85%
	2015	962.210	847.556	1.896	88%
	2016	1.152.603	1.062.530	2.229	92%
37	2012	3.578.547	2.650.514	225.474	74%
	2013	3.204.833	2.338.803	301.725	73%
	2014	3.068.576	1.843.852	598.548	60%
	2015	3.049.375	2.154.173	278.217	71%
	2016	2.986.065	1.768.078	513.660	59%
38	2012	434.809.021	89.179.583	66.848.919	21%
	2013	492.836.775	95.490.758	81.236.929	19%
	2014	563.735.791	102.001.923	59.660.735	18%
	2015	572.958.182	117.549.757	88.770.952	21%
	2016	639.314.044	150.257.922	128.065.713	24%
39	2012	3.036.727	2.166.028	623.225	71%
	2013	4.015.694	2.318.075	208.887	58%
	2014	4.311.179	3.243.519	161.743	75%
	2015	4.253.318	3.656.033	73.667	86%
	2016	4.208.580	3.493.579	121.475	83%
40	2012	1.527.322	119.803	45.110	8%
	2013	1.354.054	122.545	63.834	9%
	2014	1.216.040	126.019	106.170	10%
	2015	1.102.481	188.645	102.580	17%
	2016	975.158	135.732	81.502	14%
	2014	1.783.136	53.841	31.666	3%
	2015	1.934.894	42.586	98.881	2%
	2016	2.204.028	49.745	38.375	2%
77	2012	644.467	305.300	1.464	47%
	2013	1.613.217	82.506	49.943	5%
	2014	1.625.571	66.554	37.755	4%
	2015	1.665.054	22.060	126.949	1%
	2016	2.164.121	490.627	197.832	23%
78	2012	29.797.249	7.780.318	1.251.103	26%
	2013	29.327.299	8.225.579	713.242	28%
	2014	28.868.053	8.178.507	609.367	28%
	2015	27.006.189	6.992.230	319.027	26%
	2016	24.700.533	5.939.932	362.293	24%
79	2012	883.081	297.003	30.758	34%
	2013	907.720	326.431	90.048	36%
	2014	976.093	336.029	108.102	34%
	2015	1.457.394	808.527	77.089	55%
	2016	1.507.797	729.357	252.491	48%
80	2012	2.556.539	-	246.595	0%
	2013	2.527.172	6.036	229.448	0%
	2014	2.808.630	30.546	227.193	1%
	2015	3.722.183	71.462	352.998	2%
	2016	3.379.128	72.450	244.436	2%
Média					45%