



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

Daniele Santos do Bomfim

**Título:**

**ÁGIO POR RENTABILIDADE FUTURA E DESEMPENHO DA ADQUIRIDA EM  
COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS: Um estudo de caso com as aquisições da Comgás S.A e  
da Net S.A. em 2012**

**Brasília - DF**

**2021**

**Professora Doutora Márcia Abrahão Moura  
Reitora da Universidade de Brasília**

**Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen  
Vice-Reitor da Universidade de Brasília**

**Professor Doutor Diego Madureira de Oliveira  
Decano de Ensino de Graduação**

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

**Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré  
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias**

**Professor Doutor Alex Laquis Resende  
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno**

**Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes  
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno**

**Daniele Santos do Bomfim**

**ÁGIO POR RENTABILIDADE FUTURA E DESEMPENHO DA ADQUIRIDA EM  
COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS: Um estudo de caso com as aquisições da Comgás S.A e da  
Net S.A. em 2012**

Trabalho de Conclusão de Curso  
(Monografia) apresentado ao Departamento  
de Ciências Contábeis e Atuariais da  
Faculdade de Economia, Administração,  
Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas  
como requisito parcial à obtenção do grau de  
Bacharel em Ciências Contábeis.

**Linha de Pesquisa:** Contabilidade e  
Mercado Financeiro

**Área:** Contabilidade Financeira

**Orientador:** Prof. Dr. José Lúcio Tozetti  
Fernandes

Brasília – DF

2021

Bomfim, Daniele Santos  
ÁGIO POR RENTABILIDADE FUTURA E DESEMPENHO DA ADQUIRIDA  
EM COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS: um estudo de caso com as  
aquisições da Comgás S.A e da Net S.A. em 2012  
/ Daniele Santos do Bomfim. -- Brasília, 2021.  
orientador Prof. Dr. José Lúcio Tozetti Fernandes

.  
50 p.

1. Combinação de negócios. 2. Ágio por rentabilidade  
futura. 3. Desempenho Financeiro

Daniele Santos do Bomfim

ÁGIO POR RENTABILIDADE FUTURA E DESEMPENHO DA ADQUIRIDA EM  
COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS: Um estudo de caso com as aquisições da Comgás e da Net  
S.A. em 2012

Trabalho de Conclusão de Curso  
(Monografia) apresentado ao Departamento  
de Ciências Contábeis e Atuariais da  
Faculdade de Economia, Administração,  
Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas  
como requisito parcial à obtenção do grau de  
Bacharel em Ciências Contábeis, sob a  
orientação da Prof. José Lúcio Tozzetti  
Fernandes.

Aprovado em 19 de maio de 2021.

---

Prof. Dr José Lúcio Tozzetti Fernandes  
Orientador

---

Profa. Dra. Ludmila de Melo Souza  
Professora - Examinadora

Brasília - DF  
Maio de 2021.

## **AGRADECIMENTOS**

*A Deus por sempre me guiar e me proteger.*

*A minha família que sempre me apoiou em todas as minhas decisões pessoais, acadêmicas e profissionais.*

*Ao meu professor e orientador por todos os ensinamentos, suportes e auxílio.*

## RESUMO

No cenário corporativo diversas empresas fazem combinações de negócios visando a geração de benefícios tributários e sinergias financeiras e operacionais em busca de aumentar a participação no mercado. Nessas operações destaca-se o valor pago a mais sobre o valor de mercado da empresa adquirida, nomeado *Ágio por rentabilidade futura*, que representa o valor que a empresa paga a fim de obter retornos e sinergias operacionais futuras pela operação. Sendo assim, o estudo em questão tem como objetivo analisar o retorno futuro abordado no conceito do *Ágio por expectativa futura* a partir da análise do desempenho das empresas adquiridas. Para isso, o estudo divide-se em cinco partes. Na primeira parte foi apresentada a contextualização do estudo, a segunda parte faz uma revisão da literatura acerca das combinações de negócios e o *ágio por rentabilidade futura*. Na terceira parte apresenta como metodologia o estudo de caso a partir a seleção de duas operações de aquisição de controle que seguiram todos os requisitos necessários no estudo: a compra indireta da participação na NET S.A pela Embrapar e a aquisição da Comgas S.A pela Cosan S.A, ambas operações ocorridas em 2012. Na quarta parte do estudo foi feita a análise financeira da adquirida antes e depois da combinação de negócios a partir da média e do desvio padrão dos anos posteriores e anteriores do valor do Ativo Total, Receita Líquida, Lucro Líquido, EBITDA, dos indicadores de rentabilidade e do indicador Liquidez Corrente. Além disso, foi apresentada uma abordagem do valor do *ágio pago* em busca de verificar se a operação que resultou em *ágio por rentabilidade futura* foi refletida no desempenho financeiro das companhias após a operação realizada. Por fim, foi feita as considerções finais do trabalho tendo observado o desempenho financeiro positivo na operação da Comgás, enquanto na operação da NET, verificou-se desempenho financeiro menor, com redução no lucro da empresa e com os valores médios dos indicadores em patamares negativos.

**Palavras-chave:** Combinação de Negócios, *Ágio por rentabilidade futura*, Desempenho Financeiro

## *ABSTRACT*

In the corporate scenario, several companies do business in accordance with the generation of tax benefits and financial and operational synergies in search of market share. In these operations, the amount paid in excess of the market value of the acquired company stands out, named Goodwill for future profitability, which represents the amount the company pays in order to obtain future operating returns and synergies for the operation. Therefore, the study in question aims to analyze the future return addressed in the concept of Goodwill by future expectation based on the analysis of the performance of the acquired companies. For this, the study is divided into five parts. In the first part, the context of the study was presented, the second part reviews the literature on business and goodwill for future profitability. The third part presents the case study as a methodology based on the selection of two control acquisition operations that followed all those accessed in the study, the indirect purchase of the stake in NET SA by Embrapar and the acquisition of Comgas SA by Cosan SA , both operations occurred in 2012. In the fourth part of the study, a financial analysis of the acquired company was carried out before and after the business combination based on the average and the deviation of the subsequent and previous years from the value of Total Assets, Net Revenue, Net Income, EBITDA, profitability indicators and the Current Liquidity indicator. In addition, an approach to the amount of goodwill paid in order to verify the operation that resulted in goodwill for future profitability was reflected in the financial performance of the companies after the operation carried out. Finally, it was made as final considerations of the work having observed the positive financial performance in the Comgás operation, while in the NET operation, the lower financial performance was verified, with a reduction in the company's profit and with the average values of the indicators at levels negatives

**Keywords:** Business Combination, Agio for future profitability, Financial Performance.



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos sobre o Tema Ágio por rentabilidade Futura

Quadro 2 – Valores da operação na aquisição da NET S.A pela Embrapar

Quadro 3 – Valores da operação na aquisição da COMGÁS S.A pela COSAN S.A

Quadro 4 – Operações analisadas para o trabalho

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fluxograma dos Fatos Relevantes da Operação de Aquisição da Embrapar para controle indireto da NET S.A

Figura 2 – Ativo Total da NET S.A

Figura 3 – Receita Líquida da NET S.A

Figura 4 – Lucro Líquido da NET S.A

Figura 5 – Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização NET S.A

Figura 6 – Liquidez Corrente da NET S.A

Figura 7 – Retorno sobre o Ativo da Companhia da NET S.A

Figura 8 – Retorno sobre o Património Líquido Final da NET S.A

Figura 9 – Margem Líquida da NET S.A

Figura 10 – Fluxograma dos Fatos Relevantes da Operação de Aquisição da Comgás para controle direto da Cosan

Figura 11 – Ativo Total da COMGÁS S.A

Figura 12 – Receita Líquida da COMGÁS S.A

Figura 13 – Lucro Líquido da COMGÁS S.A

Figura 14 – Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização da COMGÁS S.A

Figura 15 – Liquidez Corrente da COMGÁS S.A

Figura 16 – Rentabilidade do Ativo da COMGÁS S.A

Figura 17 – Rentabilidade sobre o Património Líquido Final da COMGÁS S.A

Figura 18 – Margem Líquida da COMGÁS S.A

Figura 19 – Média (Desvio Padrão) dos dados de desempenho da NET S.A

Figura 20 – Média (Desvio Padrão) dos dados de desempenho da COMGÁS S.A

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	12
2. REVISÃO DA LITERATURA .....	14
2.1 Combinação de Negócios.....	14
2.2 Ágio por rentabilidade futura .....	15
3. PROCEDIMENTOS DA PESQUISA.....	18
4. ANALISE DOS CASOS .....	20
4.1 AQUISIÇÃO DA NET PELA EMBRAPAR .....	20
4.1.1 CARACTERIZAÇÃO DO CASO .....	20
4.1.2 VALORES DA OPERAÇÃO .....	21
4.1.3 DESEMPENHO FINANCEIRO .....	22
4.2 AQUISIÇÃO DA COMGÁS PELA COSAN .....	29
4.2.1 CARACTERIZAÇÃO DO CASO .....	29
4.2.2 VALORES DA OPERAÇÃO .....	30
4.2.3 DESEMPENHO FINANCEIRO DA COMGÁS .....	31
4.3 ANALISE DO ÁGIO E O DESEMPENHO FINANCEIRO DOS CASOS.....	40
4.4 SUMÁRIO EXECUTIVO .....	41
5. CONCLUSÃO.....	42
REFERENCIAS .....	43
APENDICE .....	46

## 1. INTRODUÇÃO

Conforme o mercado evolui, verifica-se o aumento na competitividade das empresas que devem procurar meios de se destacar e não perder espaço. Competitividade se define como “a capacidade de um sistema – país, setor industrial, grupo de empresas ou uma empresa específica – de atuar com sucesso em um dado contexto de negócio” (WOOD et al., 2005, p. 70). Nesse sentido, surge a necessidade de estudar sobre os meios de expansão de negócios para as companhias e um dos eventos é a combinação de negócios, uma forma de alavancar os resultados das empresas adquirentes e adquiridas e de aumentar suas sinergias operacionais ou financeiras conforme indica Gomes (2019), sendo sinergia para LAMB (2015, p. 1038) “a fonte de benefícios para os acionistas”.

No contexto histórico as combinações de negócios foram pautadas por cinco ondas de grande atividade de fusões nas décadas de 1890, 1920, 1960, 1980 e 1990, conforme observado no estudo realizado por Gregoriou et al. (2016). A última onda determinou um crescimento das fusões e aquisições nos Estados Unidos e posteriormente na Europa, a partir da parceria entre Estados Unidos e Reino Unido. No Brasil, verifica-se o início das operações de fusões e aquisições na década de 1990 com um crescimento das operações no período de 1985 a 1994, conforme Triches (1996). Após a década de 2000 as transações apresentam constante crescimento com 643 transações anunciadas em 2017, 658 transações anunciadas em 2018, 912 transações em 2019 e 1038 transações anunciadas em 2020, o que indica um crescimento de 61,43% nos 4 anos conforme dados da Pwc (2020).

Para regulamentar e evidenciar as transações ocorridas nas combinações de negócios, o Comitê de Pronunciamento Contábeis recepcionou o IFRS 3 e emitiu o CPC 15 . O pronunciamento indica o tratamento que deve ser dado pelas empresas adquirentes para as operações de combinação de negócios. Destaca-se que a forma de reconhecimento influencia os resultados que devem ser evidenciados de maneira tempestiva para os *stakeholders*, como os acionistas da empresa, os fornecedores, o governo, funcionários e as empresas envolvidas na operação.

Assim, o pronunciamento aborda a mensuração e o reconhecimento da operação além de versar sobre o ágio por rentabilidade futura, o valor excedente ao valor de mercado pago pela empresa adquirida. A norma também estabelece a necessidade de divulgação do ágio, o qual deve demonstrar “os fatores que o compõem, as sinergias esperadas pela combinação das

operações da adquirida com as do adquirente e ativos intangíveis que não se qualificam para reconhecimento em separado ou outros fatores”. CPC 15 R1 (2011, p. 44)

Nesse contexto, o ágio por rentabilidade futura se apresenta como um mecanismo de verificação da expectativa da empresa adquirida para o investidor, além de representar benefícios fiscais, uma vez que há possibilidade de se obter dedutibilidade fiscal na amortização do ágio na apuração no IRPJ e CSLL. Diante deste contexto emerge a seguinte questão: Nas combinações de negócios o ágio por rentabilidade futura cumpre com a expectativa de desempenho futuro das empresas adquiridas?

Desta forma, o objetivo desta pesquisa é analisar a relação entre o ágio por rentabilidade futura e o desempenho da empresa adquirida em um processo de aquisição de controle a partir da combinação de negócios.

Este estudo está organizado em cinco seções, distribuídos da seguinte forma: A primeira seção indica a contextualização do tema abordado e o objetivo da pesquisa. A seção dois aborda a revisão de literatura sobre a combinação de negócios e o ágio por rentabilidade futura. Na terceira seção descreve a metodologia do trabalho apresentando a abordagem da pesquisa, o tipo de metodologia quanto ao objetivo, a estratégia, os critérios estabelecidos para a escolha das operações estudadas e a forma utilizada para análise do desempenho financeiro das empresas. A seção quatro discorre sobre a análise dos casos da pesquisa, o detalhamento do desempenho financeiro das adquiridas e a confirmação da abordagem do trabalho. Por fim, a seção cinco apresenta as considerações finais, as sugestões para futuras pesquisas e as limitações do estudo.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Combinação de Negócios**

A combinação de negócios é estudada por diversos autores e está relacionada a “uma transação ou um evento no qual um comprador obtém o controle de um ou mais negócios” (ALMEIDA, 2020, p. 2). Entendendo-se negócio como “um conjunto integrado de atividades e ativos capaz de ser conduzido e gerenciado com o objetivo de fornecer bens ou serviços a clientes, gerando receita de investimento ou gerando outras receitas de atividades ordinárias” (CPC 15 R1, 2011, p. 21). Na análise dos motivos que influenciam a formação de combinações de negócios, verifica-se a expansão do negócio e o compartilhamento de grandes inovações, conforme Miranda e Martins (2000). Também, incluem-se entre estes motivos, o aproveitamento de possíveis sinergias com a operação podendo criar vantagens como “ganho de escala, aumento do poder de barganha da empresa frente ao seus fornecedores e clientes, além de possibilitar a otimização de investimentos” (GOMES, 2019, p.6)

No CPC 15 (R1), que regulamenta e indica os registros contábeis das combinações de negócios, a operação é identificada como uma combinação de negócios caso “os ativos adquiridos e os passivos assumidos constituam um negócio” (CPC 15 R1,2011, p. 3). Isso significa que na operação, o adquirente ao comprar parte do negócio ou sua totalidade, realiza uma combinação de negócios, independente da reorganização societária.

O CPC 15 (R1) não contempla, no seu escopo, as operações envolvendo o mesmo grupo econômico ou os casos de controle comum, conforme Gelbcke et al. (2018). Em resumo, o CPC 15 apresenta como reconhecer e mensurar os ativos identificáveis, os passivos assumidos, as participações societárias de não controladores na adquirida e o reconhecimento e a mensuração do ágio por expectativa futura bem como a extensão de informações que devem ser divulgadas aos usuários.

Na abordagem histórica Tancini (2017) indica que até a Segunda Guerra Mundial não havia normativo para regulamentar sobre as combinações de negócios utilizando-se o método de aquisição para registro. Em 1940, foi instituída a primeira orientação global sobre a contabilização das combinações de negócios, a ARB 43 Business Combination, a qual indicava a possibilidade de contabilização por meio da comunhão de interesses ou pelo método de aquisição.

Após diversas discussões e legislações, em 2004, foi emitida o IFRS 3 que “prescrevia um tratamento similar ao do USGAAP, tendo como maiores divergências a proibição do *full goodwill method* e a metodologia do teste de *impairment*” (TANCINI, 2017, p.36). Segundo Tancini (2017), no Brasil a regulamentação inicialmente era pautada na Lei 6.404/76, que indicava , para os investimentos societários, o reconhecimento pelo custo de aquisição. No entanto, apenas com a promulgação da Lei 11.638/07 e a emissão do CPC 15 as práticas contábeis se alinham a IFRS 3.

Há diversos tipos de combinação de negócios, também denominados reorganizações societárias. Para Bomfim (2014):

“fusão de uma ou mais corporações para formar uma nova entidade; pela aquisição de ativos líquidos que possam caracterizar o controle de uma sociedade por outra; pela incorporação de uma firma por outra; pelo empreendimento conjunto entre companhias (*joint venture*); e pela cisão de parte do patrimônio de uma firma para outra(s)” (TRICHES, 1996, apud BOMFIM et al., 2014, p. 22)

Para as autoras Tanure e Cancado (2005, p.3), “fusão é uma combinação completa de duas ou mais empresas, cada uma deixando de existir legalmente para formar uma terceira, com nova identidade.”.

Miranda e Marting (2000) definem que a aquisição é uma compra de participação acionária de uma dada empresa já existente, sem que isso implique, necessariamente, seu controle ou desaparecimento de sua personalidade jurídica.

Já a incorporação “é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações” conforme artigo 227 da Lei 6.404/76 de 26 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976) e a cisão, envolve dois tipos, a total ou parcial, e representam respetivamente a transferência do patrimônio da empresa total ou parcial para uma ou mais empresas, representando a “desintegração de companhias para formar nova(s) firma(s) que passa(m) a operar independente(s) ou não do grupo controlador.” (BOMFIM, 2014, p.22)

## **2.2 Ágio por rentabilidade futura**

O ágio por rentabilidade futura, também conhecido como Goodwill, é comumente retratado na contabilidade das empresas que realizam ou realizaram algum tipo de combinação

de negócios. Segundo o CPC 04 (R1), o ágio “é um ativo que representa benefícios econômicos futuros gerados por outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, que não são identificados individualmente e reconhecidos separadamente“(CPC 04 R1,2010, p.6).

Luz (2018) atribui ao ágio “a natureza do mais intangível dos intangíveis” e aborda as condições para a geração do ágio, sendo apenas entre parte independentes e após a avaliação do valor justo de todos os ativos identificáveis da empresa adquirida

Para Luz et al. (2016), ágio como goodwill é um ativo gerado pela expectativa que a empresa terá de geração de riqueza, sendo para autores como Schoreder et al.(1998 p. 432) “o valor presente descontado de lucros futuros superiores esperados “. Nesse contexto, interpreta-se o ágio como um valor pago superior ao valor de mercado da empresa que representa a expectativa da empresa adquirente na geração de retornos futuros após a aquisição, sendo o ágio a figura que representa o retorno de forma monetária.

Na mensuração deste ágio, Lamenza (2014) verificou que o ágio adotou um novo regramento, sendo primeiro a valoração dos ativos e passivos da empresa para que após seja feita a análise da diferença do valor pago para o valor justo que será considerada como o ágio por rentabilidade futura.

Para Almeida (2020), o ágio por expectativa futura deve ser mensurado pela diferença entre o valor justo na data de aquisição da importância transferida somado com o valor da participação de não controladores e do valor líquido na data da aquisição dos ativos identificados e das obrigações assumidas. Em casos de situações de combinação de negócios por etapas, deve-se somar a contraprestação o valor justo na data de aquisição da participação societária precedente da adquirente no capital social da adquirida. Nesse contexto, o ágio deve ser reconhecido pelo adquirente separando as contas que a compõem, ou seja, o ágio por rentabilidade futura e a participação dos não controladores dos ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos.

Além disso, outros estudiosos como Nakayama e Salotti (2013) estudam o nível de *disclosure* das combinações de negócios e informam que diante da operação em que gera um ágio, como um sobrepreço pela empresa adquirida, pode não ser do interesse para a empresa apresentar um alto *disclosure*. Os motivos abordados conforme Shalev (2007) são o valor pago do sobrepreço pago pela empresa e a alocação distorcida no valor da transação que podem influenciar os administradores a diminuir o nível de *disclosure* a operação. (apud NAKAYAMA ; SALOTTI,2013) Além disso, verifica-se diversos assuntos estudados sobre o



ágio por rentabilidade futura, tendo uma série de fatores que podem motivar a empresa realizar o pagamento superior ao valor justo da empresa, e tendo um dos temas bastante abordados entre os estudiosos sobre a dedutibilidade fiscal gerada. O quadro 1 apresenta as pesquisas relacionadas sobre o assunto.

**Quadro 1 – Estudos sobre o Tema Ágio por rentabilidade Futuro**

Autores	Objetivo	Resultado
Lamenza, Catleen Anie Peres (2014)	Analisar a compreensão do processo de formação do ágio questionando-se como a legislação permite o aproveitamento fiscal do ágio.	Pela conclusão do autor, a amortização contábil do ágio não gera efeitos tributários, contudo, podem gerar efeitos tributários em casos de incorporação, fusão ou cisão nos casos em que o ágio seja fundamentado na expectativa de rentabilidade futura
Boito, Adriana L.M e Plastina, Eduardo Gomes (2015)	Verificar o tratamento tributário do ágio relativo as alterações na Lei nº 12.973 de 2014 através de um estudo de caso	Como resultado do estudo verificou-se que é possível o aproveitamento do ágio na incorporação desde que gerado em operação de aquisição de participação societária de terceiros
Luz, Victor Lyra Guimaraes. (2018)	Promover o estudo do ágio em matéria fiscal e todas as vicissitudes relacionadas ao intuito em questões nas operações de Fusões e Aquisições.	As operações de fusões e aquisições envolvem o aproveitamento do ágio para fins fiscais e o preço das fusões e aquisições são impactadas pelo ágio.
Barbosa, Luiz Rodrigo de Oliveira (2020)	Tratar a possibilidade, após a vigência da Lei nº 12.973/2014, de dedução para fins tributários do ágio por expectativa de rentabilidade futura	O valor pode ser amortizado para fins tributários nos mesmos moldes da permissão da amortização, para fins tributários

Nesse sentido, após a análise do significado do ágio, sua mensuração e reconhecimento bem como a verificação da dedutibilidade fiscal gerada com uma maneira de demonstrar o valor da empresa adquirida e a expectativa de retorno futuro abordada por autores, analisa-se que o ágio representa um componente que impacta as empresa adquiridas e adquirentes em combinações de negócios.

### 3. PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

A pesquisa, quanto à abordagem é qualitativa, ou seja, é feita sem a utilização de métodos estatísticos onde “o pesquisador faz uma interpretação dos dados, o que inclui o desenvolvimento da descrição de uma pessoa ou de um cenário, a análise de dados para identificar temas ou categorias e, finalmente, interpretar ou tirar conclusões sobre seu significado” (RICHARDSON,2017, p. 65).

Quanto ao objetivo, a pesquisa é do tipo exploratória, que tem como objetivo “desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses a serem testadas em estudos posteriores” (CARLOS,2019, p. 26).

Tendo em vista a necessidade de análise mais aprofundada utilizou-se como estratégia de pesquisa o estudo de caso, ou seja, foi realizado um estudo aprofundado de um ou poucos casos de maneira a permitir seu amplo e detalhado conhecimento, tornando-se necessário “a utilização de múltiplas fontes de evidência, ou seja, de procedimentos diversos para a obtenção dos dados, tais como: análise de documentos, observação e entrevistas” (CARLOS,2019, p. 26)

Nesse sentido, para a escolha das operações a serem abordadas no estudo de caso foi realizada uma seleção das operações de fusões e aquisições entre empresas pelos relatórios anuais, semestrais e trimestrais disponibilizados no Portal ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) nos anos de 2010 a 2016.

Nesses informativos constam as 10 maiores operações anunciadas em cada ano, com dados sobre as empresas envolvidas e o tipo de operação. Para esta pesquisa foram analisadas 140 operações contidas nestes relatórios e selecionou-se aquelas que atendiam os seguintes critérios:

- (i) tratava-se de sociedades anônimas de capital aberto brasileiras, que possuem seus dados na Bolsa de Valores de São Paulo e que também divulgam abertamente as Demonstrações Contábeis Trimestrais;
- (ii) concluíram a aquisição entre empresas brasileiras entre 2010 e 2016;
- (iii) a finalidade da operação não foi a aquisição de participação minoritária na empresa adquirente;
- (iv) a operação realizada foi intitulada como combinação de negócios gerando o ágio por rentabilidade futura e não podendo ser de controle comum.

Com o estabelecimento dos critérios, foi verificada duas operações entre todas os eventos analisados, as quais seguiram todos os critérios estabelecidos: a compra do controle indireto da NET S.A pela Embratel Participações S.A, ocorrida em 05 de março de 2012 e a aquisição da Comgas S.A pela Cosan S.A, realizada em 05 de novembro de 2012.

Após seleção dos casos, foi realizado um levantamento do processo e os detalhes de cada operação, tais como: as empresas envolvidas, os setores que atuam e os fatos relevantes que indicam os acontecimentos até a conclusão da operação de aquisição.

Os dados utilizados foram capturados por meio das notas explicativas das adquirentes, nos sites de relação com os investidores das empresas adquirentes e adquiridas e no site da Comissão de Valores Monetários. Das informações sobre a operação, foram analisados os valores do ágio por rentabilidade futura, o valor pago, o valor justo e a mais valia gerada na combinação de negócios, coletadas nas notas explicativas das empresas adquirentes. Destaca-se que, quando os valores não constavam explicitamente na nota explicativa, foi feito o cálculo para encontrar os valores correspondentes.

Posteriormente, foi realizada a análise do desempenho financeiro da adquirida, utilizando a análise de gráficos e de estatísticas descritivas, como a média e o desvio padrão dos valores anteriores e posteriores a conclusão da operação. Da operação da NET S.A foram analisados os 2 anos anteriores e posteriores a combinação de negócios, tendo em vista que no final de 2014 a empresa teve seu capital fechado passando a não disponibilizar seus demonstrativos após este ano. Na operação da COMGÁS foram analisados os 2 anos anteriores e posteriores (para comparação com a operação da NET), além dos 5 anos anteriores e posteriores, para uma análise do horizonte de médio prazo.

Os dados contidos nas demonstrações contábeis e os indicadores para análise do desempenho da adquirida foram coletados na base de dados da Economatica. Os indicadores utilizados para análise da rentabilidade foram: o Retorno sobre o Ativo (ROA); o Retorno sobre o Patrimônio líquido (ROE); e a Margem líquida. Para análise da liquidez foi utilizado o indicador de Liquidez Corrente. Além dos indicadores, também foram analisados os valores da receita líquida, do ativo total, do lucro líquido e do lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), atualizados monetariamente para março de 2021 pelo IPCA.

## 4. ANALISE DOS CASOS

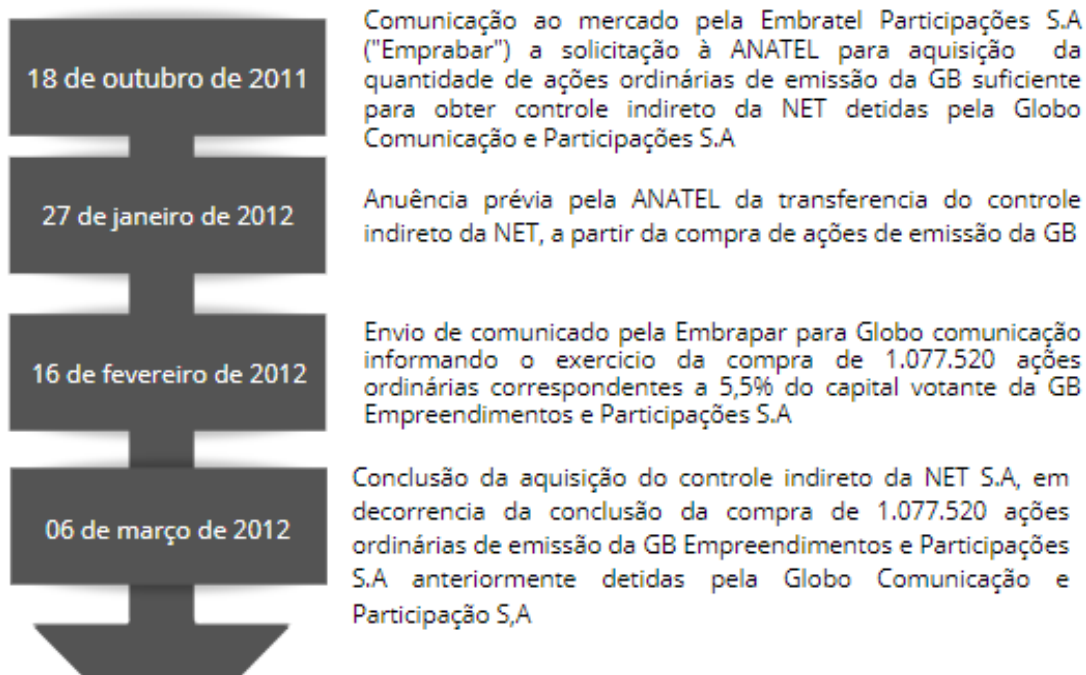
### 4.1 AQUISIÇÃO DA NET PELA EMBRAPAR

#### 4.1.1 CARACTERIZAÇÃO DO CASO

A operação de aquisição do controle indireto da Net Serviços de Comunicação S.A. (“NET”) pela Embratel Participações S.A. (“Embrapar”) ocorrida no dia 05 de março de 2012, iniciou-se com a compra de ações ordinárias da GB Empreendimentos e Participações S.A pela Embratel Participações S.A, anteriormente detidas pela Globo Comunicação e Participações S.A. A Empresa GB Empreendimentos S.A era a controladora direta da Net Serviços de Comunicação S.A que é uma empresa de telecomunicação brasileira que atua nos setores de telecomunicação, segmentos de TV por assinatura e telefonia fixa.

Além disso, para análise das operações foi realizado uma seleção de todos os Fatos Relevantes, desde a solicitação do controle até a aprovação pela ANATEL - Agência Nacional de Telecomunicações - e pela CVM. A Figura 1 apresenta os passos informados pelos Fatos Relevantes divulgados pela Embratel Participações S.A.

**Figura 1 – Fluxograma dos Fatos Relevantes da Operação de Aquisição da Embrapar para controle indireto da NET S.A**



No dia 18 de outubro de 2011 foi feito o comunicado da solicitação à ANATEL sobre a operação, informando a quantidade de ações e a participação após a aquisição das empresas adquiridas. No dia 27 de janeiro de 2012 foi verificada a anuência pela ANATEL e como complemento no dia 16 de fevereiro de 2012 a Embratel Participações S.A (“Embrapar”) notificou comunicando a Globo Comunicação e Participações S.A. (“Globopar”) o exercício da compra de 1.077.520 ações ordinárias que representa 5,5% do capital votante da GB Empreendimentos e Participações S.A. Por fim, a conclusão da operação ocorreu no dia 06 de março de 2012, conforme fato relevante divulgado, que após a operação de aquisição a Embrapar passa a ter, por intermédio da GB, 92,2% do capital total da NET S.A. Além disso, no fato relevante do dia 06 de março de 2012 apresenta as atividades pretendidas pelas Embrapar para NET, como o lançamento de oferta pública unificada para aquisição de todas as ações ordinárias e preferenciais de emissão da NET, a oferta pública para saída da NET do Nível II da BM&FBOVESPA, bem como Oferta Pública para o cancelamento do registro da NET como companhia aberta.

#### **4.1.2 VALORES DA OPERAÇÃO**

A empresa Embratel Participações S.A (“Embrapar”) ao adquirir a NET S.A indicou nas demonstrações financeiras divulgadas pela companhia em 2012 e 2013 o valor pago total de R\$ 7.052.508 milhões no investimento direto e indireto na NET S.A.

Esse valor engloba a participação anterior na companhia, adquirido por meio da controlada Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – EMBRATEL em 07 de outubro de 2010 na compra de 143.853.436 ações preferenciais da NET representando 73% da totalidade de ações preferenciais da NET conforme fato relevante no dia 8 de outubro de 2010 . E engloba a compra da participação indireta pela controladora GB Empreendimento no valor de 6.439,00 milhões paga a Globo Comunicações e Participações S.A (“Globopar”) com o intuito de incrementar as atividades da Embrapar e as de suas controladas no mercado brasileiro de telecomunicações. Além disso a companhia indica o cálculo utilizado para a mensuração do valor justo e o ágio da operação utilizando no caso da metodologia de mercado das ações na BOVESPA.

Para análise dos valores, a companhia aborda em sua nota explicativa o valor pago de 6.439,00 milhões pela GB mais o valor da participação anterior na NET, de 7.046.069 milhões gerando o valor total pago de 7.052.508 milhões. Assim, a operação é composta: (i) valor justo

da empresa: 4.888.168 milhões; (ii) mais-valia: de 982.936 milhões e; (iii) ágio: 2.164.340 milhões.

O valor do ágio gerado na operação representou 30,69% do valor pago ou 44,28% do valor justo da empresa. Nota-se que no cálculo realizado não foi demonstrada a participação dos não controladores para determinação do ágio por meio da metodologia de mercado das ações. No quadro 2 é apresentado os valores da operação de aquisição:

#### **Quadro 2 – Valores da operação na aquisição da NET S.A pela Embrapar**

Operação	Valor Pago	Ágio por rentabilidade futura	PL Contábil	Valor Justo dos ativos	Mais-Valia
Aquisição do controle direto e indireto da NET S.A pela EMBRAPAR	7.052.508,00	2.164.340,00	3.905.232,00	4.888.168,00	982.936,00

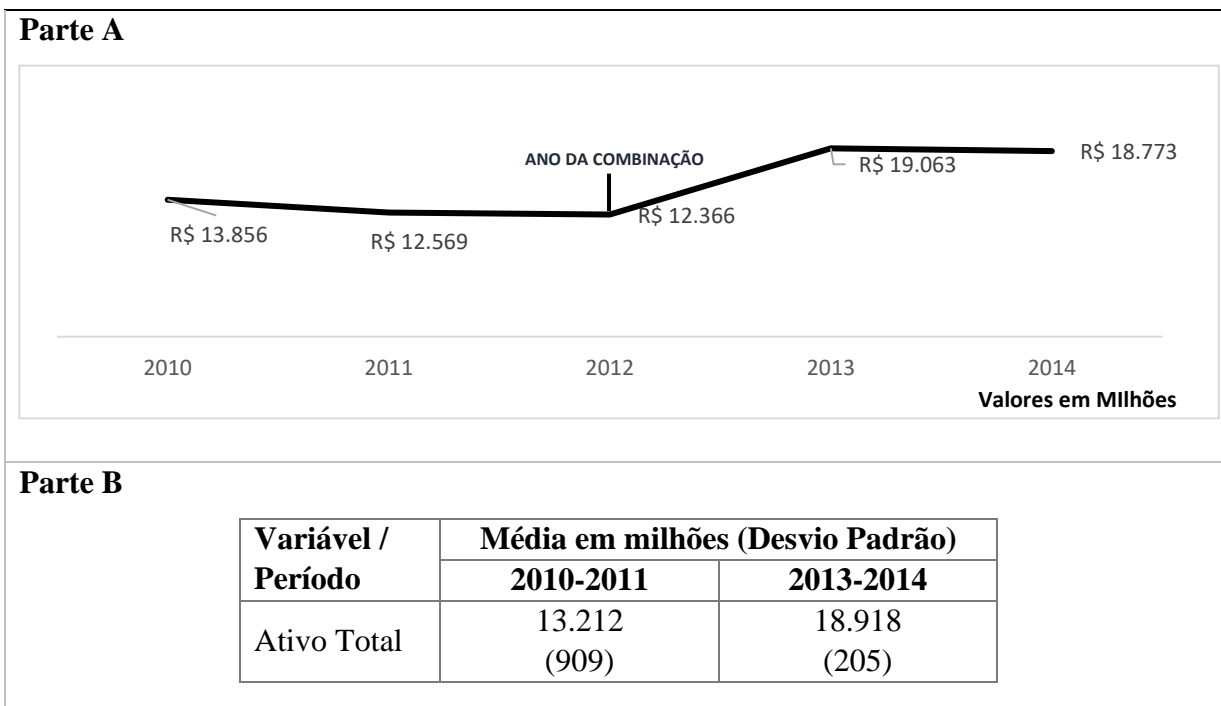
#### **4.1.3 DESEMPENHO FINANCEIRO**

Para cumprir com o objetivo da pesquisa e analisar o ágio por expectativa futura e o desempenho financeiro das empresas pós-combinação de negócios, foi realizado um estudo dos demonstrativos das empresas adquiridas utilizando a análise dos indicadores financeiros e econômicos nos períodos anteriores e posteriores ao evento.

A primeira análise realizada foi do ativo total do período que apresentou, nos anos posteriores ao evento de combinação de negócios, aumento médio de 43% como demonstrado na Figura 2.

Na análise das demonstrações contábeis, nota-se que o aumento do ativo foi influenciado pelo: (a) crescimento do saldo de Caixa e Equivalente de Caixa, principalmente pela emissão de debêntures na 7ª emissão pela companhia ocorrida em 27 de dezembro de 2013; (b) do Contas a Receber; e (c) do ativo não circulante, principalmente nos ativos diferidos e na aquisição de imobilizado. Na análise da volatilidade da amostra, verifica-se uma redução de 77% do desvio padrão do ativo total dos dois anos posteriores a combinação de negócios em comparação aos dois anos anteriores.

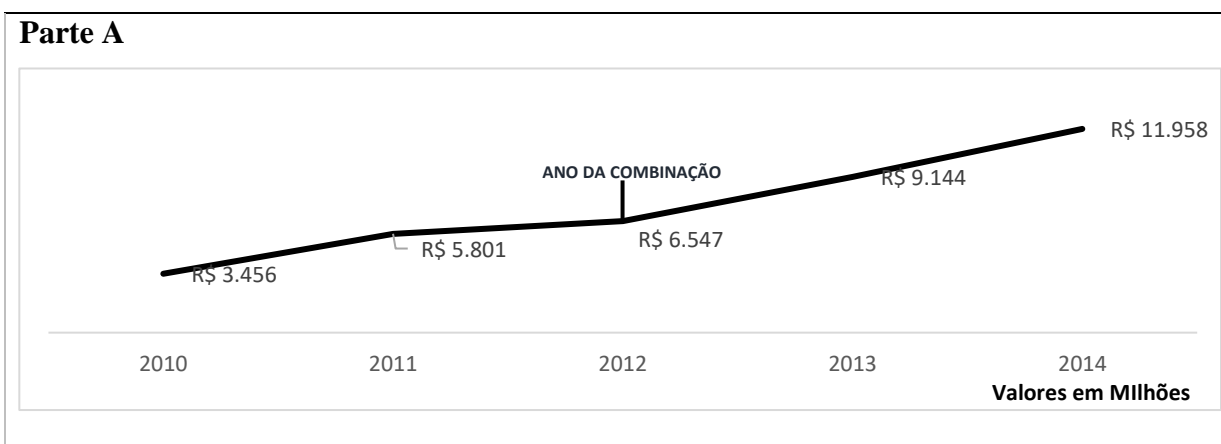
Figura 2 – Ativo Total da NET S.A



Quanto a receita líquida, a companhia obteve um aumento de 128%, na média dos dois anos posteriores á operação de aquisição, conforme observa-se no gráfico da Figura 3, pela curva ascendente. As receitas da empresa foram de serviços de TV por assinatura, banda larga e serviços de telefonia móvel.

O Relatório de Administração de 2013 informou que no ano correspondente os resultados positivos foram a partir do crescimento das vendas dos serviços de TV por assinatura, de 12,6%, na Banda Larga de 17,1% e nas linhas telefônicas de 14,3% em comparação ao ano de 2012. O desvio padrão apresentou um aumento de 20% na comparação dos dois anos posteriores a aquisição de 2012. Os valores em milhões bem com a média dos anos estão demonstrados abaixo na Figura 3.

Figura 3 – Receita Líquida da NET S.A



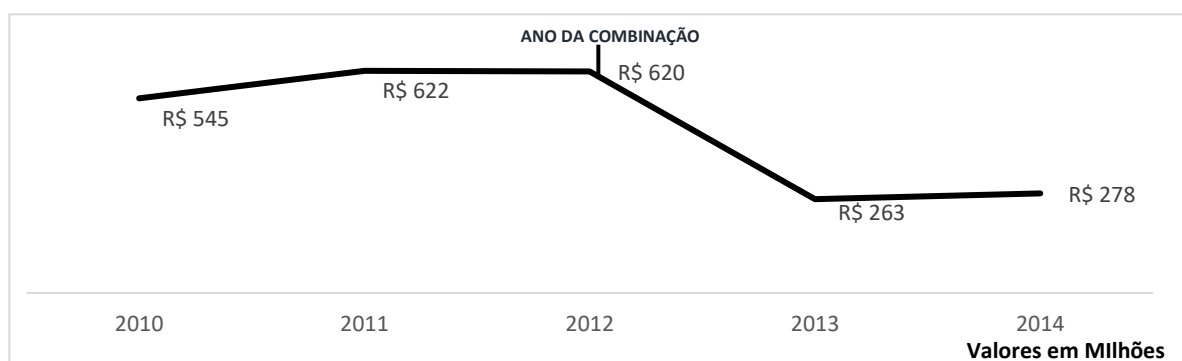
**Parte B**

Variável / Período	Média em milhões (Desvio Padrão)	
	2010-2011	2013-2014
Receita	4.628	10.551
Líquida	(1.658)	(1.990)

Contudo, a partir do comportamento do Lucro Líquido da Net S.A., demonstrado na Figura 4, verifica-se uma redução de 53,66% na média dos anos posteriores a combinação de negócios. A princípio, estes valores foram influenciados pelas despesas financeiras em 2013 e pelo aumento do custo dos serviços prestados.

No Relatório da Administração de 2013, a Companhia indicou que o resultado financeiro líquido foi influenciado pelo aumento da dívida em função do “crescimento dos investimentos, desvalorização do real frente ao dólar e dos efeitos positivos da reversão de provisão relacionada à tributação sobre juros de dívida em moeda estrangeira”(NET,2012, p.82). Na análise do desvio padrão, há uma redução de 79,34% nos anos posteriores com uma volatilidade menor dos valores comparado com os anos anteriores a operação conforme Figura 4.

Figura 4 – Lucro Líquido da NET S.A

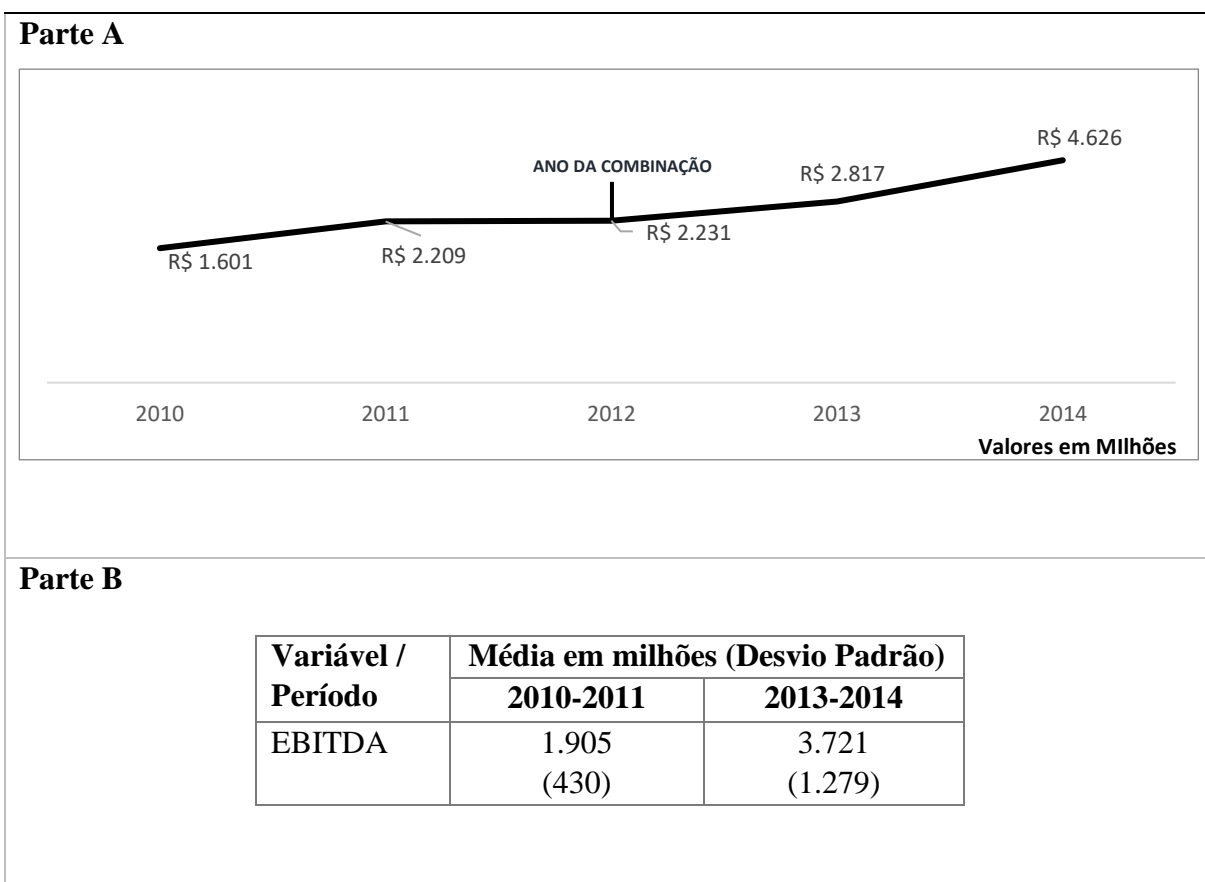
**Parte A****Parte B**

Variável / Período	Média em milhões (Desvio Padrão)	
	2010-2011	2013-2014
Lucro	583	270
Líquido	(54)	(11)



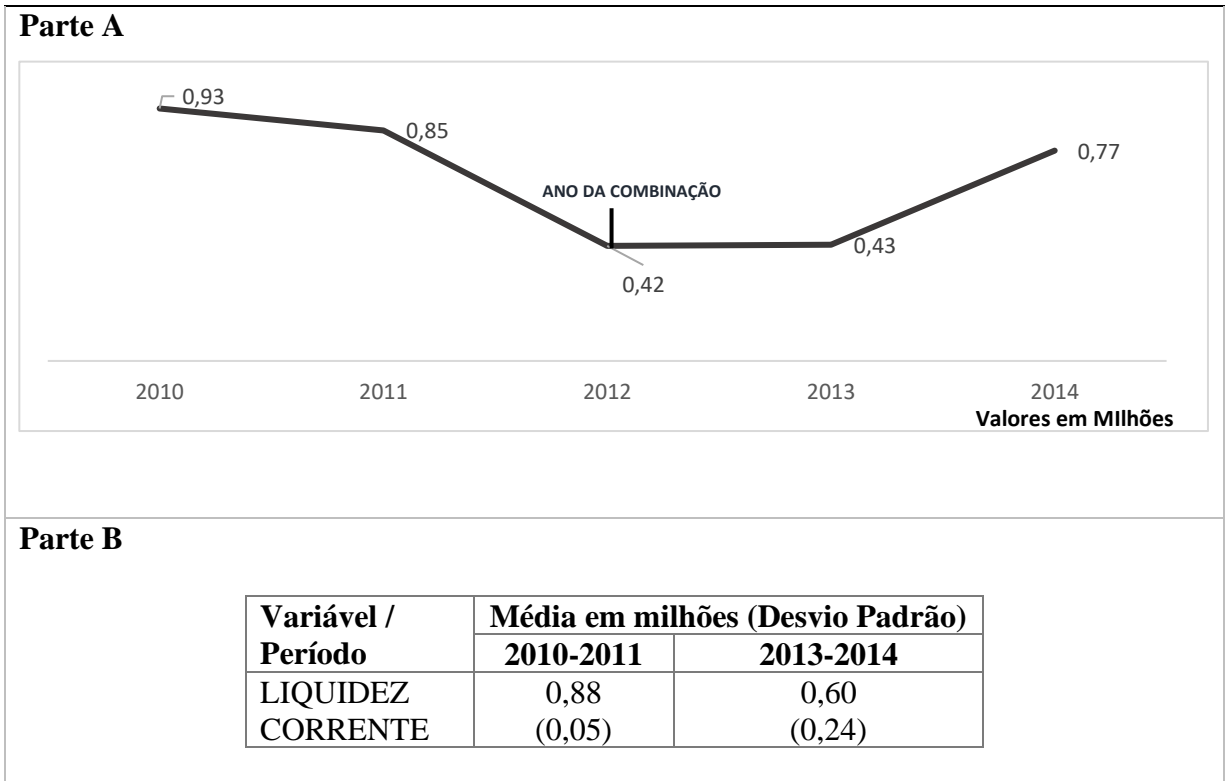
Na análise do EBITDA (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização), utilizado para verificação do desempenho operacional das empresas, verifica-se um aumento de 95,3% na média dos dois anos após a combinação de negócios em comparação aos dois anos anteriores a operação, o que demonstra um crescimento no lucro operacional da companhia influenciado pelo último lucro apurado de setembro de 2014 conforme gráfico da Figura 5.

Figura 5 – Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização NET S.A



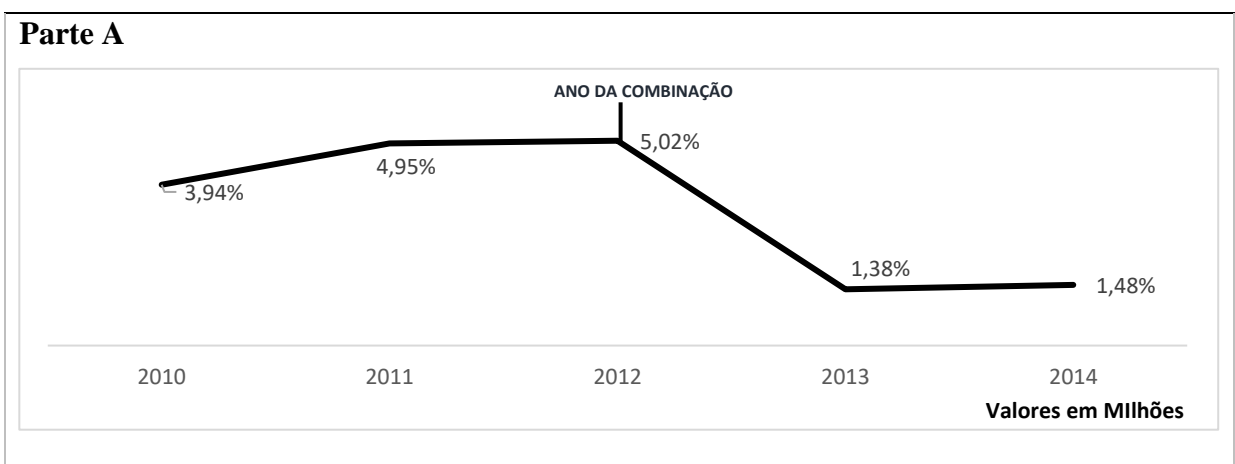
Quanto ao indicador de Liquidez Corrente, que apresenta se a empresa possui capacidade de cumprir com suas obrigações de curto prazo com base nos recursos líquidos de fácil conversão em moeda nacional, a companhia apresentou uma redução de 32,41% na média dos anos posteriores em comparação a média dos anos anteriores, sendo que em todos os anos o indicador permaneceu menor que 1,00, conforme indica a Figura ,ou seja, seus passivos de curto prazo são maiores que os ativos de curto prazo, o que indica que a empresa não possui condições de arcar com seus passivos com seus recursos líquidos atuais. Quanto ao desvio padrão da amostra verifica-se um aumento de 3,3 vezes a volatilidade da liquidez da companhia após a combinação de negócios.

Figura 6 – Liquidez Corrente da NET S.A



Na análise do primeiro indicador de rentabilidade ROA (Retorno sobre o ativo), verifica-se uma redução de 23,12% na média do indicador que apresentou 4,44% na média de 2010 e 2011 para 3,41% na média de 2013 e 2014, conforme apresentado na parte B da Figura 7. O indicador em questão tem o intuito de apresentar se a empresa esta sendo eficiente na gestão dos seus ativos a partir dos ganhos gerados por eles pelo lucro do período. O desvio padrão da amostra reduziu em 89,57%, passando de 0,72% no período de 2010 e 2011 para 0,07% em 2013 e 2014, o que demonstra uma redução na volatilidade do indicador.

Figura 7 – Retorno sobre o Ativo da Companhia NET S.A

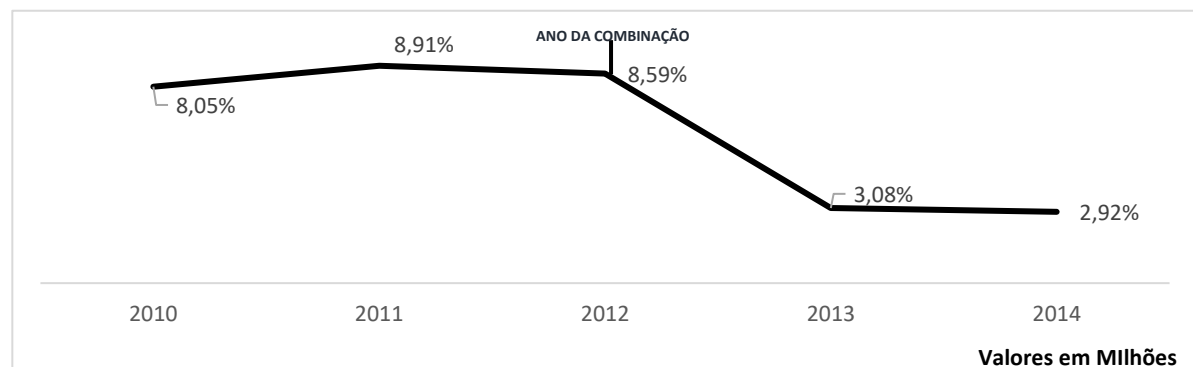


**Parte B**

Variável / Período	Média em milhões (Desvio Padrão)	
	2010-2011	2013-2014
ROA	4,44% (0,72%)	3,41% (0,07%)

O segundo indicador de rentabilidade analisado foi o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido). O indicador é responsável por demonstrar o percentual de retorno da empresa em relação aos recursos próprios, ou seja, do patrimônio líquido da empresa. Nesse contexto, foi analisado uma redução de 64,6% na média dos 2 anos posteriores ao evento de aquisição, comparado ao retorno sobre o patrimônio líquido dos 2 anos anteriores, conforme gráfico da Figura 8. Quanto ao desvio padrão da amostra a empresa apresentou uma baixa redução na volatilidade, sendo dos anos de 2010 e 2011 de 0,61% para 0,11% em 2013 e 2014.

Figura 8 – Retorno sobre o Patrimônio Líquido Final NET S.A

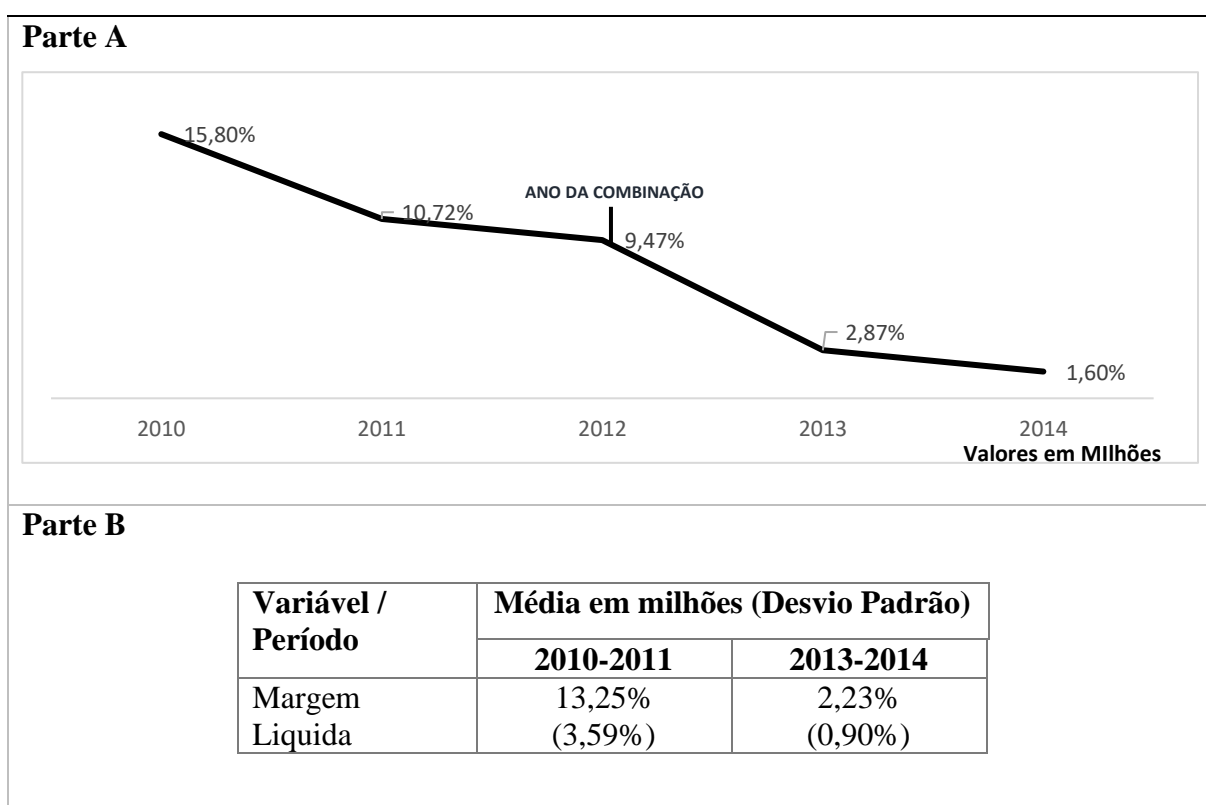
**Parte A****Parte B**

Variável / Período	Média em milhões (Desvio Padrão)	
	2010-2011	2013-2014
ROE	8,50% (0,61%)	3,00% (0,11%)

A margem líquida, indicador que demonstra o lucro líquido obtido pela empresa em relação às vendas líquidas efetuadas no período, apresentou uma redução de 83,14% na média dos dois anos posteriores à operação de aquisição. O que significa que a percentagem relativa

a receita convertida em lucro líquido no período após a dedução dos juros, depreciação e amortização foi menor nos 2 anos posteriores á aquisição comparada aos 2 anos anteriores. A Figura 9 apresenta a redução do indicador nos anos seguintes. O desvio padrão do indicador reduziu 75%, passando de 3,59% na média de 2010 e 2011, para 0,90% na média de 2013 e 2014, demonstrando uma redução no grau de dispersão a amostra

Figura 9 – Margem Líquida da NET S.A



Desta forma, após o estudo dos valores do Ativo Total, Receita Líquida, Lucro líquido e EBITDA bem como a análise dos indicadores de rentabilidade e de liquidez corrente da NET S.A, analisa-se que a empresa obteve aumento no ativo, retornos positivos em relação as suas receitas e crescimento no lucro antes dos juros, amortizações e depreciações, contudo o retorno gerado não refletiu no lucro líquido da companhia que apresentou resultados negativos na média dos valores.

Nesse contexto, após o cálculo e estudo dos indicadores que analisam se os ativos e patrimônio líquido estão sendo refletidos no lucro da empresa, verifica-se que todos apresentaram reduções nos anos posteriores á aquisição. Por sua vez podem ser investimentos a longo prazo sendo os indicadores de rentabilidade ROA e ROE podendo apresentar resultados positivos em uma amostra maior de dados.

Entretanto a margem líquida negativa e a redução no lucro líquido são fatores negativos para o desempenho da companhia. Além disso, a redução na liquidez corrente da companhia também é um fator negativo tendo em vista que demonstra um possível risco na liquidação das obrigações a curto prazo que deve ser utilizado com recursos de rápida liquidez o que poderia evidenciar um possível problema a longo prazo para a companhia. Contudo, visto que o período analisado foi de dois anos anteriores e posteriores a operação as conclusões após o estudo do desempenho financeiro possui a restrição do curto período analisado.

## **4.2 AQUISIÇÃO DA COMGÁS PELA COSAN**

### **4.2.1 CARACTERIZAÇÃO DO CASO**

A segunda operação analisada nesta pesquisa foi aquisição da COMGÁS S.A pela COSAN S.A, ocorrida em 05 de novembro de 2012. Esta operação decorreu da aquisição de 60,05% da Companhia de Gás de São Paulo (“Comgás”) do Grupo GB plc, pela COSAN S.A INDÚSTRIA E COMÉRCIO (“Cosan”).

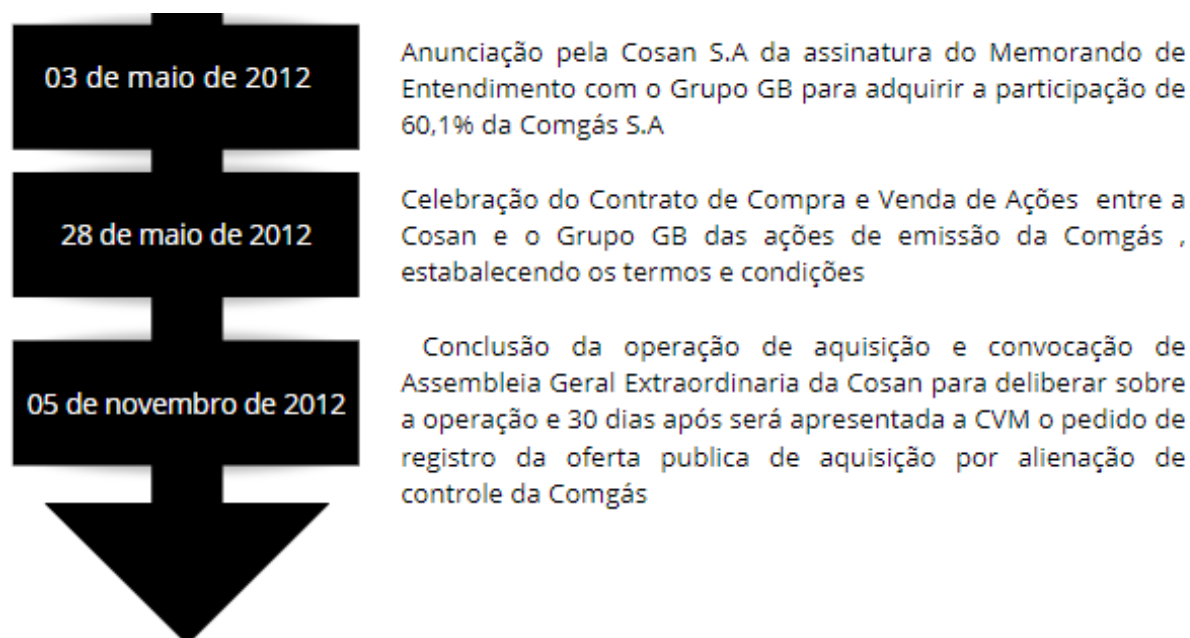
A empresa adquirida Comgás, com sede em São Paulo e nacionalizada em 1959, é uma empresa do setor de gás natural com negócios segmentados por diversos mercados conforme site da companhia Comgás (2020), como o Industrial, Residencial, Comercial, Gás Natural Veicular e a Cogeração e Termo geração relacionada na geração de energia a partir da queima do gás produzindo uma conservação ambiental em comparação a tradicional geração de energia a diesel. Atualmente a empresa é informada como a “maior distribuidora de gás natural canalizado do país” (COMGÁS,2020, p.1).

No mesmo segmento, a empresa adquirente Cosan é uma empresa com o segmento de energia renovável, iniciada em 1936 a partir da Usina Costa Pinto, e tem como atividades a produção e comércio de açúcar e etanol, distribuição de combustíveis, serviços logísticos de transporte, armazenagem e elevação portuária de *commodities*, produção e distribuição de lubrificantes licenciados, compra, venda e arrendamento de terras agrícolas e após a aquisição da Comgás passa a atuar também na distribuição de gás natural.

A sequência dos eventos ocorridos nesta operação é apresentada na Figura 10 demonstrando o fluxograma dos fatos relevantes. No dia 03 de maio de 2012 foi anunciada no

Fato Relevante divulgado pela Cosan a solicitação da aquisição de 60,1% da companhia Comgás. Após a data, no dia 28 de maio de 2012, foi realizado o contrato de compras e venda de ações estabelecendo os termos e condições da compra, bem como o objetivo da operação: “complementar estrategicamente o portfolio de negócios da Cosan sempre com foco em geração de valor e redução de riscos para seus acionistas através de uma geração de caixa potencialmente mais previsível”(COSAN, 2012, p.2). Por fim, no dia 05 de novembro de 2012 foi realizada a conclusão da operação de aquisição e convocando a Assembleia Geral Extraordinária pela Cosan para deliberar sobre a operação.

**Figura 10 – Fluxograma dos Fatos Relevantes da Operação de Aquisição da Comgás para controle direto da Cosan**



#### **4.2.2 VALORES DA OPERAÇÃO**

Na segunda operação estudada em que a Cosan adquiriu 60,05% da Comgás o valor da contraprestação paga, o ágio por rentabilidade, o valor justo na data da aquisição dos ativos líquidos e passivos assumidos bem como a participação dos não controladores foram apresentados nas demonstrações financeiras de 2012 da companhia.

Nesse contexto, para determinação do valor justo da empresa foi adicionado o valor dos ativos identificáveis e passivos assumidos no valor de 4.031.446,00 somado ao caixa recebido de 426.876,00 gerando 4.458.322,36 como o valor justo dos ativos líquidos da companhia.

Deste valor foi retirado a participação de acionistas não controladores no valor de 1.781.100,00 gerando 2.677.222,00 como o valor pela percentagem adquirida pela Cosan de 60,05%. Como o valor pago foi de 3.400.000,00 o ágio da operação foi de 722.778,00.

A mais-valia dos ativos líquidos da Comgas, representado pelo valor dos ativos líquidos da empresa menos o valor do patrimônio líquido contábil da companhia, na operação o valor indicado foi de 419.949,36. O Quadro 3 demonstra os valores que compõem a operação.

**Quadro 3 – Valores da operação na aquisição da COMGÁS S.A pela COSAN S.A**

Operação	Valor Pago	Ágio por rentabilidade futura	PL Contábil	Valor Justo dos ativos	Mais Valia
Aquisição do controle direto da COMGÁS S.A pela COSAN S.A	3.400.000,00	722.778,00	2.257.273,00	2.677.222,36	419.949,36

**4.2.3 DESEMPENHO FINANCEIRO DA COMGÁS**

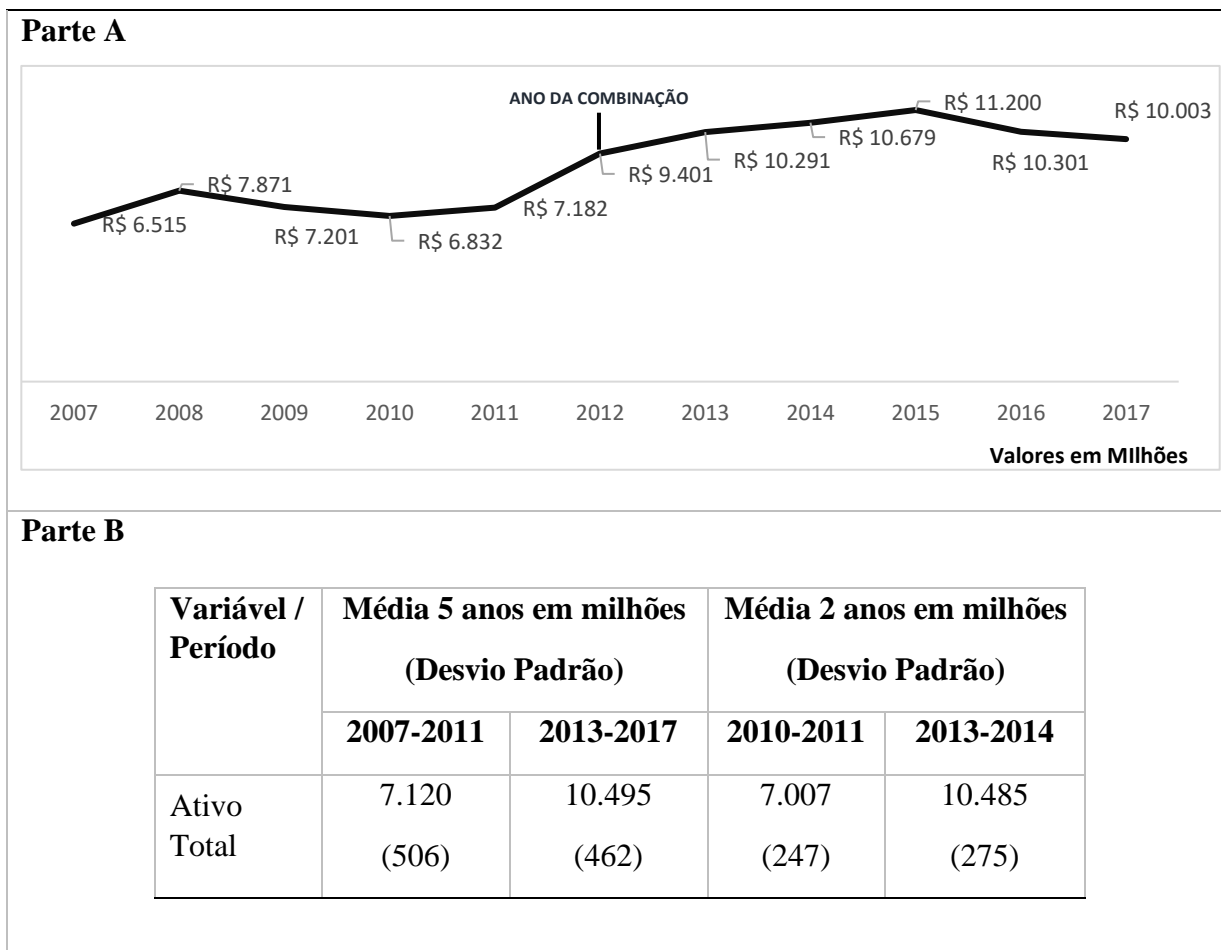
Na análise financeira da empresa Comgás, utilizou-se os demonstrativos contábeis da companhia e seus indicadores no período de 2007 a 2017, abrangendo o período 5 anos anteriores e posteriores à operação e, também, dos 2 anos anteriores e posteriores.

A primeira abordagem realizada foi sobre o ativo total da empresa que para utilização foi feita a atualização pelo IPCA para março de 2021 dos valores da companhia. Nota-se pela análise gráfica, conforme Figura 11, aumento do ativo total apresentando um crescimento na média de 49,64% dos 2 anos posteriores em relação aos 2 anos anteriores a aquisição de 2012. Pelos demonstrativos contábeis da empresa verifica-se que o aumento do ativo no período de 2011 para 2012 bem como de 2012 a 2013 ocorreu na conta de Caixa e Equivalentes de Caixa, sendo o crescimento de 312,9% e 215,77% respectivamente. A conta em questão é composta por aplicações em Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) e aplicações em títulos privados. No período de 2011 para 2012 verifica-se também o crescimento de 405,0% dos valores de Imposto de renda e contribuição social diferidos, valores que são feitos a partir das provisões

realizadas e que “o são reconhecidos somente na proporção da probabilidade de que lucro tributável futuro esteja disponível e contra o qual as diferenças temporárias possam ser usadas” (COMGÁS, 2012, pág. 35)

Na análise do período de 5 anos, a companhia obteve um crescimento de 47,39% na média de valores dos 5 anos posteriores em comparação aos 5 anos anteriores, em que a empresa manteve os valores maiores nos ativos apresentando apenas uma redução de 2,2% de 2015 para 2016 influenciado pela diminuição dos Ativos não circulantes, nas contas de Instrumentos Financeiros Derivativos e no Imposto de Renda e Contribuição Social Diferido. O desvio padrão da amostra aumentou na análise dos 2 anos posteriores tendo em vista a volatilidade dos valores a curto prazo. No período de 5 anos posteriores a operação o desvio padrão apresentou uma reduziu em 8,71% demonstrando uma menor volatilidade dos valores.

Figura 11 – Ativo Total da COMGÁS S.A



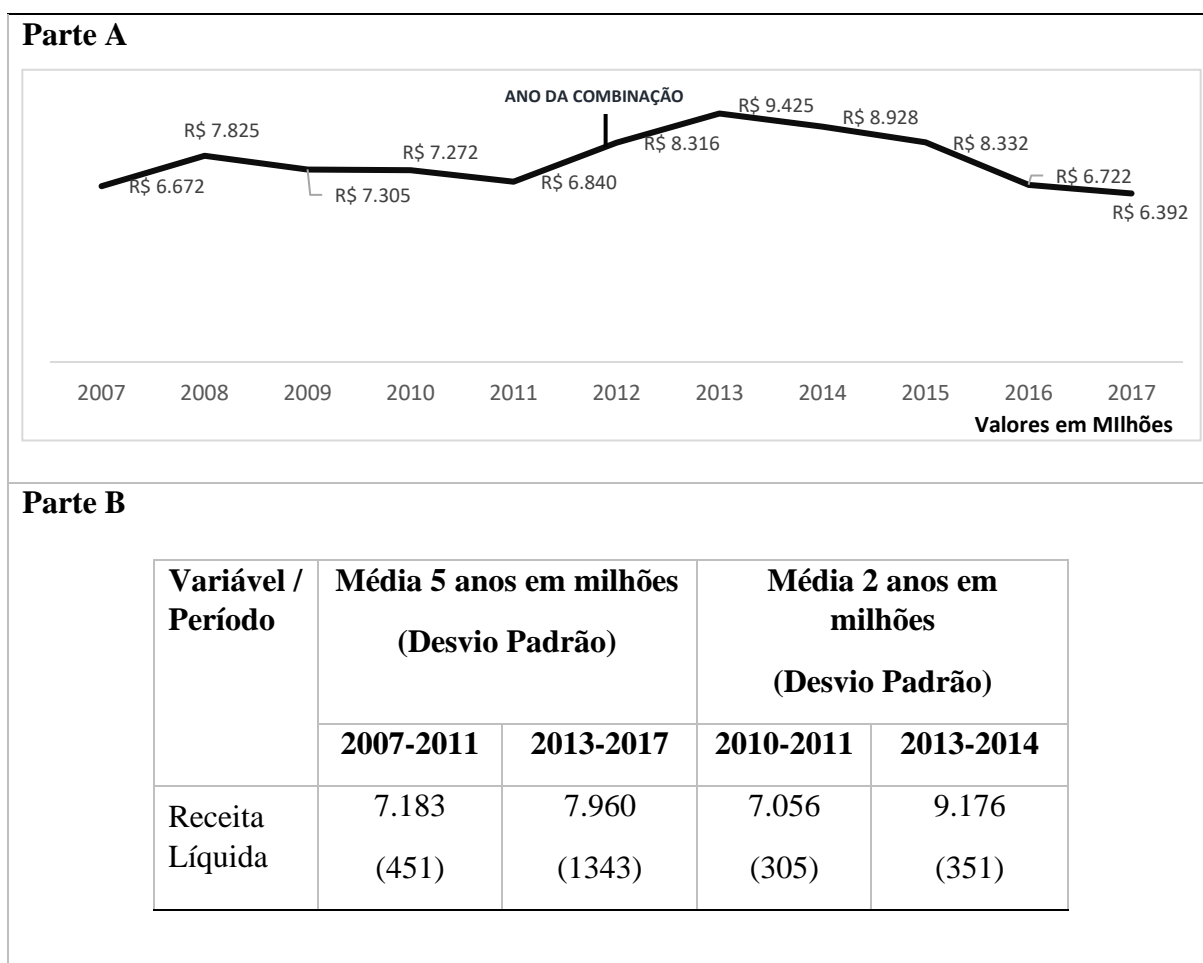
A receita líquida da empresa apresentou um aumento nos primeiros anos pós aquisição, mas uma redução nos últimos anos analisados conforme Figura 12. No período de 2 anos apresentou um crescimento de 30,05% na média dos 2 anos posteriores a operação em relação



aos 2 anos anteriores. Analisa-se que o aumento na receita líquida no período de 2011 a 2012 foi de 28,7% e foi influenciado pelo crescimento na base de clientes, do volume de gás distribuído e da ampliação da rede conforme o Relatório da Administração em 2012. O setor que apresentou uma elevação maior foi o de Termo geração, setor de conversão de energia térmica em eletricidade

Na análise média dos valores nos 5 anos posteriores a aquisição comparada aos 5 anos anteriores estima-se que o crescimento foi de 10,81% na média dos valores. Apresentando um crescimento menor tendo em vista a redução da receita líquida nos últimos anos da amostra. No ano de 2016 a empresa teve uma redução nas receitas líquidas de 14,2% da empresa impactada pela redução nas tarifas em função do menor custo do gás e pelo menor volume. No desvio padrão a empresa apresentou um crescimento de 197,76% nos 5 anos posteriores em relação aos 5 anos anteriores influenciado pelos aumentos e reduções na receita líquida do período. Nos 2 anos posteriores apresentou um aumento de 15,09%, valor menor pela volatilidade reduzida dos resultados a curto prazo como verifica-se na Figura 12.

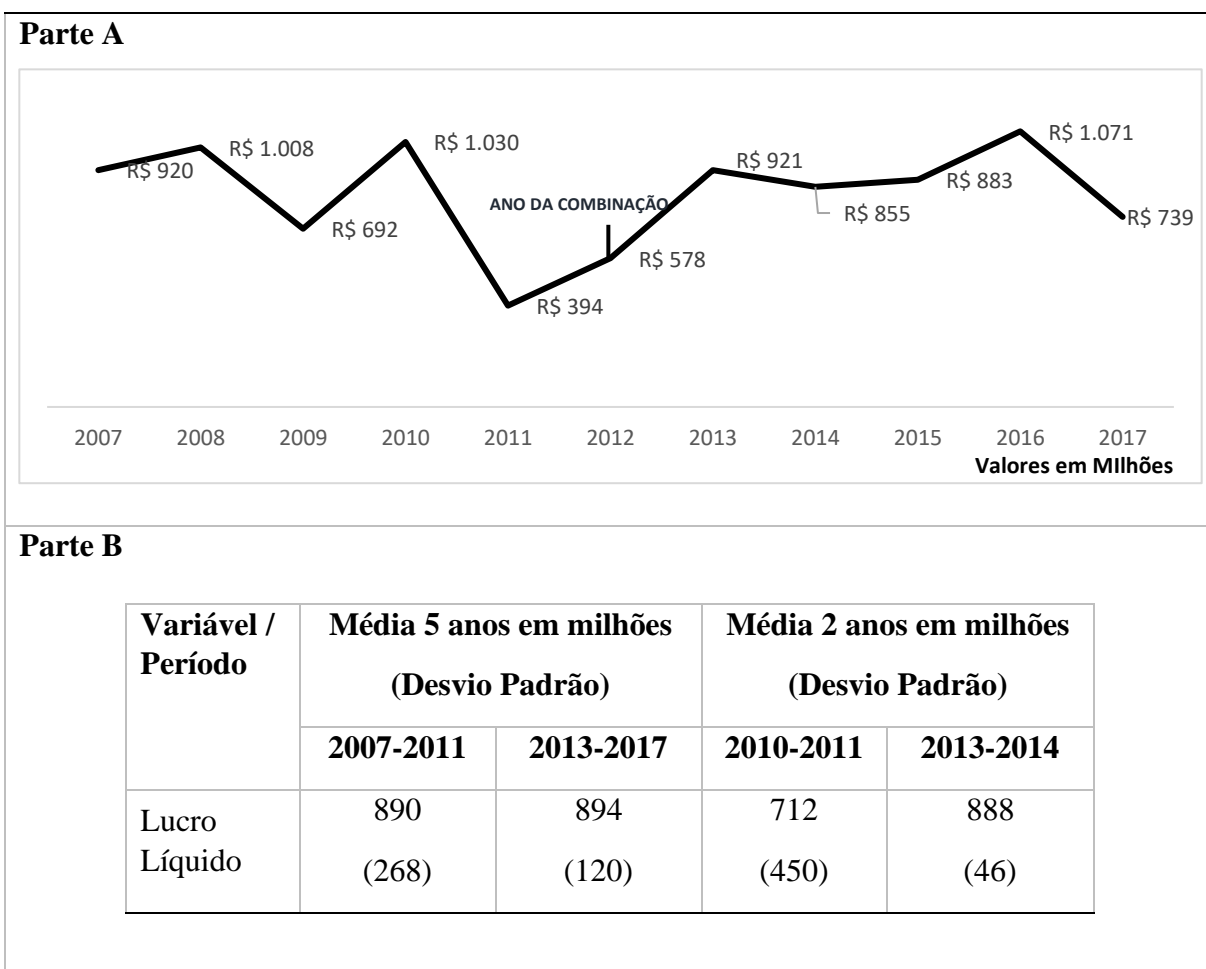
Figura 12 – Receita Líquida da COMGÁS S.A



O Lucro Líquido, conforme demonstrado na Figura 13, apresentou a curto prazo um aumento de 24,72% nos dois anos posteriores à operação em relação aos dois anos anteriores. Fator influenciado pela variação positiva em 2012 de 55.30% no Lucro Líquido tendo em vista o crescimento da Receita Líquida do período apresentado anteriormente. No período de 5 anos a empresa apresentou um aumento de 10,48% em comparação aos 5 anos anteriores a aquisição. O gráfico da Figura 13 apresenta a redução da percentagem a médio prazo tendo em vista a redução nos últimos anos da amostra, também influenciados pelas reduções na receita líquida da companhia.

Em relação a volatilidade nos resultados verifica-se desde o início do período analisado uma redução de 89,68% no desvio padrão nos 2 anos posteriores á combinação de negócios, e uma redução de 55,18% no período de 5 anos.

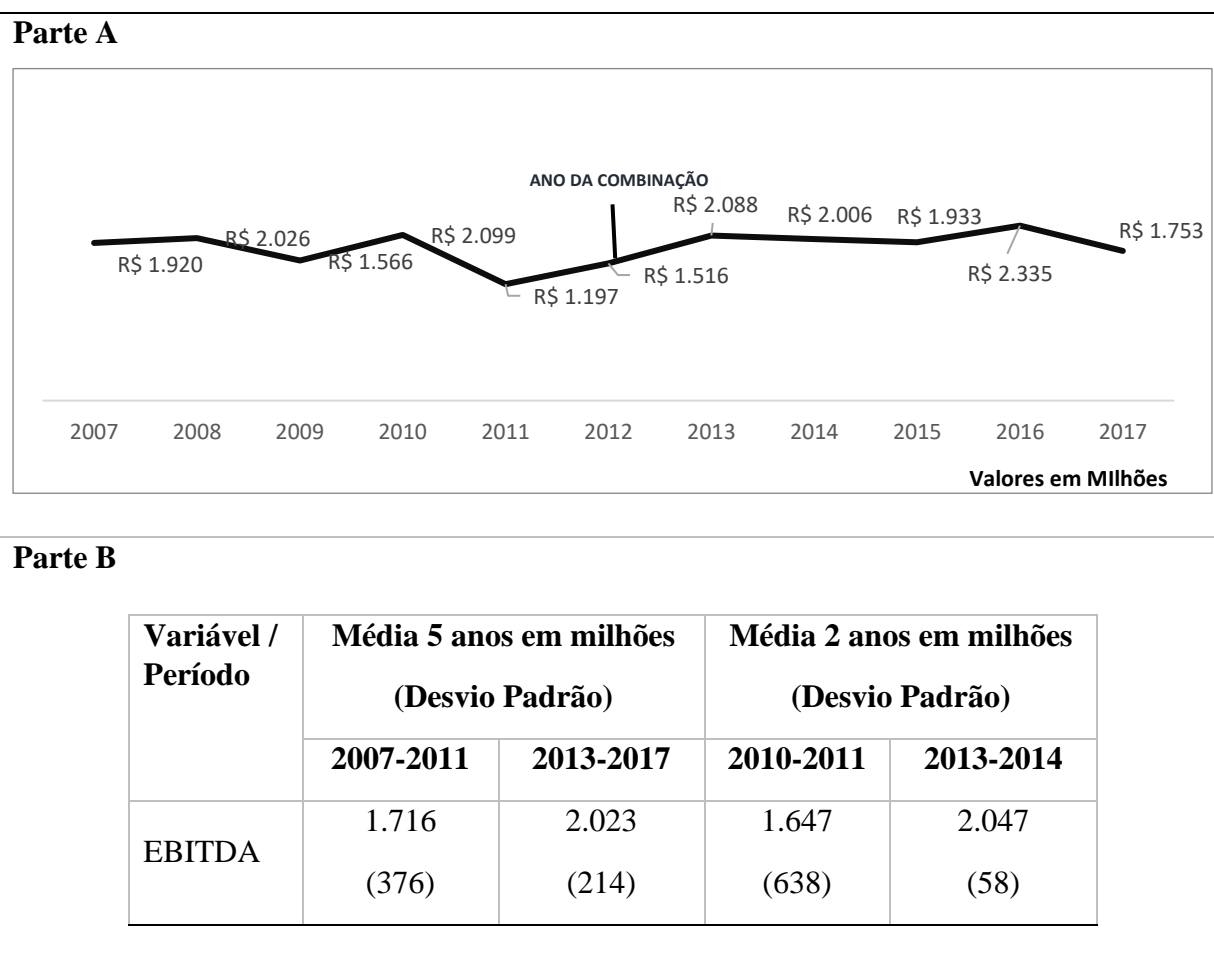
Figura 13 – Lucro Líquido da COMGÁS S.A



O EBITDA (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) responsável por verificar o lucro proveniente das atividades operacionais da empresa, demonstrou um crescimento na média nos 2 anos posteriores de 24,23%; e de 14,84% nos 5 anos posteriores, o que demonstra um crescimento na geração de lucros com base na atividade fim da empresa.

Na análise do desvio padrão a amostra apresentou uma redução nos 2 anos posteriores de 90,93% e de 43,14% nos 5 anos posteriores. Isso significa uma menor volatilidade da amostra nos anos posteriores a aquisição, o que pode ser verificada com base na análise do gráfico apresentado na Figura 14.

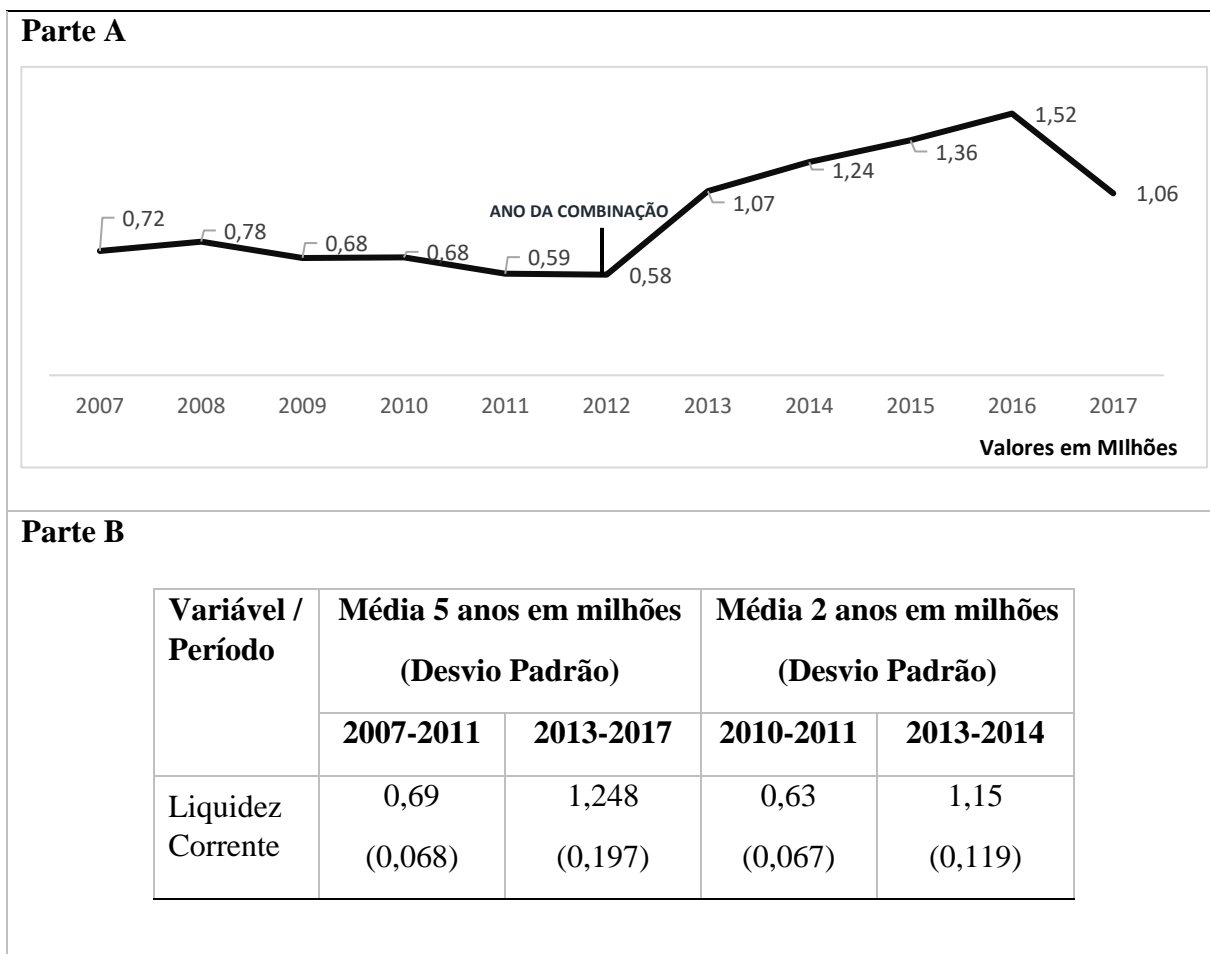
Figura 14 – Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização da COMGÁS S.A



A liquidez corrente, responsável por verificar se a empresa possui recursos líquidos para arcar com suas obrigações de curto prazo, apresentou uma melhora na média dos valores. Sendo o indicador de 2007 a 2011 sempre abaixo de 1,00 demonstrando que a empresa anteriormente não possuía recursos a curto prazo suficientes para arcar com suas dívidas de curto prazo. Após a aquisição no ano de 2012 passou a apresentar o indicador de liquidez corrente maior que 1

conforme demonstrado na Figura 15. Na análise da média o indicador demonstrou um crescimento de 81,14% nos 2 anos posteriores e de 80,96% nos 5 anos posteriores em comparação com os 5 anos anteriores a aquisição. Além disso, o indicador apresentou no desvio padrão um crescimento de 77,86% nos 2 anos posteriores e de 188,76% nos 5 anos, o que indica que na análise de médio prazo a companhia apresentou uma alta volatilidade. Contudo, os valores permaneceram sempre maiores que 1,00 o que indica uma folga financeira.

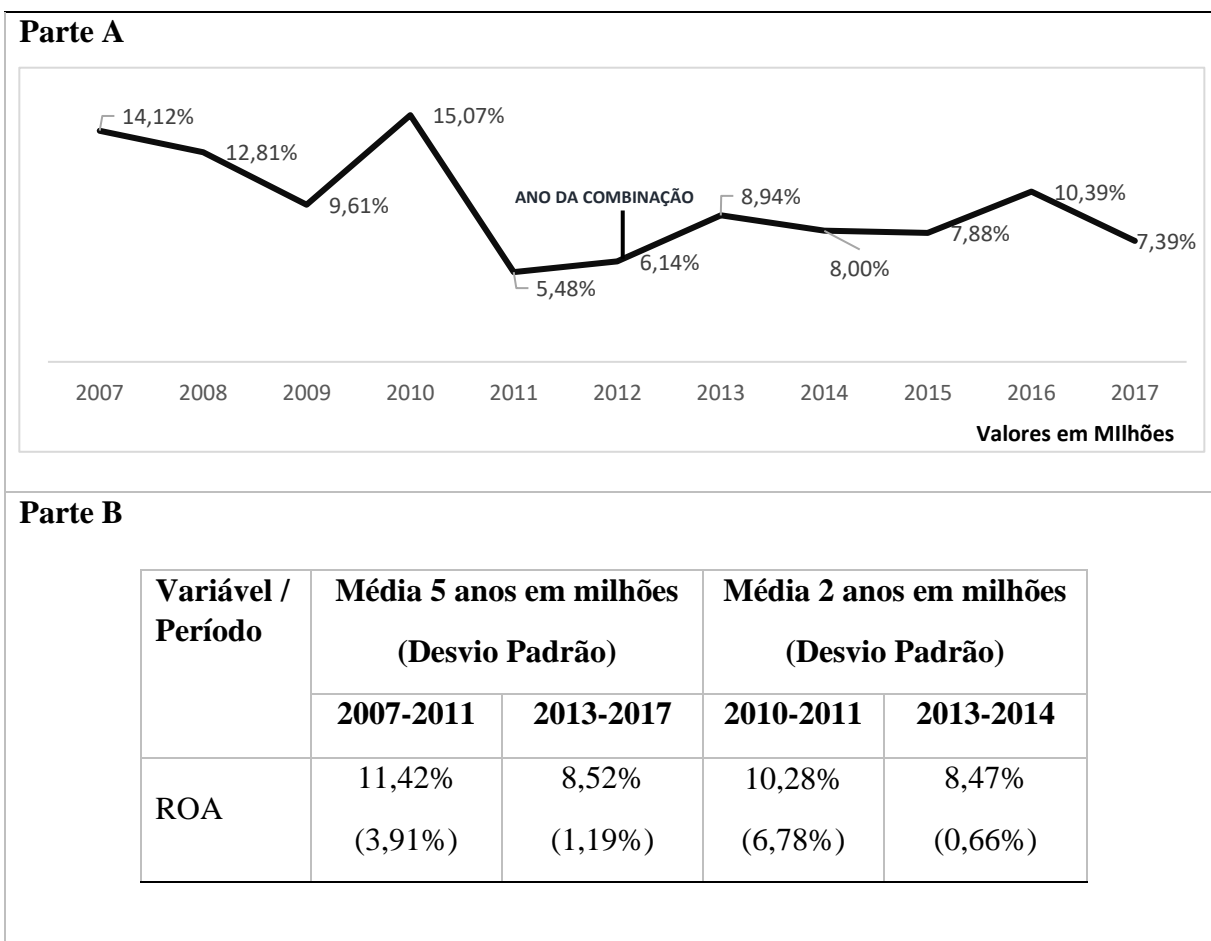
Figura 15 – Liquidez Corrente da COMGÁS S.A



No estudo dos indicadores de rentabilidade verifica-se inicialmente que o ROA (Retorno sobre o ativo) que mede o retorno financeiro da empresa com base nos ativos totais, apresentou uma redução na média de 17,54% nos primeiros 2 anos. Na média dos 5 anos posteriores a companhia também demonstrou uma redução de 25,4% na média sendo a média de 2007 a 2011 de 11,4% e a média de 2013 a 2017 de 8,5% conforme Figura 16. No período de 2 anos analisa-se que a média dos valores foi impactado pela redução do indicador em 2011 e no crescimento em 2013 impactado pelo aumento do ativo no período. Na análise da média dos 5 anos posteriores demonstra que a empresa reduziu sua eficiência na gestão dos ativos para a geração

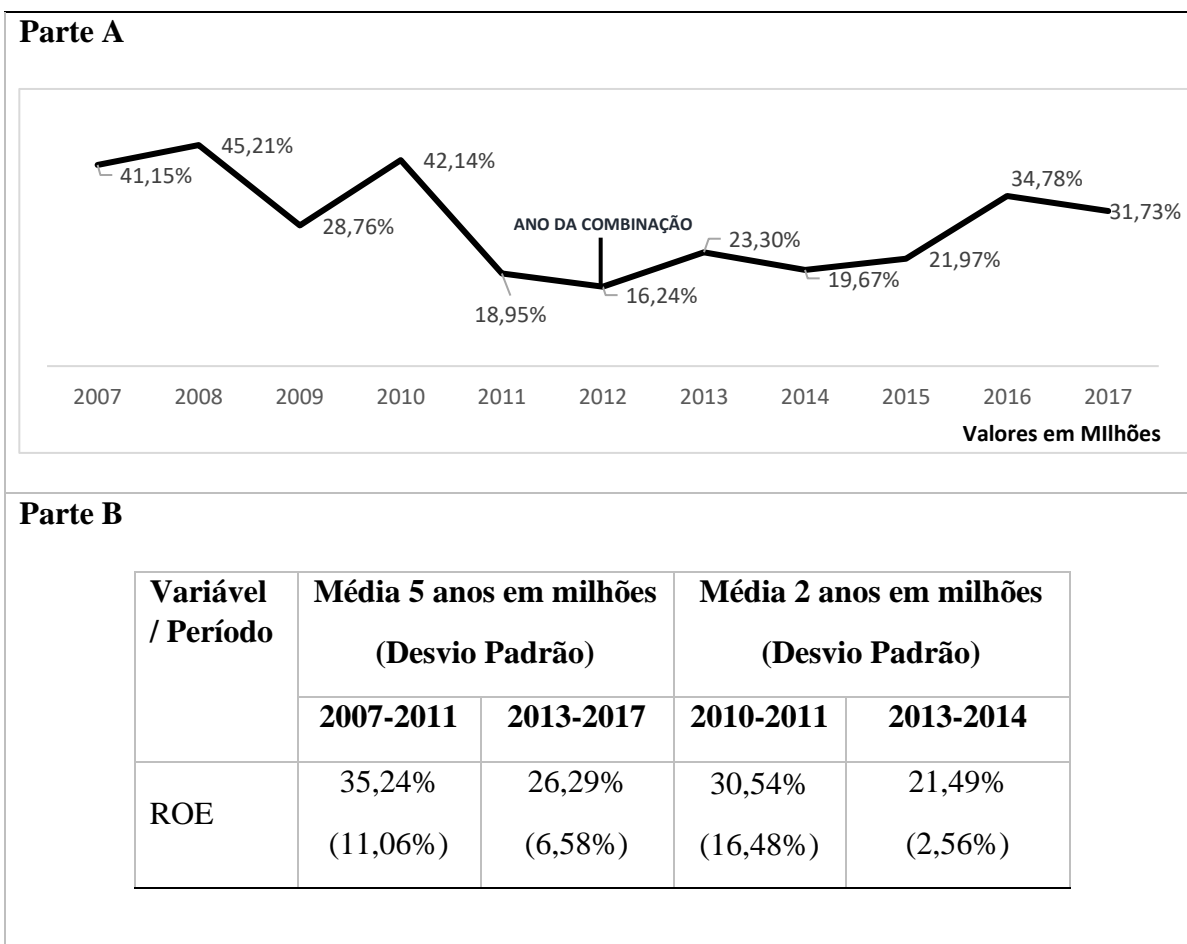
de lucro podendo ter sido influenciado pelo aumento relevante do seu ativo total nos 5 anos posteriores a aquisição. Verifica-se que desvio padrão do indicador representou uma redução de 90,20% nos 2 anos posteriores e uma redução de 69,59% nos 5 primeiros anos, o que indica uma redução na dispersão dos dados relativos a amostra demonstrando uma menor volatilidade do indicador. O gráfico abaixo demonstra os indicadores de 2007 a 2017 e apresenta a redução na volatilidade nos anos subseqüentes a operação de aquisição.

Figura 16 – Rentabilidade do Ativo da COMGÁS S.A



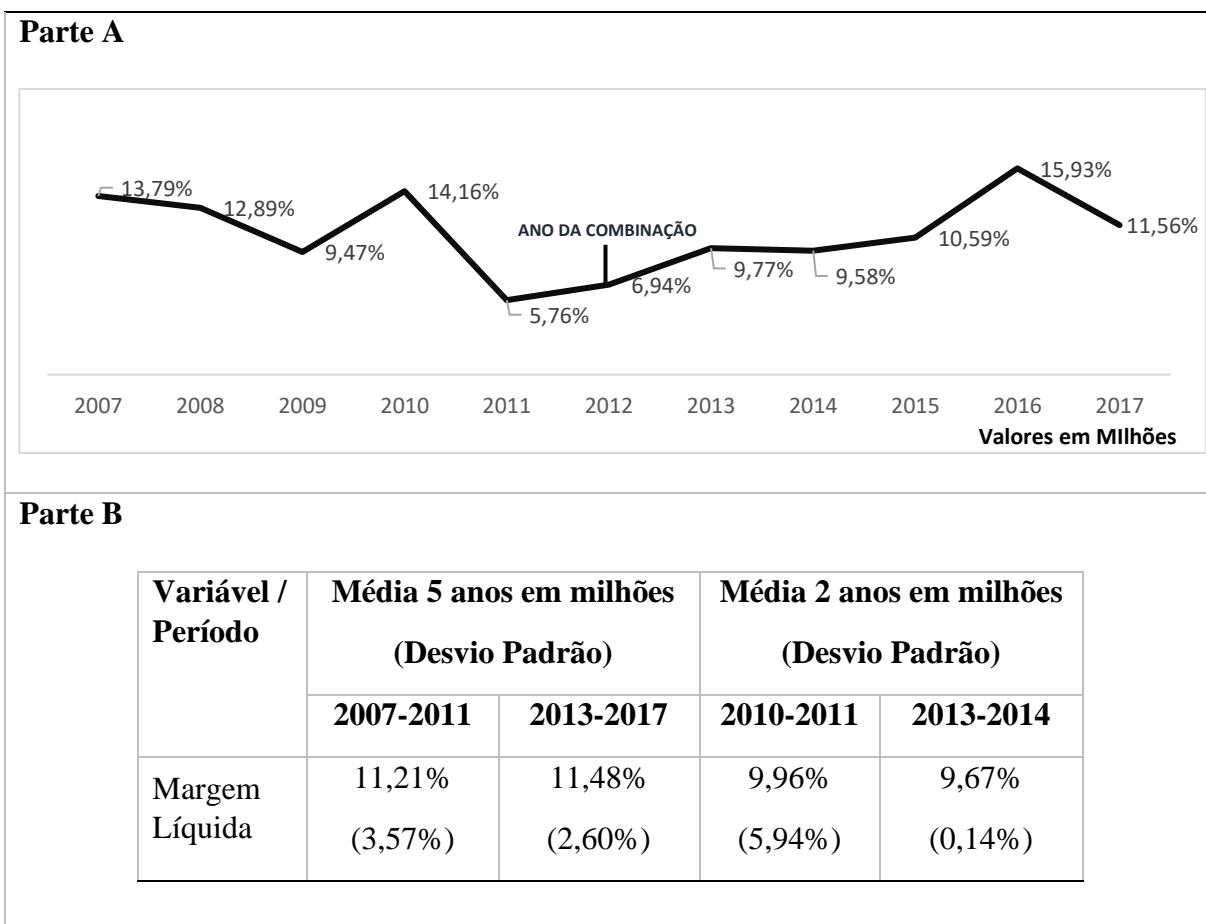
O indicador que mede a Rentabilidade do Patrimônio Líquido Final (ROE) responsável por demonstrar o retorno sobre o patrimônio líquido da companhia também apresentou uma redução de 25,4% na média dos 5 anos e uma redução nos 2 anos posteriores de 29,70% o que demonstra que o retorno obtido com base no valor investido pela companhia foi menor nos anos posteriores a operação. Além disso, o desvio padrão do indicador nos 5 primeiros anos foi de 11,06% reduzindo para 6,58% nos 5 anos posteriores, o que demonstra uma diminuição na volatilidade podendo ser visualizada na Figura 17 em relação a rentabilidade do valor investido.

Figura 17 – Rentabilidade do PL da COMGÁS S.A



O quarto indicador analisado foi a Margem Líquida indicando a percentagem da receita líquida que foi refletida no lucro líquido do período. A companhia apresentou no indicador em questão uma redução na média dos 2 anos posteriores de 2,87% podendo ser analisado pelo gráfico da Figura 18. Contudo apresentou um aumento de 2,42% na análise da média do indicador de 5 anos posteriores a operação em relação a média dos 5 anos anteriores. Esse fato indica que a empresa a curto prazo não obteve uma margem líquida superior, contudo a longo prazo aumentou sua lucratividade com base nas receitas obtidas nos períodos subsequentes a aquisição. O desvio padrão do indicador também apresentou uma redução de 27,02% nos 5 anos e de 97,72% nos 2 primeiros anos posteriores, sendo em ambos os casos uma menor volatilidade na amostra após a operação de combinação de negócios.

Figura 18 – Margem Líquida da COMGÁS S.A



Após a análise do desempenho financeiro da Comgás nota-se que a companhia apresentou no curto prazo e no longo prazo um aumento na média dos ativos, na receita líquida, no lucro líquido e no EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização). Contudo, na análise da média dos indicadores de rentabilidade verifica-se a redução no retorno do patrimônio líquido final e na rentabilidade do ativo da companhia, no curto e no médio prazo. Essa situação pode estar atrelada a não utilização dos ativos e do valor investido de forma eficiente ou um possível aumento no ativo que só será refletido no lucro da empresa a longo prazo. Na análise da margem líquida, responsável por analisar o potencial financeiro gerado pelas receitas líquidas das companhias que foram refletidas no lucro líquido do período, verifica-se uma redução no curto prazo, mas um crescimento de 2,42% no médio prazo. Dessa forma, verifica-se que a empresa obteve o aumento no lucro em relação às receitas apenas nos anos seguintes. Por fim, no estudo do indicador de liquidez corrente a empresa obteve retornos sempre superiores a 1,00 após a operação de aquisição em 2012, o que evidencia que a companhia possui recursos líquidos para pagamento das obrigações a curto prazo possuindo uma folga financeira e evitando riscos de liquidez.

### **4.3 ANÁLISE DO ÁGIO E O DESEMPENHO FINANCEIRO DOS CASOS**

Após a análise do desempenho financeiro das duas empresas adquiridas, NET e COMGÁS, e seguindo o aspecto conceitual do ágio, que tem como objetivo a geração de retornos futuros nas empresas, verifica-se que no caso da NET, apesar do aumento nos ativos e receita, a empresa obteve uma redução no lucro líquido nos 2 anos posteriores a aquisição, bem como os indicadores de rentabilidade e apresentou uma variação negativa no indicador de liquidez. Assim, analisando como uma operação em que o ágio por expectativa de rentabilidade futura, representando 30,69% do valor pago pela aquisição do controle da NET, não refletiu o retorno esperado conforme os pressupostos indicados desse. Entretanto, considerando uma expectativa de longo prazo pelo desempenho da adquirida, os resultados poderiam indicar um retorno positivo, sendo necessário a análise dos dados a longo prazo da companhia, apesar de ter seu capital fechado no final de 2014.

Na operação da COMGÁS, o ágio pago representou 21,25% do valor pago na empresa, a qual apresentou resultados positivos no curto prazo, analisado a partir dos 2 anos posteriores a combinação de negócios e 2 anos anteriores. Nesse período, a média do indicador de rentabilidade sobre o ativo apresentou resultados superiores: a liquidez corrente maior que 1,00, um aumento no lucro líquido, no ativo total, na receita líquida e no EBITDA. No médio prazo, selecionando como horizonte de análise 5 anos anteriores e 5 anos posteriores á combinação de negócios, a empresa demonstrou com base demonstrativos contábeis, a continuação no crescimento do ativo, da receita e do lucro líquido da empresa, tendo uma margem líquida superior. O que pode se prever um retorno positivo para a empresa. O indicador de rentabilidade, tais como ROA (Retorno sobre o Ativo) e ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), apresentaram reduções na média dos valores nos anos posteriores, contudo, a empresa pode ter investimento que só será refletido a longo prazo, sendo assim não influencia a análise final. Sendo assim, conclui-se que no caso da Comgás verifica-se que o retorno positivo na análise financeira da empresa atende com o pressuposto de retorno futuro do ágio por expectativa futura.



#### 4.4 SUMÁRIO EXECUTIVO

Figura 19 – Média (Desvio Padrão) dos dados de desempenho da NET S.A

<b>2 anos anteriores/posteriores à combinação de negócio</b>				
<b>Variáveis</b>	<b>2010-2011</b>	<b>2013-2014</b>	<b>% Média</b>	<b>% Desvio P</b>
Rentabilidade sobre o Ativo (ROA)	4,44% (0,72%)	3,42% (0,07%)	<b>-23,12%</b>	<b>-89,57%</b>
Rentabilidade sobre o PL (ROE)	8,48% (0,61%)	3,00%(0,11%)	<b>-64,60%</b>	<b>-81,92%</b>
Margem Líquida	13,26%(3,59%)	2,24%(0,90%)	<b>-83,14%</b>	<b>-75,00%</b>
Liquidez Corrente	88,80%(5,68%)	60,02%(24,48%)	<b>-32,41%</b>	<b>333,10%</b>
Lucro Líquido *	583(54)	270 (11)	<b>-53,66%</b>	<b>-79,34%</b>
Ativo Total *	13.212 (909)	18.918(205)	<b>43,18%</b>	<b>-77,45%</b>
Receita Líquida *	4.628 (1.658)	10.551(1.990)	<b>127,95%</b>	<b>20,01%</b>
EBITDA *	1.905(430)	3.721(1.279)	<b>95,33%</b>	<b>197,36%</b>

\* Valor em milhões de Reais atualizados para 31/03/2021

Figura 20 – Média (Desvio Padrão) dos dados de desempenho da COMGÁS S.A

<b>2 anos anteriores/posteriores à combinação de negócio</b>				
<b>Variáveis</b>	<b>2010-2011</b>	<b>2013-2014</b>	<b>% Média</b>	<b>% Desvio P</b>
Rentabilidade sobre o Ativo (ROA)	10,28% (6,78%)	8,47%(0,66%)	<b>-17,54%</b>	<b>-90,20%</b>
Rentabilidade sobre o PL (ROE)	30,54% (16,40%)	21,49%(2,56%)	<b>-29,65%</b>	<b>-84,37%</b>
Margem Líquida	9,96%(5,94%)	9,67%(2,60%)	<b>-2,89%</b>	<b>-97,72%</b>
Liquidez Corrente	63,59%(6,71%)	115,18%(11,93%)	<b>81,14%</b>	<b>77,86%</b>
Lucro Líquido *	711 (449)	887(46)	<b>24,72%</b>	<b>-89,68%</b>
Ativo Total *	7.007(247)	10.485(274)	<b>49,64%</b>	<b>11,13%</b>
Receita Líquida *	7.055(305)	9.176(351)	<b>30,05%</b>	<b>15,09%</b>
EBITDA *	1.647(638)	2.047(57)	<b>24,23%</b>	<b>-90,93%</b>
<b>5 anos anteriores/posteriores à combinação de negócio</b>				
<b>Variáveis</b>	<b>2007-2011</b>	<b>2013-2017</b>	<b>% Média</b>	<b>% Desvio P</b>
Rentabilidade sobre o Ativo (ROA)	11,42%(3,91%)	8,52%(1,19%)	<b>-25,4%</b>	<b>-69,59%</b>
Rentabilidade sobre o PL (ROE)	35,24%(11,06%)	26,29%(6,58%)	<b>-25,4%</b>	<b>-40,51%</b>
Margem Líquida	11,21%(3,57%)	11,48%(2,60%)	<b>2,42%</b>	<b>-27,03%</b>
Liquidez Corrente	68,96%(6,83%)	124,79%(19,71%)	<b>80,96%</b>	<b>188,76%</b>
Lucro Líquido *	808(267)	893(120)	<b>10,48%</b>	<b>-55,18%</b>
Ativo Total *	7.120(505)	10.494(461)	<b>47,39%</b>	<b>-8,71%</b>
Receita Líquida *	7.182(450)	7.959(1.342)	<b>10,81%</b>	<b>197,76%</b>
EBITDA *	1.761(376)	2.022(213)	<b>14,84%</b>	<b>-43,14%</b>

\* Valor em milhões de Reais atualizados para 31/03/2021

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo analisar a efetividade do retorno futuro que compõe o pressuposto do Ágio por expectativa futura a partir das empresas que fizeram operações de combinação de negócios. Para isso, foi realizado o estudo do desempenho financeiro das empresas adquiridas em duas operações de combinação de negócios.

As operações analisadas foram a aquisição da Net pela Embrapar e da Comgas pela Cosan que teve como análise final do desempenho financeiro das adquiridas a verificação em ambos os casos houve o aumento em seus Ativos, Receita Líquida e no EBITDA. Contudo, não foi refletido no Lucro Líquido das companhias de forma proporcional, causando reduções nas médias dos valores posteriores a combinação de negócios nos indicadores de Rentabilidade sobre o Ativo (ROA) e Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Entretanto, analisa-se que os investimentos em ativos e no patrimônio da empresa tendem a gerar retornos a longo prazo sendo o indicador que deve ser analisado em períodos maiores para melhor análise.

Na análise específica de cada combinação, constatou-se que na operação da Net a empresa obteve no período de 2 anos após a combinação de negócios um desempenho financeiro que não corresponde com o pressuposto do ágio por expectativa futura, em que o retorno pretendido não foi alcançado no curto prazo, tendo em vista a redução também no lucro líquido da empresa e no indicador de liquidez. Diferentemente da operação da adquirida Comgas que na análise de 2 anos apresentou resultados positivos de rentabilidade e liquidez e no médio prazo de 5 anos obteve apenas os indicadores ROA e ROE negativos que tendem a ser refletidos positivamente a longo prazo como informado anteriormente.

Portanto, a análise dos casos mostra que há casos em que o ágio pago com o objetivo de gerar retornos futuros é evidenciado na análise financeira da empresa adquirente, mas não compõe um cenário determinante, podendo a empresa adquirida não apresentar retornos futuros como o indicado ao ser pago o valor a mais no valor de mercado da empresa que determina o ágio por expectativa futura. As limitações do estudo está no período e na quantidade de operações analisadas, os quais não permitem fazer inferências, servindo como recomendações para estudos futuros.

## REFERENCIAS

ALMEIDA, Marcelo Cavalcanti. **Contabilidade Avançada Em IFRS E CPC**. 2 ed..São Paulo: Atlas, 2020.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Fusões E Aquisições**. Disponível em: < [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/)> Acesso Em: 31 De Março De 2021.

BARBOSA, Luiz R.O. **O reflexo tributário do sobrepreço (ágio) pago na aquisição de novas ações, por controladora do investimento: interseções e dicotomias entre a legislação societária e a legislação tributária**. Revista FGV Direito SP. São Paulo, jul.2020.

BOITO, Adriana L.M.; PLASTINA, Eduardo Gomes. **O Aproveitamento Fiscal Do Ágio Na Incorporação: Alterações Veiculadas Na Lei Nº 12.973 De 2014**. 2015.29 f. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) , Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio grande do Sul, 2015.

BOMFIM, Emanuel Truta do. **Performance de empresas brasileiras: avaliação do efeito provocado por operações de fusões e aquisições**. 2014. 97 f., il. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)—Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2014.

BRASIL. LEI 6.404/76 de 26 de dezembro de 1976. Dispões sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da Republica Federativa do Brasil**. Brasília, DF. V. 7. 26 de dezembro de 1976. Seção 1, p 105.

CARLOS, Antonio Carlos G. **Métodos E Técnicas De Pesquisa Social**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2019.

COMGÁS S.A. **Demonstrações Financeiras Padronizadas referente ao exercicio findo em 31 de zembro de 2012**.Disponível em: < <https://ri.comgas.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>. Acesso em: 20 De Abril De 2021

COMGÁS S.A **Nosso Negócio**. Disponível: < <https://ri.comgas.com.br/a-companhia/nosso-negocio/>>. Acesso em: 20 De Abril De 2021

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1)** : Combinação de Negócios Brasília: CPC, 2011. 69 p. Disponível em: < <Http://Www.Cpc.Org.Br/Cpc/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=46>>. Acesso em: 20 De Abril De 2021

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1)** : Ativo Intangível: CPC, 2011. 38p. Disponível em: < <Http://Www.Cpc.Org.Br/Cpc/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=35>>. Acesso em: 20 De Abril De 2021

COSAN S.A. **Fato Relevante 28 de maio de 2012**. São Paulo. Disponível em: < <https://www.cosan.com.br/publicacoes-cvm-e-sec/avisos-comunicados-e-fatos-relevantes/> >  
Acesso em: 20 De Abril De 2021

GELBCKE, Ernesto R et al.. **Manual de Contabilidade Societária**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2018.

GOMES, Thomas Ghion. **Combinações de negócios criam valor? um estudo sobre sinergias**. 2019. 61 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2019.

GRECO,MarcoAurelio.**Ágio Por Expectativa De Rentabilidade Futura: Algumas Observações**. Revista Fórum de Direito Tributário, Belo Horizonte, v. 7, n. 41 , p 1-12, set-out 2009.

GREGORIUOU, Greg N. RENNEBOOG, Luc. **International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990**. Estados Unidos: Elsevier, 2007,p 1-20.

LAMENZA, Catheen A. **A dedutibilidade fiscal do ágio por expectativa de rentabilidade futura**. 2014. 122 p. Monografia (Pós graduação em Direito) – Programa de LLM em Direito Tributário, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2011.

LUZ, Janayna R et al. **Performance das instituições financeiras: um estudo de desempenho após processos de combinação de negócios que geraram goodwill**. In: Congresso USP Iniciação Científica em Contabilidade, 13, 2016 , São Paulo, Anais, São Paulo: USP, 2016, p 1-18.

LUZ, Victor Lyra G. **Ágio nas fusões e aquisições: aspectos tributários e questões controversas**. 201. 121 p. Monografia (Pós graduação em Direito) – Programa de LLM em Direito Tributário, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2018.

MARION, Jose C; RIOS, Ricardo P. **Contabilidade Avançada**. 2 ed.. São Paulo: Atlas, 2020.

MIRANDA, José C.M ; MARTINS, Luciano. **Fusões e aquisições de empresas no Brasil**. Revista Economia e Sociedade, São Paulo, v. 9 , p 1-22, jan 2016.

NAKAYAMA, Wilson K; SALOTTI, Bruno M. **Fatores determinantes do nível de divulgação de informações sobre combinações de negócios com a entrada em vigor do pronunciamento técnico CPC 15**. Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, v.25, n. 66, set-dec 2014.

NET S.A. **Demonstrações Financeiras Padronizadas referente ao exercício findo em 31 dezembro de 2012**. .Disponível em:  
<http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=369789>.  
Acesso em: 20 De Abril De 2021

PWC. **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL – DEZEMBRO/2017**. São Paulo. 2017.  
Disponível em:< <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2017/pwc-fusoes-aquisicoes-dezembro-2017.html>> Acesso em: 22/05/2021

PWC. **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL – DEZEMBRO/2018**. São Paulo. 2018.  
Disponível em:< <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2018/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro-2018.html> >  
Acesso em: 22/05/2021

PWC. **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL – DEZEMBRO/2019**. São Paulo. 2019.  
Disponível em:< <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2019/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro.html> > Acesso em:  
22/05/2021

PWC. **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL – DEZEMBRO/2020**. São Paulo. 2020.  
Disponível em:< <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro-20.html> > Acesso  
em: 22/05/2021

RICHARDSON, Roberto J. **Pesquisa Social - Métodos e Técnicas**. 4 ed.. São Paulo: Atlas, 2017.

TANCINI, Gustavo R. **Combinações de negócios no brasil: o que direcionou a alocação do goodwill nas empresas integrantes do iBr-A**. 2017. p 172. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017

TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L. **Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira**. Rev. Adm. Empres. São Paulo. v.45, n.2, jul 2005.

TRICHES, D. **Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil**. Revista de administração. São Paulo v. 31, n. 1, 1996.

WOOD JR, Thomaz; CALDAS, Miguel P. **Empresas brasileiras e o desafio da competitividade**. Rev. Adm. Empres. São Paulo. v.47, n.3, set 2007.

## APENDICE

**Quadro 4 – Operações analisadas para o trabalho**

<b>Ano</b>	<b>Compradora</b>	<b>Vendedora</b>	<b>Empresa-alvo</b>
2010	Cosan	Shell	Shell
2010	Votorantim cimentos	Lafarge	Cimpor
2010	Norsk hydro (norueguesa)	Vale	Vale
2010	Vale s.a	Bunge part e invest.	Fertilizantes fosfatados s.a
2010	Braskem s.a	Quattor participações s.a, poliputenos e unipar comercial	Unipar
2010	Braskem s.a	Petrobras	Quattor participações s.a, poliputenos e unipar comercial
2010	Açucar guarani e tereos eu	Tereos internacional	Tereos internacional
2010	Bp dos ativos brasileiros	Devon energy corporation	Devon energy corporation
2010	Pdg realty s.a	Agre	Agre empreendimentos imobiliários s.a
2010	Gerdau s.a	Gerdau ameristeel	Acionistas minoritários
2010	Camargo corrêa	Teixeira duarte	Cimpor
2010	Sumitomo corporation	Mineração usiminas	Mineração usiminas
2010	State grid of china (chinesa)	Plena transmissora	Plena transmissora
2010	Telefonica	Portugal telecom	Brasicele (vivo)
2010	Tam e lan	Tam e lan	Latam
2010	Portugal telecom	Grupo oi	Grupo oi
2010	Embratel	Net	Net
2010	Qatar holding	Santander brasil	Santander brasil
2011	Telemar participações	Telemar participações	Telemar participações
2011	Telesp	Vivo	Vivo
2011	Galp energia (portugal)	Sinopec	Sinopec
2011	Usiminas s.a	Ternium	Ternium
2011	Ensco (inglesa)	Pride internacional	Pride internacional
2011	Iberdrola (espanhola)	Elektro	Elektro

2011	Kirin	Aleadri	One properties s.a
2011	Btg factual s.a	Wtorre	Wtorre
2011	Consortio japoneses e coreanos	Cia brasileira de metalurgia e mineração	Cia brasileira de metalurgia e mineração
2011	Cidade de deus	Banco bradesco	Banco bradesco
2011	Grupo ebx	Ventana (canadense)	Ventana (canadense)
2011	Cpfl e ersa	Cpfl energias renováveis	Banco berj s.a
2011	Bradesco s.a	Berj	Berj
2011	Zurick	Seguros do santander	Seguros do santander
2011	Prosperitas	Bracor	Bracor
2011	Bp biofuels	Cia nacional de açúcar e alccol	Cia nacional de açúcar e alccol
2011	Contax	Detex	Detex
2011	CBSS	Ibi e fidelity	Aleadri
2011	Kirin	Shincariol	Vale fertilizantes
2011	Sinopec	Petrogal brasil	Petrogal brasil
2011	Ternium	Usiminas	Usiminas
2012	Itau unibanco	Redecard	Redecard
2012	Lan	Acionistas minoritários	Tam
2012	United health (empresa portuguesa)	Amil	Amil
2012	Camargo correia	Acionistas minoritários	Cimpor
2012	Cosan s.a	Comgas	Comgas
2012	Albertis/brookfield	Participes	Participes
2012	Global logistic properties	Hemisferio sul investimentos	Hemisferio sul investimentos
2012	Mubadala	Grupo ebx	Grupo ebx
2012	Experian	Serasa	Serasa
2012	Bolognesi energia s.a	Multiner	Multiner
2012	Ambev s.a	Ceverceria nacional dominicana	Ceverceria nacional dominicana
2012	Atlantia	Grupos bertin	Grupos bertin
2012	Fb participações	Jbs	Jbs
2012	Acionsitas minoritários	Tenaris	Confab
2012	Multiner	Bolognesi	Bolognesi

2012	Equatorial energia	Grupo rede	Grupo rede
2013	Oi	Portugal telecom	Portugal telecom
2013	China	Petrobras	Petrobras energia peru
2013	Jbs	Marfrig	Seara alimentos
2013	Kroton (cogna)	Ananguera	Ananguera educacional
2013	Energisa	Controladores	Grupo rede
2013	Mudadala	Mmx mineração	Porto sudoeste
2013	Coca-cola	Controladores	Spaipa
2013	Cromossomo	Free float	Dasa
2013	Shell	Petrobras	Bc
2013	Btg pactual	Petrobras	Petrobras oil
2013	Mitsui	ESBR Participações	ESBR Participações
2013	AMIL	Acionistas Minoritários	Acionistas Minoritários
2013	Itau unibanco holding	Banco citicard e citifinancial	banco citicard e citifinancial
2013	E. On (empresa alemã)	Mpx energia	Mpx energia
2013	Petronas	Bm-c- 39	As plataformas bm-c-39 e 40 foram vendidas para a petronas por r\$ 1,7 bi
2013	Blackstone e patria	Alphaville	Alphaville
2013	Santander asset	Warburg	warburg pincus e general altantic
2013	Blackstone e patria	Alphaville	Alphaville
2014	Rumo logistica	All	All
2014	J&f investimntos	Fip zmf	Fb participações
2014	Corp group	Itau unibanco	Banco itau chile
2014	Cofco	Noble group	Noble
2014	Lpp empreend.	Br properties	Br properties
2014	Tiger global	Lasa	B2w
2014	American tower	Contrladores	Br towers
2014	Fip arrow	Cpfl	Cpfl
2014	Michelin group	Controladores	Sascar
2014	Enersis	Free float	Coelce
2014	Altice	Oi s.a	Telecom
2014	Telefonica	Vivendi	Gvt
2014	Santander	Free float	Santander - opa



2014	Credores	Ogpar	Ogx
2014	Cielo	Banco do brasil	Bb elo cartoos
2014	Casino	Gpa / via varejo /minoritarios	Nova pontocom
2014	Corp group	Itau unibanco	Banco itau
2014	Btg pactual	Assicuraxioni	Bsi s.a (banco suíço)
2015	Banco bradesco	Hsbc bank	Hsbc bank brasil
2015	British american	Free float	Souza cruz
2015	Jbs	Marfrig	Moy park
2015	Banco btg	Ebx s.a	Eneva
2015	Jbs	Carhil	Ativos da cargil
2015	Grupo gavio (italiano)	Cr almeida	Ecorodovias
2015	Fip plus	Vale s.a	Minerações
2015	Coty inc	Hypermarcar	Hypermarcar
2015	Principal dsb serviços de óleo e gás ii s.a	Rio alva participações s.a	Brasbunker participações s.a
2015	J&f investimentos	Camargo correa	Alpargatas
2015	Jbs	Cargill	Cargill
2015	Altice	Oi s.a	Portugal telecom
2015	Santander	Free float	Santander – opa
2015	Credores	Ogpar	All
2015	Rumo logistica	All - america latina	Fb participacoes s.a
2015	J&f investimentos	Fip zmf	Bb elo cartoos
2015	Cielo	Banco do brasil	Nova pontocom
2015	Casino	Gpa	Banco itau chile
2015	Corp group	Itau	Bsi s.a
2015	Btg pactual	Assicurazioni	Assicurazioni
2015	Unicredit	Warbug pincus	Santander asset managemente
2015	Razuya empreendimentos e part	Free float	Bhg s.a
2015	Abril educação	Saraiva s.a	Saraiva educação
2015	Thunnus participações	Abrillpat	Abril educação s.a
2015	Eff	J. Malucelli	4 linhas de transmissão
2015	Bank of communications	Bbm holding	Banco bbm s.a

2015	Technip	Tomé engenharia	Consortio epc
2015	Neoenergia	Iberdrola	Cosern e coelba
2015	Vinci energies	Inbrael	Orteng equipamentos
2016	Hsbc bank	Hsbc bank brasil	Banco bradesco
2016	Camargo correa	Alpargatas	J&f investimentos
2016	Bm&f bovespa s.a	Cetip s.a	Bm&fbovespa x cetip (fusão)
2016	Efg international (suiça)	Btg pactual	Bsi s.a.
2016	China molybdenum co.	Anglo american	Operações de niobio e fosfato da anglo america
2016	Fleeter technologies (americana)	Ivan toledo	Serviço e tecnologia de pagamentos (stp
2016	Pampa energia (argentina)	Petroleio brasileiro s.a	Petrobras argentina (pesa)
2016	Cpfl energia s.a	Aes sul distribuidora	Aes sul distribuidora gaúcha de energia s.a
2016	Via varejo	Cnova n.v	Cnova comércio eletrônico s.a. (cnova brasil)
2016	Ultrapar participações s.a	Acionistas vendedores	Alesat combustiveis s.a
2016	Gp investments acquisition	World kitchen	Wki holding company, inc
2016	Eneva s.a	Ogx e cambuhy	Parnaíba gás natural s.a
2016	Brookfield	Petrobras	Nova transportadora do sudoeste
2016	State grid	Camargo correa	Cpfl energia
2016	The mosaic company	Vale	Vale fertilizantes
2016	Statoil	Petrobras	Bm-s 8 carcará
2016	Total s.a	Petrobras	Ativos multiplos petrobras
2016	Kroton	Estacio	Kroton x estacio
2016	Kroton	Acionistas vendedores	Lamsac e pex peru
2016	Brookfield	Odebrecht	Odebrecht ambiental