

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE OPERAÇÕES DE COMBINAÇÃO DE
NEGÓCIOS NA VIGÊNCIA DO PRONUNCIAMENTO TÉCNICO CPC 15**

Wilson Kazumi Nakayama

Orientador: Prof. Dr. Bruno Meirelles Salotti

Versão corrigida
A versão original encontra-se na FEA-USP

SÃO PAULO

2012

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornacchione Júnior
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luís Eduardo Afonso
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade

WILSON KAZUMI NAKAYAMA

**DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE OPERAÇÕES DE COMBINAÇÃO DE
NEGÓCIOS NA VIGÊNCIA DO PRONUNCIAMENTO TÉCNICO CPC 15**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do Título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Bruno Meirelles Salotti

Versão corrigida
A versão original encontra-se na FEA-USP

SÃO PAULO

2012

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Nakayama, Wilson Kazumi

Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do pronunciamento técnico CPC 15 / Wilson Kazumi Nakayama. – São Paulo, 2012.

138 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2012.

Orientador: Bruno Meirelles Salotti.

1. Contabilidade societária 2. Demonstração financeira 3. Informações contábeis. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 657.92

**Dedico este trabalho aos meus pais, Luiza Nakayama
e Takashi Nakayama (*In Memoriam*) por terem me conduzido
pelos caminhos do Senhor,
à minha esposa Ana Cláudia pelo amor, compreensão e paciência
e aos meus queridos filhos Giulia e Caio.**

Agradecimentos

Agradeço antes de tudo a Deus, que ouve sempre as minhas orações e está presente em todos os meus momentos. A Ele, Graças e Louvor.

Aos meus pais, que me ensinaram a ser persistente e a estudar, sempre.

À minha esposa e companheira Ana Cláudia, pelo amor e paciência, sendo também responsável pelas conquistas alcançadas. À Giulia e Caio, meus queridos filhos, pela compreensão nas ausências.

À minha querida irmã Solange e Mozesk, pelo carinho, pela ajuda nas dificuldades e pelas suas orações.

Ao meu orientador, Professor Doutor Bruno Meirelles Salotti, pela sua orientação, suas críticas e sugestões sempre pertinentes.

Aos Professores Doutores Tânia Regina Sordi Relvas e Wilson Toshio Nakamura, da banca de qualificação pelas valiosas críticas e sugestões que ajudaram a melhorar muito o trabalho.

Aos Professores do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA-USP, pelos ensinamentos e conhecimentos transmitidos com dedicação e generosidade.

Aos meus colegas de Mestrado e Doutorado, pela convivência e compartilhamento de conhecimentos. Muitos foram os amigos, e para representá-los cito o Anderson, o Alexandre, a Cristiane e o Rafa.

Aos colegas da Receita Federal, pelas conversas e pela troca de conhecimentos. E especialmente à Ana Paula, Amilcar e Walmir, por terem concordado com a minha a licença de afastamento , que possibilitou a conclusão deste trabalho.

**“Só há duas maneiras de viver a vida:
A primeira é vivê-la como se os milagres não existissem,
A segunda é vivê-la como se TUDO fosse um milagre.”**

(Albert Einstein)

RESUMO

O objetivo deste trabalho foi investigar a divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios, ocorridas no Brasil no ano de 2010 e verificar quais fatores influenciaram o nível de *disclosure*. A partir do ano de 2010 entrou em vigor o Pronunciamento Técnico CPC 15 – Combinação de Negócios, relacionado com a norma internacional IFRS 3 – *Business Combination*, a qual estabelece as informações que devem ser divulgadas numa combinação de negócios. Apesar do CPC 15 determinar quais informações devem ser divulgadas, observaram-se diferenças no nível de informação divulgada entre as empresas. Para se analisar o nível de divulgação de informações sobre operação de combinação de negócios, construiu-se um índice de *disclosure* de combinação de negócios (INDCOMB), baseado nas informações a serem divulgadas pelas empresas, de acordo com o CPC-15. A partir desse índice, são analisados, por meio de regressão multivariada, quais fatores influenciavam o nível de *disclosure*. Tendo como variável dependente o índice INDCOMB, avalia-se se os seguintes fatores influenciavam no nível de *disclosure*: o porte da empresa adquirente, o percentual reconhecido do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) reconhecido em relação ao valor da transação, a dispersão do capital da empresa adquirente, o porte da empresa de auditoria e a participação da adquirente em programas de ADRs, *American Depositary Receipts*. São utilizados como variáveis de controle a listagem da adquirente nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, o setor de atuação, a origem (estatal, privada de capital nacional ou privada de capital estrangeiro) e o porte relativo da empresa adquirida em relação à empresa adquirente. Analisam-se operações de combinação de negócios de 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. Os demais fatores não apresentam resultados conclusivos, conforme o estudo realizado.

ABSTRACT

The aim of this work has been to analyze the disclosure of information on business combination carried out in Brazil in the year 2010 and to assess the factors that influence the level of disclosure. From the year 2010 onwards the provisions of the CPC-15 - Business Combinations statement started its effects. CPC 15 is related to the IASB international standard IFRS 3 – Business Combination, that provides the information must be disclosed in a business combination operation. Although CPC-15 determines the compulsory information that should be disclosed, it was observed that there are differences in the level of information disclosed between companies. To analyze the level of disclosure of information about the operations an index of disclosure of a business combination (INDCOMB) has been built, based on information that companies should disclose according to the CPC-15. Then the factors which influenced the level of disclosure was analyzed using multivariate regression. The dependent variable is the index INDCOMB and the following factors has been analyzed to assess the influenced on the disclosure level: the acquirer size, the percentage of goodwill recognized relative to the value of the transaction, the acquirer free float, the auditing firm size and the acquirer participation on ADRs (American Depositary Receipts). As control variables the listing status of acquirer on the special segments of BM&FBOVESPA, its sector of activity, the source (state, private domestic capital or private foreign capital), the acquired relative size regarding the acquiring company was used. Business combination of 40 public companies involved in 76 operations has been analyzed. The results suggest that auditing firm size and the relative size of the acquired company are factors that influence the level of disclosure of information on a business combination. The other factors did not show conclusive results, according this work.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	1
LISTA DE TABELAS E FIGURAS	2
1 INTRODUÇÃO	3
1.1 Apresentação	3
1.2 Contextualização do Problema	4
1.3 Objetivos da Pesquisa	8
1.4 Relevância da pesquisa	10
1.5 Limitação da pesquisa.....	11
1.6 Organização do trabalho	11
2 A TEORIA DA FIRMA.....	13
2.1 A Teoria Contratual da Firma.....	14
2.2 Teoria da agência.....	15
2.3 Assimetria Informacional.....	16
2.4 Regulação do <i>disclosure</i>	17
3 FUSÕES e AQUISIÇÕES	20
3.1 Motivações para a ocorrência de fusões e aquisições	21
3.1.1 Motivações Gerais	22
3.1.2 Motivações para fusões e aquisições horizontais e verticais	23
3.1.3 Motivações para fusões conglomeradas e co-seguro.....	23
3.1.4 Motivações gerenciais.....	23
4 O GOODWILL E O ÁGIO.....	27
4.1 O <i>Goodwill</i>	27
4.2 Controvérsias em relação ao tratamento do <i>goodwill</i>	31
4.3 O <i>goodwill</i> e a assimetria informacional.....	36
4.4 O ágio da legislação tributária	37
4.5 A dedutibilidade fiscal do ágio	40
5 METODOLOGIA.....	42
5.1 Aspectos metodológicos.....	42
5.2 Fontes de informação	42
5.3 Formulação das hipóteses de pesquisa.....	44
5.3.1 <i>Disclosure</i> e porte da empresa.....	45
5.3.2 <i>Disclosure</i> e <i>goodwill</i>	47
5.3.3 <i>Disclosure</i> e dispersão do capital	48
5.3.4 <i>Disclosure</i> e porte da empresa de auditoria	50
5.3.5 <i>Disclosure</i> e participação em programas de ADR	52
5.4 <i>Disclosure</i> de informações financeiras	55
5.4.1 Índice de <i>Disclosure</i>	56
5.5 Índice de <i>Disclosure</i> de Combinação de Negócios (INDCOMB).....	58
5.6 Pesquisa empírica	60
5.6.1 Definição operacional das variáveis	61
5.6.2 Variáveis de controle	63
5.6.2.1 Porte relativo (Porte_relativo)	63
5.6.2.2 Status de listagem (Status)	64
5.6.2.3 Setor de atuação (Setor)	65
5.6.2.4 Origem da empresa adquirente (Origem).....	65
6 RESULTADOS	66
6.1 Informações sobre as empresas adquirentes.....	66
6.1.1 Estado de origem das empresas adquirentes	66

6.1.2	Setor de atividade das empresas adquirentes	66
6.1.3	Tipo de operação	67
6.1.4	Origem das empresas adquiridas	68
6.1.5	Percentual de <i>goodwill</i> reconhecido	69
6.2	Estatística descritiva.....	72
6.2.1	Score de Informações Gerais.....	73
6.2.2	Score de Informações sobre alocação do valor de transação para os ativos	74
6.2.3	Score de Informações sobre acordos de contraprestação contingente.....	75
6.2.4	Score de Informações sobre reconhecimento de passivos contingentes.....	76
6.2.5	Score de Informações sobre <i>goodwill</i>	77
6.2.6	Score de Informações sobre transação separada da combinação	78
6.2.7	Score de Informações sobre combinação de negócios alcançada em estágios.....	78
6.2.8	Score de Informações financeiras da adquirida.....	79
6.2.9	Score de Informações operações de combinação ocorridas depois do período de reporte.....	80
6.2.10	Score de Informações de alterações nos valores reconhecidos	81
6.3	Análise das regressões	84
7	CONCLUSÕES	90
	REFERÊNCIAS	94
	Apêndice 1 – Lista dos itens de divulgação obrigatória pelo CPC 15.....	102
	Apêndice 2 – Categoria e subcategorias de combinação de negócios	107
	Apêndice 3 – Índice de <i>disclosure</i> por empresa	111
	Apêndice 4 – Informações sobre operações de combinação.....	113
	Apêndice 5 – Relação de operações de fusão e aquisição da ANBID.....	121
	Apêndice 6 – Relação de operações de fusão e aquisição da Bloomberg	129

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR: American Depositary Receipts
AICPA: American Institute of Certified Public Accountants
BACEN: Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA: Bolsa de valores e de mercados futuros de São Paulo
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
FASB: Financial Accounting Standards Board
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
F&A : Fusão e Aquisição
IFRS: International Financial Reporting Standards
IFRS-3: International Financial Reporting Standard, n. 3
IN: Instrução Normativa
LSA: Lei das Sociedades por Ações, nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976
M&A : Mergers and Acquisitions
SFAS 141: Statement of Financial Accounting Standards n. 141

LISTA DE TABELAS E FIGURAS

- Tabela 1 – Estado de origem da empresa adquirente
Tabela 2 – Setor de atividade da empresa adquirente
Tabela 3 – Tipo de transação
Tabela 4 – Percentual do *goodwill* reconhecido em relação à contraprestação transferida
Tabela 5 – Índices de *disclosure*
Figura 1 – matriz de correlações
Figura 2 – Resultado da regressão com porte = ln (ativo total)
Figura 3 – Resultado da regressão com porte = ln (receitas)
Figura 4 – Resultado da regressão com procedimento *stepwise*
Figura 5 – Estatística *VIF e Tolerance*
Figura 6 – Resultado da regressão robusta
Figura 7 – Resultado de regressão com a variável dependente *score goodwill*
Figura 8 – Resultado da regressão robusta com a variável dependente *score goodwill*

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

Este estudo analisa o *disclosure* de operações de combinação de negócios¹, comumente denominadas como operações de fusão e aquisição, em que a empresa adquirente é uma companhia aberta. O estudo analisa as informações sobre combinação de negócios inclusas nas demonstrações financeiras findas em 31/12/2010.

As operações de fusão e aquisição aqui analisadas fazem parte do que a literatura denomina de combinação de negócios. De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 15, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, combinação de negócios é uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação. Vale destacar que o CPC 15 não se aplica para combinação de entidade ou negócios entre empresas sob controle comum.

Operações de fusão, incorporação e cisão de empresas são formas jurídicas de reorganização societária. De acordo com a Lei nº 6.404 de 1976, fusão é a operação através da qual duas ou mais empresas se unem para formar uma nova, que as sucede em todos os direitos e obrigações. Incorporação é a operação pela qual uma ou mais empresas são absorvidas por outra que lhes sucede em todos os direitos e obrigações e cisão é a operação em que a empresa transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais empresas, extinguindo-se a empresa cindida, caso a cisão seja total.

Antes do CPC 15 entrar em vigor, a divulgação de informações sobre operações de incorporação, fusão e cisão de companhias abertas estava regulamentada na Instrução CVM nº 319 de 1999, que explicitava um mínimo de 17 itens a serem divulgados. Esta abrangia diversos aspectos da operação, tais como os motivos e justificativas de realização até o detalhamento de cálculo de relação de troca de ações entre as empresas envolvidas na operação.

Normas relativas à aquisição de controle de qualquer empresa mercantil por companhia aberta estão previstas na Lei nº 6.404 de 1976 (lei das sociedades por ações) que estatui as condições

¹ Neste estudo as expressões “combinação de negócios”, “fusão e aquisição” e “*Merger and Acquisition*” têm o mesmo sentido, quando não especificamente informados com outro sentido.

em que a operação deve ser submetida à apreciação da assembleia de acionistas. Contudo, a referida lei não estabelece quais informações sobre a operação são de divulgação obrigatória.

O CPC 15 é o pronunciamento contábil que dispõe sobre a contabilização e divulgação das operações de combinação de negócios, dentre as quais se incluem as operações de fusão e aquisição e deriva da norma IFRS 3 do IASB – *International Accounting Standards Board*. Tem como objetivo aprimorar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações que a entidade fornece em suas demonstrações contábeis acerca da combinação de negócios e de seus efeitos.

Em relação ao *disclosure* de informações, o CPC 15 institui um mínimo de 20 itens de divulgação obrigatória. Analisando as informações exigidas pelo CPC 15 e pela Instrução CVM 319, verifica-se uma maior exigência por parte do CPC 15. Ressalta-se ainda que o escopo do CPC 15 é mais abrangente, pois este se refere a todas as operações de combinação de negócios e a Instrução CVM 319 apenas às operações de incorporação, fusão e cisão.

Face ao exposto, essa pesquisa se concentra em analisar se, nas operações de combinação de negócios ocorridas em 2010, as empresas divulgaram as informações exigidas pelo CPC 15 e ainda verificar os fatores que influenciaram a decisão de divulgar um maior ou menor nível de *disclosure* dessas operações por parte das empresas.

É importante destacar que as operações de combinação de negócios são aqui analisadas sob o ponto de vista contábil, abstraindo-se o seu aspecto jurídico. Assim, discutem-se questões polêmicas como o reconhecimento e mensuração do *goodwill* sob a abordagem contábil.

1.2 Contextualização do Problema

As operações de combinação de negócio despertam grande interesse nos meios empresariais, pois, além das grandes cifras envolvidas, impactam nas decisões de clientes, fornecedores e empregados relacionados com essas empresas. Também suscitam expectativas no mercado acionário e interesse no meio acadêmico.

Combinação de negócios parece ser um fenômeno natural de reação das empresas para sobreviver num contexto de elevada concorrência, ainda mais num contexto de globalização da economia. Não é fato recente, pois já em 1890 era editada nos Estados Unidos a *Sherman Act*, que buscava regular as operações que colocavam em risco a concorrência entre empresas.

Mais recentemente, na década de 80, no governo do presidente Reagan, as leis antitrustes foram duramente questionadas, a ponto de serem consideradas o motivo da deterioração da capacidade competitiva das empresas americanas. A partir de então, operou-se nos Estados Unidos, de forma avassaladora, um movimento de desregulamentação dos mercados o qual incluía a flexibilização das leis antitruste, possibilitando a ocorrência de enorme quantidade de operações de combinação de negócios. A década de 80 ficou conhecida como “*merger mania*” nos Estados Unidos, tamanha a quantidade de operações de combinação de negócios observadas (COSTA JUNIOR, 2008, p.5).

No Brasil, guardadas as devidas proporções, as operações de combinação de negócios também não são um fenômeno recente. Já no início da década de 70 do século passado, havia a preocupação quanto a aspectos jurídicos, econômicos e societários de fusões e incorporações. Em 1971, a então Federação Brasileira das Associações de Bancos, juntamente com o IDORT - Instituto de Organização Racional do Trabalho, realizou Simpósio com presença de expoentes do empresariado, do governo e do meio acadêmico, como Olavo Egydio Setúbal, os Professores Antonio Angarita Silva, Antonio Carlos Rocca, Fábio Konder Comparato e Mário Henrique Simonsen, para discutir os incentivos fiscais que o governo federal dispensaria às empresas a fim de incentivar a abertura de capital e a incorporação de empresas e com isso aumentar a sua eficiência produtiva (FEDERAÇÃO BRASILEIRA DAS ASSOCIAÇÕES DE BANCOS, 1972).

Mais recentemente, uma grande quantidade de operações de combinação de negócios ocorreu no Brasil, notadamente no período de desestatização dos anos 90, quando empresas sob controle do Estado foram alienadas no contexto do PND – Programa Nacional de Desestatização. No período de 1990 a 2002, as operações de alienação de controle renderam US\$ 105,298 bilhões ao governo federal, dos quais US\$ 78,614 bilhões somente no governo de Fernando Henrique Cardoso.

No período seguinte à privatização de empresas públicas, o controle da inflação, a abertura econômica, o crescimento do mercado interno e a liquidez financeira internacional estabeleceram condições propícias para o incremento de fusões e aquisições de empresas. Esse cenário foi apontado por vários especialistas, em uma matéria de capa da edição de Agosto de 2007 da *IBEF News* editada pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças, como o motivador para o aquecimento das operações de fusões e aquisições ocorridas no período de 2003 a 2007.

Em relação a pesquisas na área de combinação de negócios, estas apresentam caráter multidisciplinar. Manne (1965), professor da escola de direito da George Washington University, apresentou um trabalho seminal, impulsionando trabalhos empíricos subsequentes. À época, o acadêmico conclamava pesquisadores a conduzirem estudos empíricos, com suporte em modelos estatísticos apropriados que possibilitassem obter evidências das motivações para a ocorrência dessas operações, objetivando o poder monopolístico ou a busca de melhor eficiência econômica, através da substituição de gestores de firmas mal administradas.

É importante ressaltar uma observação quanto à diferença entre os mercados acionários dos Estados Unidos e do Brasil. Nos Estados Unidos, onde há um mercado acionário desenvolvido, prevalecem empresas de capital disperso, em que não há a figura de um controlador. Nessa situação, as operações de combinação de negócios poderiam ter como motivação a busca pela maior eficiência na gestão. Por outro lado, no Brasil, há um esforço significativo para o desenvolvimento do mercado acionário, com a criação dos níveis diferenciados da BM&FBOVESPA, procurando dar maior proteção a acionistas minoritários, porém são poucas as empresas em que não se verifica a existência de um controlador claramente definido. Além disso, mesmo com a dispersão de capital, acordo de acionistas garantem o controle dessas empresas por um controlador ou grupo de controle, de acordo com estudo conduzido por Gorga (2008).

Além disso, destaca-se outro aspecto diferenciador entre os mercados acionários americano e brasileiro, influenciando a ocorrência de operações de combinação de negócios. Nos Estados Unidos, pela dispersão acionária, pode ocorrer o *takeover*, ou seja, a aquisição de controle, em que uma empresa faz uma oferta pública para adquirir o controle de outra através do mercado, operação incomum no mercado acionário brasileiro. No Brasil, por ser mais comum a existência de controlador ou grupo de controle, o tipo de operação que mais ocorre é a alienação de controle, na qual o controlador ou grupo de controle aliena a sua participação e o controle é transferido para o adquirente.

Essas duas formas de uma empresa adquirir o controle de outra têm tratamento legal distinto pela Lei n° 6.404 (Lei das S.A.)², porém o tratamento contábil é o mesmo.

² Para fins puramente jurídicos, a alienação de controle é regulada pelo artigo 254-A e a aquisição de controle pelo artigo 257 da Lei 6.404 de 1976 (Lei das S.A.).

É fundamental comentar um outro aspecto peculiar em algumas operações de combinação de negócios ocorridas no Brasil. Com a finalidade única de economia de tributos, verificaram-se operações entre empresas sob controle comum, qualificadas de incorporações reversas (COSTA Junior, 2008, p.9-10). Para fins contábeis, essas operações não se enquadram em combinação de negócios, tendo em vista a não ocorrência de transferência de controle.

De acordo com Iudicibus *et al* (2010, p. 1-2), a legislação fiscal no Brasil exerceu forte influência sobre a prática contábil, o que, se por um lado trouxe contribuições importantes à Contabilidade, por outro, limitou a evolução dos Princípios Fundamentais de Contabilidade ou dificultou a adoção prática de princípios contábeis adequados, uma vez que era feita pela maioria das empresas com base nos preceitos e formas da legislação fiscal.

No caso da avaliação de investimentos, o Decreto-Lei nº 1.598 de 26 de Dezembro de 1977, que teve como objetivo adaptar as disposições da legislação tributária à Lei das S.A, introduziu o conceito de ágio. O ágio e deságio originam-se na avaliação de investimentos, cujo conceito é previsto, mas não disciplinado, na Lei das S.A.³.

Com a Lei 11.941 de 27 de maio de 2009, conversão da medida provisória MP 449 de 2008, foi adicionado o artigo 184-A à Lei das S.A, com comando explícito para que a CVM emitisse normas de avaliação e contabilização das operações de combinação de negócios:

Artigo 184-A. A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá, com base na competência conferida pelo § 3o do art. 177 desta Lei, normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis à aquisição de controle, participações societárias ou negócios.

Em 1996 a CVM editou a Instrução CVM nº 247, sobre a avaliação de investimentos em sociedades controladas e coligadas e procedimentos para elaboração e divulgação de demonstrações contábeis consolidadas. E em 1999 a CVM editou a Instrução CVM nº 319, que dispõe sobre operações de incorporação, fusão e cisão de companhia aberta, regula a maneira pela qual as empresas devem divulgar informações relativas a essas operações, como deve ser feito o tratamento contábil do ágio e deságio apurado na transação, e como deve ser a relação de substituição de ações dos acionistas não controladores.

³ O artigo 248 da Lei das S.A determina que os investimentos em controladas e coligadas devem ser avaliados pelo método de equivalência patrimonial. A avaliação do investimento pelo patrimônio líquido é disciplinada no artigo 20 do Decreto-Lei nº 1.598 de 1977.

Quanto à divulgação, a Instrução CVM 319 estatui que as condições de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta devem ser comunicadas até 15 dias antes da realização da assembleia geral que delibera sobre o protocolo e a justificativa. Estabeleceram-se também as informações mínimas relativas à operação a serem divulgadas.

Visando à centralização e à uniformização do processo e elaboração de normas contábeis no Brasil, engajaram-se entidades do meio acadêmico, empresarial e governamental e constituíram o CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis em 2005. As normas emanadas do CPC buscam a convergência das normas contábeis brasileiras aos padrões internacionais de contabilidade.

O CPC elaborou, nos anos de 2008 e 2009, um conjunto de pronunciamentos técnicos derivados dos IFRS – *International Financial Report Standards*, levando à convergência completa da contabilidade brasileira as normas internacionais de contabilidade emanadas do IASB. Contudo, por força de estrutura legal brasileira, os pronunciamentos do CPC só passam a ter validade a partir de sua aprovação pelos órgãos reguladores com competência para isso, como o CFC, a CVM, o BACEN e a SUSEP.

A partir da aprovação do CPC 15 pela CVM, as determinações do pronunciamento passaram a ser obrigatórias para as empresas de capital aberto, com vigência a partir do ano calendário de 2010. Assim, este estudo procura responder à seguinte questão de pesquisa: **a partir da vigência do Pronunciamento técnico CPC 15 - Combinação de Negócios, contendo regras compulsórias para divulgação de informações sobre combinação de negócios, quais fatores influenciam o nível de *disclosure* das operações?**

1.3 Objetivos da Pesquisa

É através das demonstrações contábeis que se busca prover os seus usuários com informações para suas avaliações e tomadas de decisões econômicas, como pode ser observado no parágrafo 9 do Pronunciamento Técnico CPC 26:

As demonstrações contábeis são uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade. O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisões econômicas. As demonstrações contábeis também objetivam apresentar os resultados

da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligentes dos recursos que lhe foram confiados.⁴

As demonstrações financeiras são preparadas com informações produzidas e processadas pelos administradores das entidades e por isso podem carregar uma certa dose de viés dependendo dos incentivos e penalidades a que estão sujeitos. Não se trata de um juízo de valor, mas os agentes agem orientados pelos seus interesses.

Os administradores, por estarem diretamente envolvidos na operação dos negócios, detêm claramente maior nível de informações em relação aos acionistas, e assim conhecem melhor a realidade da empresa. Essa diferença de informação entre administradores e acionistas é conhecida como assimetria informacional.

Para o mercado acionário é interessante a diminuição da assimetria informacional, por possibilitar seu maior desenvolvimento. Para a empresa é importante porque atenua as incertezas e pode atrair mais investidores.

A divulgação de informações, ou *disclosure*, pode ser voluntária, quando a empresa a seu critério divulga informações que julga conveniente levar ao conhecimento do mercado. A divulgação de informação é obrigatória, quando determinada por entidades com competência para tal, como órgãos reguladores do mercado.

No caso de companhias abertas, a CVM - Comissão de Valores Mobiliários tem a responsabilidade de supervisionar sua atuação no mercado de capitais, determinando quais informações as empresas devem divulgar.

A divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios no contexto do pronunciamento CPC 15 é uma exigência bastante recente, tendo em vista que sua obrigatoriedade deu-se a partir do exercício findo em 31/12/2010, motivo pelo qual não se encontra pesquisa nessa mesma linha no Brasil.

Aliás, pela vigência do CPC 15 ter ocorrido a partir do ano de 2010, é natural que as empresas e os auditores levem um tempo para entendê-lo e aplicá-lo de forma correta, podendo-se

⁴ As notas explicativas contém informação adicional em relação à apresentada nas demonstrações contábeis. Particularmente, as informações relativas à combinação de negócios estão contidas nas notas explicativas..

justificar dessa maneira os erros e as omissões encontradas. Isso se coloca como um limitador da pesquisa.

Sendo assim, por reconhecer a necessidade de um tempo para que as empresas e os usuários do pronunciamento CPC 15 entendam-no e o apliquem corretamente, este trabalho procura contribuir com o entendimento da norma.

Desse modo, procura-se nesta pesquisa:

- **Elaborar um índice que evidencie o nível de *disclosure* das operações de combinação de negócios ocorridas em 2010;**
- **Identificar quais fatores influenciam a decisão da empresa em divulgar informações sobre a operação de combinação de negócios.**

1.4 Relevância da pesquisa

A pesquisa se justifica por razões práticas e acadêmicas. Fusões e Aquisições são um fenômeno que envolve altas cifras em transações, suscitando questões societárias como, por exemplo, quanto à alteração de valores de investimentos e riscos, alteração do controle; questões trabalhistas envolvendo políticas e relações de trabalho com trabalhadores e sindicatos; questões fiscais quanto à legalidade de utilização de mecanismos de planejamento tributário envolvido nas operações de fusões e aquisições. Estas ainda levantam questões para a sociedade em geral, quanto à relação de consumo das empresas envolvidas nessas operações com clientes e fornecedores.

Trata-se de uma pesquisa focada na divulgação de informação sobre um fenômeno que afeta a vida das empresas e decisões de investidores, trabalhadores e governo, portanto, seus achados podem contribuir para compreender um pouco mais essas complexas operações.

Por se tratar de uma pesquisa relacionada a uma norma de vigência recente, não foram encontrados na literatura pesquisada no Brasil outros trabalhos que abordassem o *disclosure* das operações de combinação de negócios da forma como foi tratada aqui. Ressalte-se contudo, que no exterior há pesquisa relacionada ao *disclosure* de combinação de negócios, sendo uma delas a de Shalev (2009), que foi referência para o presente trabalho.

1.5 Limitação da pesquisa

As operações de fusão e aquisição, anunciadas publicamente, foram identificadas após o cruzamento de informações de base de dados da ANBID com relatórios sobre fusão e aquisição da PricewaterhouseCoopers⁵, com relatórios de eventos do banco de dados da *Bloomberg* e análise de informações contidas nos documentos encaminhados pelas empresas à CVM. Foram avaliadas apenas as operações de fusões e aquisições em que a empresa adquirente era uma companhia aberta.

Pelo fato de se analisarem apenas as operações de combinação de negócios ocorridas em 2010, ano em que o CPC 15 entrou em vigor, as conclusões da pesquisa limitam-se a esse ano. Contudo, é possível verificar como essas empresas evidenciaram as operações exigidas no início da vigência da norma.

Conforme relatado anteriormente, por se tratar de pesquisa sobre uma norma cuja vigência foi obrigatória apenas a partir do exercício findo em 2010, podem ser verificados erros na sua aplicação e estes podem influenciar os resultados da pesquisa.

Os dados para pesquisa foram obtidos do *site* da CVM, tendo sido consultados os Fatos Relevantes, Atas de Assembleia, Acordo de Acionistas e Formulário de Referência e Notas Explicativas das demonstrações financeiras.

1.6 Organização do trabalho

O trabalho se divide em 7 capítulos, incluindo este primeiro, em que o problema de pesquisa é contextualizado e enunciados os objetivos da pesquisa.

No capítulo 2 há uma revisão da teoria da firma. Ainda não existe uma teoria sedimentada sobre as motivações para a ocorrência de fusões e aquisições, mas apenas um conjunto de explicações para a ocorrência desses tipos de eventos. A teoria da firma parece apresentar uma explicação lógica para a ocorrência de algumas desses eventos. Nesse capítulo, executa-se uma revisão na literatura sobre teoria da agência e suas implicações como o conflito de agência e a assimetria informacional. Abordam-se também as motivações para a regulação do *disclosure* de informações.

⁵ Disponíveis em www.pwc.com/br.

No capítulo 3 é revisada a literatura sobre fusões e aquisições e as principais motivações para a ocorrência dessas operações.

O *goodwill* adquirido é reconhecido e mensurado numa operação de combinação de negócios. Por se verificar confusão na utilização do termo *goodwill* e ágio, no capítulo 4 procura-se definir o *goodwill* e o ágio e estabelecer a diferença entre os conceitos.

No capítulo 5 explicita-se a metodologia para testar as hipóteses de pesquisa, elaboradas com base no referencial teórico dos fundamentos de fusão e aquisição, abordados no capítulo 3.

O capítulo 6 traz a análise dos resultados da pesquisa empírica e finalmente no capítulo 7 são apresentadas as conclusões.

2 A TEORIA DA FIRMA⁶

Ainda não existe uma teoria sedimentada que dê suporte às motivações para a ocorrência de operações de fusões e aquisições. Existe, por sua vez, um conjunto de explicações para a ocorrência dessas operações derivado principalmente da Teoria da Firma, que no seu arcabouço teórico apresenta uma explicação lógica para o surgimento da firma, sua evolução, seu crescimento em tamanho e, nessa perspectiva de crescimento, enquadram-se as atividades de fusão e aquisição (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

A teoria da firma teve abordagens distintas pelas diferentes escolas de economistas. Os Clássicos tinham uma visão exógena da firma, consideravam-na uma função de produção dotada de um conjunto de fatores produtivos (terra, trabalho e capital). O papel da firma era subjacente a uma teoria macroeconômica sobre equilíbrio de mercado e seu objetivo de maximização do lucro e da riqueza dos proprietários, sendo feito via alocação eficiente dos recursos num contexto de equilíbrio de mercado.

A visão clássica da teoria da firma era fundamentada na racionalidade dos agentes, tendo como pressuposto que a concorrência era perfeita e, portanto, havia simetria da informação. Nessa visão clássica observa-se que a teoria não abordava dois problemas na administração das organizações reais: o conflito de agência e a assimetria da informação. Lopes e Iudicibus (2008, p.173) questionam o papel da contabilidade nessa visão clássica da firma:

[...]a contabilidade financeira perderia muito de sua relevância no contexto da teórica clássica da firma. Para que publicar demonstrações financeiras? O investidor tem acesso total às informações da empresa, não demandando, dessa forma, informações adicionais. E o auditor? Para que auditoria desse tipo de empresa? Também não seria necessária, uma vez que todas as informações relevantes seriam de domínio do investidor proprietário.

[...]todo o sistema da contabilidade financeira ou societária pode ser analisado à luz da redução da assimetria informacional entre investidores e agentes envolvidos no conflito de agência.

Outras escolas de pensamento econômico (Neoclássicos, Institucionalistas e Neoinstitucionalistas, Schumpeterianos e Neoschumpeterianos) romperam com a visão clássica e implementaram novas visões à teoria da firma, as quais contribuíram para sua evolução (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

⁶O tópico sobre Teoria da Firma e sobre Fusões e Aquisições foi baseado no *paper* de Camargos e Coutinho (2008), A Teoria da Firma e a Fundamentação para Fusões e Aquisições : Uma análise de suas interfaces. Os pesquisadores analisaram as motivações para a ocorrência de fusões e aquisições a partir de aspectos teóricos intrínsecos às atividades de fusões e aquisições.

Os economistas Institucionalistas e Neoinstitucionalistas consideram a firma como umnexo de contratos, com foco na minimização dos custos de transação. Têm como pressuposto a separação entre propriedade e controle, e ainda considerando que o objetivo da firma é a maximização do lucro e da riqueza dos proprietários, não há alinhamento automático entre os objetivos de todos os participantes e isso faz surgir o conflito de interesse entre eles.

2.1 A Teoria Contratual da Firma

Na Teoria Contratual da Firma a empresa é vista como um conjunto de contratos explícitos e implícitos entre os diversos interessados, dentre os quais estão os empregados, administradores, acionistas, fornecedores, clientes e governo. Cada um desses interessados contribui com algo e recebe algo em troca. Empregados contribuem com seu trabalho e recebem o seu salário. Fornecedores contribuem com produtos e serviços e recebem dinheiro. Clientes pagam pelos produtos e serviços consumidos, e o governo contribui garantindo a estabilidade institucional e recebe os impostos.

No estágio inicial de desenvolvimento da firma era o empresário que detinha todo o poder de decisão nos assuntos empresariais. Nessa situação, o empresário era ao mesmo tempo o proprietário e o administrador do negócio, não havendo conflito de interesse.

Com o crescimento da empresa, os administradores-proprietários passaram a desempenhar um leque maior de atividades, passando a dividir ou mesmo a delegar poderes para que um administrador profissional, com conhecimentos mais especializados e capacidade gerencial, assumisse funções diretivas e a tomar decisões. Dessa forma esses administradores profissionais passaram a gerir a empresa e assumiram uma posição de responsabilidade pela sobrevivência da firma. (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

Com o surgimento da corporação moderna, além da complexidade administrativa da organização, que exigia a contratação de administradores profissionais para o comando da firma, restrições financeiras decorrentes de demandas de crescimento forçaram as empresas a abrir seu capital, pulverizando a sua propriedade em um grande número de acionistas. Disso resultou a separação entre propriedade e controle da empresa.

Como consequência da separação entre a propriedade e o controle surgiram os conflitos de interesse entre os proprietários (detentores das ações da firma) e os administradores profissionais (que tinham o controle). Os administradores profissionais devem ter certa

liberdade para tomada de decisões, de modo a possibilitar o pleno funcionamento da organização, e nesse contexto os seus interesses particulares podem não estar alinhados com os interesses dos acionistas.

Essa característica das corporações modernas fez surgir, portanto, o conflito de interesses entre os proprietários das firmas e os administradores profissionais, ocasionando uma série de pesquisas a partir da década de 1960 e estas procuraram identificar as diversas relações e interesses conflitantes entre os agentes, ocorridos no interior da firma.

2.2 Teoria da agência

Jensen e Meckling (1976, p. 5) definem a relação de agência como um “contrato em que uma ou mais pessoas (o principal ou principais) contratam um terceiro (o agente) para desempenhar uma tarefa em seu lugar, envolvendo a delegação de autoridade ao agente para tomada de decisão”. Como ambos (principal e agente) são maximizadores do seu interesse, podem surgir situações em que os interesses de agente e principal sejam conflitantes. Dessa forma há boas razões para crer em que os agentes nem sempre atuem no melhor interesse do principal.

Assim, quando os proprietários-acionistas investem seu dinheiro numa firma correm o risco de serem expropriados pelos administradores profissionais, como por exemplo, quando estes se dão privilégios excessivos, recebem compensações excessivas ou fazem investimentos ou tomam decisões operacionais que podem causar danos aos interesses dos proprietários. (HEALY; PALEPU, 2001).

Para mitigar os problemas de agência, podem ser estabelecidos contratos entre os administradores profissionais e os proprietários para o alinhamento do interesse de ambos. Na ótica contratual da firma, os proprietários-acionistas assinam um contrato que especifica o que os administradores profissionais devem fazer com os recursos da firma. Idealmente esse contrato deveria ser um contrato completo, especificando exatamente como o administrador profissional deveria agir em cada situação. Contudo é impossível prever todas as situações possíveis de ocorrer, e, desse modo, os contratos são incompletos.

O principal pode limitar as divergências entre seus interesses e a do agente estabelecendo incentivos apropriados para o agente e também incorrendo em custos de monitoração a fim de limitar atividades indesejáveis por parte do agente. O custo incorrido pelo principal decorrente

do conflito de agência para que os agentes atuem visando à maximização do lucro e da riqueza dos proprietários é denominado de custo de agência. (JENSEN; MECKLING, 1976).

O funcionamento da empresa, na visão contratual da firma, depende da harmonia e equilíbrio contratuais estabelecidos entre os participantes. Como os interesses não são necessariamente coincidentes, podendo mesmo ser conflituosos, surgem duas situações decorrentes da execução e imposição dos contratos. São elas as situações de informação imperfeita e informação incompleta.

Segundo Lopes e Iudicibus (2008, p 174), **informação imperfeita** ocorre quando as regras do jogo são bastante claras e todos a conhecem, contudo os agentes não reconhecem as ações dos outros agentes, tal qual num jogo de pôquer, por exemplo. As regras são claras, mas nenhum jogador sabe as cartas e as intenções do outro jogador.

A situação de **informação incompleta** incide, segundo Lopes e Iudicibus (2008), quando as regras do jogo não estão totalmente claras, não sendo possível determinar com qual rigor as regras são aplicadas. Embora estejam claras no papel, a aplicação das regras pode ser diferente do que esteja previsto formalmente. Essas duas situações podem acontecer, levando à ruptura dos contratos e ao colapso das atividades da empresa.

Em decorrência da separação entre propriedade e controle, e os proprietários não estarem diretamente envolvidos na administração da firma, sendo essa função desempenhada pelos administradores profissionais, é razoável supor que estes últimos tenham mais informações sobre a firma que os seus proprietários. Essa situação de diferença de informação entre administradores e proprietários é conhecida como assimetria informacional.

2.3 Assimetria Informacional

O problema da assimetria de informação foi caracterizado em um famoso artigo de Akerlof, na década de 70, em que ele utilizou o mercado de carros usados para ilustrar a natureza da assimetria informacional. Neste tipo de mercado, haveria somente dois tipos de carros: bons e ruins. O vendedor do carro usado sabe mais a respeito do carro do que o comprador. Se o vendedor não compartilhar a informação que possui com o comprador, este pode ofertar um preço médio para os carros, enquanto o vendedor pode exigir o preço mais alto. Mas mesmo que o negociante compartilhe toda informação que possui, o consumidor pode desconfiar de

que não saiba de todos os dados disponíveis. Dessa forma, o comprador pode descontar do preço ofertado a informação fornecida pelo vendedor, mesmo que seja verdadeira.

Numa situação extrema, a assimetria de informação poderia levar ao colapso o mercado de carros usados, pois os carros bons não seriam ofertados e não haveria como convencer os compradores de seu valor, restando apenas carros ruins para negociação.

Healy e Palepu (2001) exemplificaram a situação que pode ocorrer na economia, considerando metade das ideias de negócios como “boas” e a outra metade como “ruins”. Investidores e empreendedores agem racionalmente e avaliam um investimento com base nas informações que detêm. Se os investidores não podem distinguir entre ideias de negócios “boas” e “ruins”, então os empreendedores com ideias de negócios “ruins” alegariam que suas ideias de negócios são “boas”. Por conseguinte os investidores avaliariam os investimentos em um nível médio. Como resultado dessa situação, se não for resolvido o problema da assimetria de informação, o mercado de capitais pode subestimar o valor de ideias boas e superestimar o valor de algumas ideias ruins, problema esse conhecido como seleção adversa.

Para resolver tal problema, Healy e Palepu (2001) apontam duas soluções. A primeira seria a otimização de contratos entre os empreendedores e investidores, levando estes a promoverem o *disclosure* completo de informações privadas, mitigando dessa maneira o problema do erro de avaliação dos investimentos. A segunda é a regulação, que exigiria dos administradores profissionais o *disclosure* completo das informações privadas.

2.4 Regulação do *disclosure*

A regulação é um fenômeno da vida em sociedade, podendo ser analisada sob o ponto de vista de diversas ciências sociais, tais como a psicologia, a sociologia, a antropologia, a política, a história, a economia e o direito.(IUDICIBUS e LOPES, 2008, p 235).

Para Dye (2001, p.184), ainda não há uma teoria estabelecida sobre *disclosure* obrigatório, em parte porque houve muito pouca pesquisa analítica sobre padrões contábeis realizada nas duas décadas anteriores. Ressalta também que, em face da importância crucial do *disclosure* obrigatório na prática contábil, essa lacuna deve ser, com esforço, corrigida pelos pesquisadores em contabilidade.

Em termos econômicos, a ideia subjacente na regulação do *disclosure* é que as empresas não abrem voluntariamente a informação quando o custo é maior que os efeitos produzidos por ela no valor da empresa (LANZANA, 2004). Dessa forma, a regulação tornaria compulsória a divulgação de informação que voluntariamente as empresas não divulgariam.

Nas motivações para a existência de regulação está a ideia de que a informação contábil pode ser vista como um bem público, pois os atuais acionistas da empresa implicitamente pagam pela sua produção, mas não podem cobrar de potenciais investidores pelo uso da informação (LEFTWICH, 1980). Sendo assim, investidores potenciais aproveitam a informação paga pelos acionistas atuais, o que pode provocar subprodução de informação na economia (HEALY; PALEPU, 2001).

Uma segunda explicação para a regulação do *disclosure* é a preocupação dos reguladores com os investidores não sofisticados (LEFTWICH, 1980). Garantindo um mínimo de *disclosure* compulsório procura-se reduzir a diferença de informação entre os investidores informados e não informados. Essa explicação para o *disclosure* implica que o objetivo da regulação é distribuir riqueza, e não melhorar a eficiência econômica, afinal os investidores não sofisticados podem reduzir a diferença de informação investindo em conhecimentos financeiros ou contratando os serviços de intermediários financeiros. (HEALY; PALEPU, 2001).

A regulação pode ser uma forma de diminuir a possibilidade de manipulação dos números contábeis, mas também pode ser viesada. Conforme Martins e Iudicibus (2011, p. 72):

[...] por melhores que sejam as intenções dos reguladores, sempre há aspectos políticos envolvidos que favorecem alguns grupos e desfavorecem outros.

Sabe-se, por outro lado, que a neutralidade absoluta da Contabilidade é algo inatingível, pois sempre se fazem escolhas.

Regras contidas no CPC 15 têm o objetivo de estabelecer um conjunto mínimo de informações acerca da operação de combinação de negócios. O *disclosure* das operações de combinação de negócios é feito nas notas explicativas, nas quais o adquirente deve divulgar, segundo o item 59 do CPC 15, informações que possibilitem aos usuários das demonstrações contábeis avaliar a natureza e os efeitos financeiros da combinação de negócios, dentre as quais destacam-se:

- a) Principais motivos da combinação e descrição de como o controle foi adquirido;
- b) Descrição qualitativa dos fatores que compõem o ágio reconhecido por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*), tais como sinergias esperadas pela combinação das operações da adquirida com as do adquirente, ativos intangíveis que não se qualificam para reconhecimento separado ou outros fatores.
- c) Valor justo, na data da aquisição, da contraprestação transferida, bem como o valor justo, na data da aquisição, dos tipos mais relevantes de contraprestação;
- d) Os montantes reconhecidos, na data da aquisição, para cada uma das principais classes de ativos adquiridos e passivos assumidos;
- e) Valor total do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) a ser dedutível para fins fiscais.

Hogdon *et al* (2008) pesquisaram o nível de *compliance* de empresas não americanas que informaram terem adotado as IFRS nos anos de 1999 e 2000 e sua relação com a previsão de lucros de analistas de mercado. Verificaram que o nível de *compliance* é negativo em relação aos erros de previsão de analistas de mercado e concluíram que o *compliance* com as determinações da norma reduz a assimetria informacional.

Com o *disclosure* das informações relativas à combinação de negócio busca-se diminuir a assimetria informacional entre administradores e investidores, e assim possibilitar a esses últimos o conhecimento da real situação da operação e seus efeitos e a expectativa dos administradores da adquirente diante do negócio realizado.

De acordo com Hodgdon et al (2008), a adoção das IFRS sem um devido acompanhamento quanto ao *full compliance* dos requisitos do disclosure limita a efetividade da norma. Esse fato justifica a atenção a ser dada pelos preparadores das demonstrações financeiras, auditores, órgãos reguladores e emissores das normas ao fiel cumprimento dos requisitos de divulgação.

3 FUSÕES e AQUISIÇÕES

Operações de fusão e aquisição constituem a maneira mais rápida de uma empresa crescer, entrar em mercados em que ainda não esteja presente, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento, ou ainda de alguns participantes desses processos lucrarem às custas de outros (CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

A origem das atividades de fusão e aquisição remonta ao final do século XVIII e início do século XIX em decorrência da Revolução Industrial, a qual desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes.

As atividades de fusão e aquisição são observadas em períodos de maior e menor intensidade, em movimentos cíclicos (ondas). Constatam-se, na literatura econômico-financeira, baseada principalmente no mercado americano, quatro ondas de fusões e aquisições (CAMARGOS e BARBOSA, 2003):

- *The Great Merger Wave* (1887-1904);
- *The Merger Movement* (1916-1929);
- *The 1960s Conglomerate Merger Wave*;
- *The Wave of the 80`s*.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) classificam operações de fusão e aquisição de acordo com um dos seguintes tipos:

- Horizontal: quando a operação ocorre entre empresas atuantes no mesmo ramo de atividades, em geral operação entre empresas concorrentes;
- Vertical: quando se trata de operação entre empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores;
- Conglomerado ou co-seguro: quando se trata de operações entre empresas atuantes em atividades não relacionadas, cujo objetivo, na maioria das vezes, seria a diversificação de investimentos, buscando a redução de riscos e o aproveitamento de oportunidades de investimento.

Processos de fusão e aquisição são operações complexas, envolvem valores elevados e por isso levam um tempo considerável até a sua conclusão (o fechamento do negócio). Exigem também o trabalho de especialistas em finanças, direito, tributos e contabilidade.

Além disso, numa negociação de fusão e aquisição, as partes fazem a sua própria avaliação de quanto representa o valor do negócio para cada uma delas, sendo que esse valor intrínseco do negócio para cada um dos envolvidos é só mesmo do conhecimento de cada uma das partes. O valor divulgado do negócio é resultado do consenso entre o adquirente e o vendedor.

3.1 Motivações para a ocorrência de fusões e aquisições

Ao se analisarem as motivações para as operações de fusões e aquisições, deve-se considerar que no Brasil as empresas de capital aberto apresentam, em sua maioria, estrutura de controle concentrado. Isso significa que o controle está nas mãos de um controlador ou grupo de controle facilmente identificáveis. Mesmo nas empresas onde há dispersão acionária, o seu controle pode estar com um grupo de controle por acordo de acionistas.

Gorga (2008) realizou um estudo detalhado e identificou que, apesar de os segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA proverem formas de proteção ao interesse de acionistas minoritários, como garantia de dispersão acionária e *tag along* com garantia de até 100% nos casos de alienação de controle, persiste ainda a forma de estrutura concentrada de controle, seja por meio da propriedade de percentual significativo por parte de um controlador, seja por meio de acordo de acionistas, garantindo-se o controle de um grupo. Essa característica do mercado acionário brasileiro é importante para o presente estudo, pois as pesquisas sobre fusões e aquisições nos mercados acionários mais desenvolvidos têm como premissa subjacente a existência do conflito de agência entre os gestores e os acionistas da empresa.

Verifica-se que o tema de fusões e aquisições é bastante explorado na literatura, tanto pelas elevadas cifras envolvidas nessas operações, quanto pelas suas implicações sociais, pois afetam a vidas dos empregados das empresas envolvidas na operação, dos seus acionistas, dos seus fornecedores e clientes, bem como das comunidades onde essas empresas estão situadas. De fato, fusões e aquisições despertam interesse de pesquisadores de variados campos, como economistas, advogados e contadores, fazendo com que as pesquisas conduzidas assumam por vezes caráter multidisciplinar.

As explicações para a ocorrência de fusões e aquisições não podem ser assumidas como gerais, isto é, não existe uma explicação satisfatória única para todas as operações. Cada operação tem características particulares cuja motivação ou motivações podem ser distintas. De acordo com Kloeckner (1994), ainda não existe uma teoria geral sobre esse tipo de evento,

mas um conjunto de explicações que se propõem a lhe conferir legitimidade, vinculados a alguns aspectos específicos da teoria da firma.

Para Firth (1980), as motivações para fusões e aquisições estão relacionadas com uma das seguintes vertentes da teoria da firma:

- Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma: conforme essa teoria, as forças do mercado impulsionariam os administradores a tomar decisões visando à maximização da riqueza da firma. As firmas se engajariam em processos de fusão e aquisição somente se resultassem em aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, seja pelo poder monopolístico, por ganhos de sinergia ou correção da ineficiência gerencial;

- Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial: de acordo com essa teoria, os administradores buscariam maximizar a sua utilidade como reduzir o risco de perder seus empregos, aumentar o nível dos seus salários e aumentar seu poder e satisfação no trabalho em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas. Uma forma de conseguir esses objetivos seria através de operações de fusões e aquisições que resultassem em aumento do tamanho da firma, diminuição do risco, maiores salários e benefícios aos administradores.

Kloekner (1994) classifica as motivações para a ocorrência de fusões e aquisições com base na teoria da firma em quatro grupos: motivos gerais; motivos para fusões horizontais e verticais; co-seguro em fusões de conglomerados e motivos gerenciais.

3.1.1 Motivações Gerais

Entre as motivações gerais estariam as expectativas assimétricas quanto à distribuição dos fluxos de caixa de algumas empresas. Como resultado, os investidores atribuem valores diferentes para uma mesma empresa e isso pode ocasionar oferta de compra. Para Gort (1969, *apud* Kloekner, 1994), uma fusão ou aquisição poderia ocorrer à medida que os proprietários de uma empresa atribuíssem à mesma um valor menor do que o valor atribuído por seus potenciais compradores. Segundo o mesmo autor, perturbações econômicas originadas, por exemplo, por mudanças tecnológicas ocasionariam essa diferença de avaliação.

Conforme Kloekner, fusões e aquisições podem ocorrer quando se verificam os custos de reposição de uma firma como sendo maiores que o seu valor de mercado. Nessa situação, os potenciais compradores fariam oferta pela empresa, por julgarem economicamente atrativa a

aquisição de ativos a preços mais baixos que os preços de reposição. Benston (1980, *apud* Kloeckner, 1994) sugere que esse poderia ser um dos motivos mais importantes para fusões.

3.1.2 Motivações para fusões e aquisições horizontais e verticais

Como motivações para fusões e aquisições horizontais e verticais, Kloeckner cita as economias de escala. Segundo essa hipótese, fusões e aquisições poderiam resultar em custo menor em função de um aumento no nível de produção, ou ainda os custos fixos poderiam ser rateados por uma base maior ou ainda ser obtida maior racionalização do esforço com pesquisa e desenvolvimento. Dessa maneira, busca-se o ganho com a sinergia das empresas. De acordo com Romano (1992, p. 125), uma explicação de maximização de eficiência para o *takeover* é o ganho de sinergia: o valor das firmas combinadas é maior que o valor das duas firmas (adquirente e adquirida) separadamente. O valor maior pode ser gerado por eficiência operacional ou também por sinergia financeira. O ganho de sinergia seria decorrente de economias de escala das firmas combinadas (quando os seus custos fixos seriam apropriados por uma base maior de produção) ou economias de escopo (quando ocorreria a complementaridade de recursos faltantes em uma e presentes na outra empresa).

3.1.3 Motivações para fusões conglomeradas e co-seguro

Segundo Kloeckner, as fusões conglomeradas e co-seguro podem gerar valor pela redução do risco de insolvência. Como as empresas combinadas apresentam fluxo de caixa sem correlação perfeita, o risco de insolvência destas seria menor do que o das empresas separadas, efeito conhecido como co-seguro. O aumento do valor da empresa combinada seria, nesse caso, relativo à diminuição do seu risco de insolvência.

3.1.4 Motivações gerenciais

Como motivações gerenciais para a ocorrência de fusões e aquisições, Kloeckner cita o mercado de controle corporativo e a teoria do fluxo de caixa livre. A hipótese de controle corporativo é atribuída a Manne (1965), que relaciona a ocorrência de fusões e aquisições com a queda dos preços das ações de uma empresa em decorrência da má gestão, ensejando, assim, a oferta de compra por parte de outras empresas com o objetivo de substituir os administradores que não maximizem a riqueza dos acionistas.

Vários estudos comprovam a tese de Manne e mostram que as empresas adquiridas nas operações de fusão e aquisição apresentavam baixo retorno e as adquirentes lucro acima da média. Em operações de aquisições hostis, isto é, com não aquiescência dos gestores da adquirida, as empresas apresentavam baixa performance, medida pelo Q de Tobin, comparada àquelas em que a aquisição é amigável (ROMANO, 1992, p. 129-130). Como uma evidência da proposição de Manne, o fluxo de caixa das empresas adquiridas melhorou após a operação (HEALY; RUBACK, 1992).

Evidentemente essa hipótese se justificaria em mercados com alta dispersão acionária, caracterizados por empresas em que não há um controlador claramente definido. Essa característica pode ser encontrada nos Estados Unidos, onde há a possibilidade de tomadas de controle hostis. Nesses casos, a troca de controle ocorre via mercado, quando a empresa adquirente (“*bidder*”) formula uma oferta de aquisição de ações para tomada do controle. No Brasil são bastante raras aquisições hostis, havendo um caso histórico em 2006, a tentativa de tomada de controle, via mercado, da Perdigão pela Sadia.

Uma outra hipótese gerencial para a ocorrência de fusões e aquisições é a estratégia defensiva, na qual a premissa básica assumida é a de que, aumentando o seu tamanho, a empresa reduz a possibilidade de se tornar alvo de uma aquisição, fundamentando-se na perspectiva de que os administradores das empresas adquiridas acabam assumindo um papel subalterno ou mesmo sendo demitidos. Segundo Gorton *et al* (2005), os administradores buscam manter o controle de suas empresas, pois podem extrair benefícios privados. Por isso podem envolver-se em aquisições defensivas sabidamente não lucrativas.

O fato de uma empresa não conseguir adquirir uma empresa maior que ela é uma premissa subjacente e a evidência empírica é que a probabilidade de uma empresa ser alvo de aquisição diminui com o tamanho da empresa (HASBROUK, 1985; PALEPU, 1986 *apud* GORTON *et al*, 2005). Assim, o objetivo de aquisição de outras empresas poderia ser uma estratégia para não ser alvo de aquisição.

Como resultado da assunção dessa hipótese, ondas de aquisições defensivas ocorreriam, pois administradores de outras empresas também se engajariam em movimentos de aquisição defensiva. Esse cenário ocorreria se as empresas fossem de tamanho similar, não sendo possível quando houvesse uma empresa que se destacasse em tamanho, pois as outras não

teriam como resistir à aquisição. Essa empresa se envolveria em aquisição somente se a operação fosse lucrativa.

Segundo Jensen (1988, p.28), uma das motivações para fusões e aquisições decorre do conflito de agência entre gestores e acionistas sobre o pagamento de fluxo de caixa livre⁷. Se esse fluxo de caixa fosse pago aos acionistas, os gestores ficariam com menos recursos sob o seu controle, e estariam mais sujeitos à monitoração do mercado quando necessitassem financiar novos projetos. Dessa maneira, do ponto de vista dos gestores, seria melhor gastar o fluxo de caixa em excesso com aquisições, mesmo com a operação apresentando baixo benefício ou mesmo resultando em uma operação que destrua o valor da empresa.

Na visão de Jensen, os gestores têm motivação para aumentar os recursos sob o seu controle, quando recebem compensações pelo incremento de receita (JENSEN, 1986, p.323). Além disso, o fato de as empresas premiarem a gerência através de promoções ao invés de bônus anuais criaria a tendência de crescimento, de forma a abrir novas oportunidades aos seus gerentes, com base no sistema de incentivo por promoção.

Segundo Jensen (1986, p.30-31), empresas com alto volume de fluxos de caixa livre são aquelas posicionadas em mercados que se deparam com diminuição da demanda pelos seus produtos, com pouca oportunidade de crescimento, como a indústria de cigarros, radiodifusão e petróleo (nas décadas de 70 e 80 nos Estados Unidos). O fluxo de caixa livre é o excesso de fluxo de caixa necessário para custear todos os projetos que apresentam valor presente líquido positivo, quando descontado a um custo de capital relevante.

Os gestores procurariam, dada a contração do mercado em que atuam, buscar a diversificação. Por isso, ao invés de pagar o excesso de fluxo de caixa para os acionistas, os gestores prefeririam aplicar os recursos em excesso em empresas fora do seu ramo de atuação. Jensen exemplifica esse fato, com a aquisição pelas petrolíferas de alvos diferentes do seu ramo de atuação, através das empresas de varejo (Marcor pelo Móbil), indústrias (Reliance Electric pela Exxon), equipamentos de escritório (Vydec pela Exxon) e mineração (Kennecott pela Sohio, Anaconda Minerals pela Arco e Cyprus Mines pela Amoco). Sendo assim, as aquisições ocorreram com as empresas que não apresentaram os melhores resultados,

⁷ Por fluxo de caixa livre entende-se o excesso do fluxo de caixa necessário para custear todos os projetos que apresentam valor presente líquido positivo.

atribuídos em parte ao azar (pelo colapso na indústria de mineração), mas também pela falta de conhecimento gerencial desses ramos pelos gestores da indústria de petróleo.

Jensen (1986) conclui que a teoria do fluxo de caixa livre apresentou explicação consistente com um grande conjunto de dados para os quais não se encontrou fundamentação, não localizando dados que fossem inconsistentes com esta teoria.

Uma hipótese relacionada à maximização da utilidade gerencial diz respeito à exacerbada autoconfiança dos administradores das empresas adquirentes (Romano, 1992, p.148). A motivação para a operação seria o gestor maximizar a sua própria utilidade, ao invés da riqueza dos acionistas. O desejo não revelado pode ser a “construção de um império”, e essa parece ser a explicação mais tradicional para fusões e aquisições. Firth (1980) mostra, em um estudo sobre aquisições no Reino Unido, que os acionistas das empresas adquiridas obtiveram retornos anormais com a operação e os acionistas das empresas adquirentes sofreram perdas no valor de suas ações. Contudo, os administradores das empresas adquirentes tiveram um aumento substancial da sua remuneração após a operação. Com isso, conclui que a operação de aquisição trouxe benefício para os administradores da empresa adquirente, mas prejuízo para os seus acionistas.

Byrd e Hickman (1991, *apud* Romano, 1992) encontraram correlação positiva entre retorno anormal da adquirente e independência do conselho de administração (“*Board*”). Os retornos encontrados foram significativamente negativos quando menos da metade do conselho é composto por membros independentes e insignificamente negativos quando a maioria dos membros é independente. O resultado sugeria, segundo Romano, que quando os gestores não são monitorados, eles tendem a se envolver em aquisições que não maximizam o valor da firma. No caso do mercado acionário brasileiro, o qual apresenta concentração de controle, os gestores estão sob maior escrutínio dos acionistas controladores e agem de acordo com os interesses destes. Nesse caso, há a possibilidade de que o próprio controlador seja tomado dessa visão de exacerbada autoconfiança.

4 O GOODWILL E O ÁGIO

4.1 O Goodwill

O *goodwill* é um assunto discutido há muito tempo por economistas, contadores, advogados e também pela academia. Apesar dos esforços empreendidos, ainda não se pode dizer que há uma definição consensual a respeito de *goodwill* e da forma de sua mensuração.

Sendo uma palavra de origem inglesa, ela não tem um correspondente em português. Seu significado, segundo o dicionário Webster, é: (1) uma vantagem ou privilégio que um negócio adquire pela sua marca e boa reputação; (2) o valor do incremento de lucros futuros projetados de um negócio especialmente como parte do preço de um negócio; (3) o valor que excede o preço de aquisição de uma companhia em relação ao seu valor contábil, representando o valor do *goodwill* como um ativo intangível para fins contábeis⁸. Essa última definição de *goodwill*, que em português é designada como ágio, não é aceita pela contabilidade.

Segundo Monobe (1986, p.46), há registros de uso do termo *goodwill* que datam do ano de 1571. Com enfoque contábil, (CARSBURG, 1966 *apud* MARTINS, 1972)⁹ relata que, em 1891, Francis More lia um artigo perante o “*Chartered Accountants’ Students’ Society of Edinburg*”, na Escócia, no qual sintetizava alguns dos pensamentos da época quanto ao *goodwill*. Em 1897, o tratamento contábil do *goodwill* já começava a ser questionado por Lawrence Robert Dicksee, que publicou “*Goodwill and its Treatment in Accounts*”, alertando sobre os “perigos” da contabilização do *goodwill*, propondo a sua baixa imediata contra o patrimônio líquido.

Segundo Martins (1972, p. 57), a quantidade de obras sobre *goodwill* eram tantas que se tornou famosa uma frase que Canning escreveu em 1929, repetida por vários autores: “*Accountants, writers on accounting, economists, engineers, and the courts, have all tried*

⁸ Em tradução livre :“(1) the favor or advantage that a business has acquired especially through its brands and its good reputation (2): the value of projected earnings increases of a business especially as part of its purchase price (3) : the excess of the purchase price of a company over its book value which represents the value of goodwill as an intangible asset for accounting purposes. (www.merriam-webster.com)

⁹ CARSBURG, Bryan V., **The Contributions of P.D. Leake to the Theory of Goodwill Valuation**, in “*Journal of Accounting Research*” . University of Chicago, Vol. 4, n° 1, Chicago, Illinois, 1966.

theirs hands of valuating it. The most striking characteristics of immense amount of writing is the number and a variety of disagreements reached.”¹⁰

O *goodwill* pode ser criado no curso de operação de um negócio ou pode resultar da operação de aquisição de uma empresa. Nesta última situação é denominado *goodwill* adquirido ou *goodwill* objetivo, naquela é denominado *goodwill* gerado internamente ou subjetivo. A objetividade ou subjetividade está diretamente relacionada à possibilidade de mensuração do *goodwill*.

O *goodwill* adquirido ou objetivo está relacionado a uma operação de aquisição porque é nesta oportunidade que se torna possível mensurá-lo. Para Antunes e Martins (2002) o *goodwill* adquirido é identificado quando um valor é pago a mais pela empresa quando ela é vendida. Feleaga e Feleaga (2011) afirmam, da mesma forma, que o *goodwill* adquirido somente pode ser mensurado numa operação de combinação de negócios. Ainda, segundo esses autores, o *goodwill* se encaixa na definição de ativo somente no momento em que a empresa adquirida é avaliada, e nenhuma vez mais após esse evento.

O *goodwill* criado internamente ou *goodwill* subjetivo, não é registrado pela contabilidade pelas dificuldades inerentes à sua mensuração. Antunes e Martins (2002, p.2) consideram que existe *goodwill* subjetivo quando é percebida de forma latente, porém sem o seu registro contábil. Para Iudicibus (2009, p. 205) o *goodwill* subjetivo origina-se de expectativas subjetivas sobre a rentabilidade futura do empreendimento acima do seu custo de oportunidade.

Interessante perceber que após a aquisição a empresa pode passar a gerar expectativas subjetivas de rentabilidade futura em excesso ao seu custo de oportunidade. E assim, após a aquisição, o *goodwill* adquirido passa a se confundir com o não adquirido (gerado internamente), passando a existir um único *goodwill*, o da empresa (MONOBE, 1986, p.160).

O desenvolvimento de negócios (HUGHES, 1972 *apud* GARCIA, 2006) possibilita o surgimento do *goodwill*, o qual evolui no mesmo passo do desenvolvimento dos negócios empresariais.

¹⁰ Em tradução livre: “Contadores, escritores de obras de contabilidade, economistas, engenheiros e os tribunais, todos tentaram mensurá-lo (*goodwill*). As características mais marcantes de todos esses estudos é a quantidade e uma variedade de conceitos que estão em desacordo entre si.”

Uma das principais mudanças empresariais foi a gradual separação entre a propriedade e o controle das empresas. Conforme as empresas mudam de negócios com característica do empreendedor individual para um empreendimento societário, o *goodwill* não se liga mais à personalidade do proprietário da empresa e se torna potencialmente transferível para outras entidades. (HUGHES, 1972, p. 18-19 *apud* GARCIA, 2006).

O tratamento do *goodwill* também evoluiu em paralelo com mudanças institucionais. Nos Estados Unidos o “*Dominion Companies Act*” foi alterado em 1917 para permitir que as empresas emitissem ações somente depois que o capital social tivesse sido totalmente integralizado (FELEAGA e FELEAGA, 2011). A partir de então, a diferença entre o valor justo das ações e o valor justo dos ativos líquidos numa combinação de negócios passou a ser capitalizada numa conta de ativo denominada *goodwill*. No início essa prática foi duramente criticada, como uma forma de manipulação do preço das ações e esse item foi considerado não apenas imaterial, mas imaginário (HATFIELD, 1913, *apud* GARCIA, 2006). Desde então o reconhecimento do *goodwill* tem criado uma série de controvérsias na contabilidade e sua mensuração objeto de numerosos debates.

Martins (1972) destacou as divergências de conceituação do *goodwill* por parte da literatura contábil da época do seu trabalho. As principais correntes seriam, resumidamente, as seguintes:

- 1 – Consideração do *goodwill* como “super-lucros”, os quais seriam o retorno sobre investimento obtido acima da média de outras empresas. Seria o resultado acima do “normal” obtido por uma empresa, a ser atribuído a algum fator ou ativo não reconhecido nos ativos da empresa. O *goodwill* seria o valor atual desses super-lucros;
- 2 – Avaliação do *goodwill* como a diferença entre o “valor de mercado” ou “valor de uso” do ativo e o valor reportado pela contabilidade.
- 3 – Constatação do *goodwill* como “*master valuation account*”, que seria o valor econômico de ativos agrupados, cuja característica comum seria o fato de não serem facilmente individualizáveis.

Para Hendriksen e Breda(2009, p. 391-392), o *goodwill* é um intangível que não possui usos alternativos, não é separável e seus benefícios são incertos, representando vantagens não

especificamente identificáveis. O *goodwill* ainda pode ser considerado sob três enfoques no que se refere à sua avaliação:

- Por meio da avaliação de atitudes favoráveis em relação à empresa;
- Através do valor presente da diferença positiva entre lucros futuros esperados e o retorno normal sobre o investimento total, não incluindo *goodwill*;
- Por meio de uma conta geral de avaliação – a diferença entre o valor da empresa em sua totalidade e a avaliação dos seus ativos líquidos tangíveis e intangíveis individuais.

Segundo Catlett e Olson, num estudo desenvolvido para o AICPA em 1968, mensurar o *goodwill* com base no preço das ações nada mais é do que especulação do mercado acionário sobre o futuro da empresa. E considerando que o valor calculado é muito volátil, o valor do *goodwill* assim calculado nem deveria integrar o balanço (CATLETT e OLSON, 1968, *apud* GARCIA, 2006).

Martins define ativo como o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente. Segundo essa conceituação, se cada elemento do ativo fosse definido em termos econômicos, não haveria *goodwill* (MARTINS, 1972, p. 82). Ele rejeita a definição de *goodwill* como repositório dos agentes desconhecidos ou ainda não identificados, pois tal denominação carece de significado científico, representando apenas um estado de impossibilidade momentânea de melhor especificação. Contudo, reconhece a dificuldade, à época, de utilização de conceitos econômicos pela contabilidade tradicional. Propõe um modelo no qual os elementos do ativo seriam mensurados individualmente pelo seu valor corrente, e o ativo total pelo seu valor econômico. Por fim, sugere que a diferença entre os valores poderia ser denominada “*goodwill*”.

Segundo Hendriksen e Breda (2009, p.393) o professor Canning foi um dos primeiros a questionar se o *goodwill* poderia ser considerado um ativo, tendo-o como com uma conta de fechamento, chamada por ele de conta geral de avaliação. O valor da empresa estaria associado com todos os ativos que produzissem uma série de fluxos de caixa. O *goodwill* seria, portanto, um resíduo representativo dos ativos não identificados. Quanto mais ativos identificados, menor o resíduo, ou *goodwill*. Parecendo corroborar tal entendimento, a prática contábil americana consiste em relacionar o máximo possível do preço de compra com ativos específicos, indicando o resíduo como *goodwill*. (HENDRIKSEN e BREDAS, 2009, p. 391).

Mais recentemente, Martins e Iudicibus (2011) afirmam que o *goodwill*, ou ágio por expectativa futura, sempre foi entendido pela contabilidade como a diferença entre o valor da entidade funcionando, em marcha, e a soma algébrica do valor de mercado de seus elementos patrimoniais. E isso se explicaria pela existência de motivos para a rentabilidade do conjunto patrimonial superar o que seria o “normal”. Dentre alguns desses motivos, estariam: a fidelidade da clientela; localização; imagem; reputação; marca; monopólio; tecnologia; qualidade do corpo de venda, do corpo gerencial, da produção ou de outras áreas, da propaganda e quase sempre, da sinergia entre esses fatores e mais outros tantos.¹¹ Afirmam os autores que o *goodwill*, em contabilidade, é sempre um resíduo, um conjunto de fatores que não consegue passar pelo teste de inseparabilidade.

4.2 Controvérsias em relação ao tratamento do *goodwill*

Se a conceituação da natureza do *goodwill* não alcança um consenso, a forma de tratamento do *goodwill* acrescenta ainda mais polêmica. Uma das maiores autoridades no que diz respeito a *goodwill*, Dicksee, cujas posições exerceram muita influência por todo o século XX, considera-o um ativo permanente como um imóvel, mas que deveria ser baixado imediatamente contra o patrimônio líquido. Recomenda esse procedimento por entender que se o *goodwill* permanecesse no balanço, mudanças no seu valor acarretariam exageradas flutuações artificiais no resultado. (DICKSEE e TILLYARD, 1906 *apud* GARCIA, 2006).

Alguns anos depois, em 1913, nos Estados Unidos, Montgomery propõe a retenção permanente do *goodwill* no balanço. O órgão encarregado da administração tributária daquele país também entendeu que a retenção permanente do *goodwill* no balanço era necessária por meio de lei, devido ao desconhecimento da duração do ativo. Além disso, o entendimento era de que o *goodwill* não se exauria ou se extinguiu com o tempo, por isso sua amortização deveria ser proibida. (GARCIA, 2006, p.9).

Outros autores como Hatfield, defendiam a amortização sistemática do *goodwill* pois entendiam que a sua manutenção permanente no ativo era inconsistente com o método de avaliação baseada na capitalização de uma série finita de lucros em excesso. Por isso o *goodwill* deveria ser reduzido gradualmente e debitado contra lucros (GARCIA, 2006, p. 9).

¹¹ Iudicibus e Martins (2011, p 75). Os autores alertam, no entanto, que a rentabilidade, em si, não é o *goodwill*, ela é a consequência de inúmeros fatores e sinergias parcialmente listados.

Após a crise de 1929, com o colapso do mercado financeiro, atitudes mais conservadoras vieram à tona. Percebeu-se que não havia necessariamente relação entre o valor contábil e o valor de mercado de uma empresa (HUGHES, 1982, p.76 *apud* GARCIA, 2006). Passou-se então a priorizar o custo histórico em detrimento do valor de mercado para os ativos. A visão da *American Accounting Association* (AAA), de 1936, resume essa visão conservadora: “*accounting was not concerned with valuation, but with allocation of historical costs and revenues to current and succeeding fiscal periods*”¹². Essa premissa tinha como consequência direta a proibição do reconhecimento do *goodwill* gerado internamente, passando-se a amortizar gradualmente o *goodwill* adquirido (SANDRES *et al*, 1938, p.67 *apud* GARCIA, 2006).

A amortização do *goodwill* contra o resultado em bases sistemáticas era uma prática comum dos contadores da década de 1940 (GARCIA, 2006, p.12). O *goodwill* era entendido como uma “despesa que estava presumivelmente se consumindo” e era “atribuível a receitas futuras”. Dessa forma, o princípio da competência determinava a obrigatoriedade da amortização do *goodwill*.

A primeira tentativa oficial para diminuir o tratamento contábil do *goodwill* foi o *Accounting Research Bulletins* (ARB) n° 24 de 1944, classificando os ativos intangíveis em dois tipos: tipo “a”, que tinham vida útil finita e tipo “b”, com vida útil indeterminada. Caso se assumisse um intangível do tipo “a”, deveria ser amortizado contra lucro. Se fosse do tipo “b”, deveria ser mantida ao preço de custo. Baixas do *goodwill* somente seriam aceitáveis quando houvesse evidências de perda do valor do ativo.

Posteriormente, os ARB n° 43 (*Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins*) de 1953 e ARB n° 48 (*Business Combination*) de 1957 estabeleceram critérios muito mais restritivos os quais tornaram praticamente impossível a baixa do *goodwill*.

Uma prática contábil existente desde a década de 1920 nos Estados Unidos, na contabilização de combinação de negócios, era o “*pooling-of-interests*” ou “comunhão de interesses”. Consistia originalmente na contabilização de combinação de negócios entre empresas de mesmo tamanho, tendo como ideia básica não a compra de uma empresa por outra, mas a fusão de duas empresas. Dessa forma os ativos das duas empresas eram combinados pelo seu

¹² Em tradução livre: “a contabilidade não estava preocupada com avaliação, mas com a alocação dos custos históricos e receitas aos períodos fiscais correntes e subsequentes.”

valor contábil. Não havia o reconhecimento do *goodwill* e, portanto, não havia amortização (que diminuía o lucro). A operação não ficava sujeita a impostos, contribuindo também para a sua popularização. O ARB n° 48 permitia a contabilização de combinação de negócios tanto pelo método “*pooling-of-interests*” quanto pelo método de aquisição.

Em 1970, o APB n° 16 (*Business Combination*) praticamente suprimiu o método “*pooling-of-interests*” na combinação de negócios ao restringir a sua aplicação. O APB n° 17 (*Intangible Assets*), de 1970, estabeleceu que os ativos intangíveis deveriam ter o mesmo tratamento de outros ativos de vida útil de longo prazo. Considerando-se o *goodwill* como um intangível de vida útil indeterminada, a amortização seria sistemática e o prazo foi fixado arbitrariamente em até 40 anos. Portanto a baixa imediata e a permanência indefinida no balanço foram eliminadas.

A partir da década de 1970 as normas contábeis americanas passaram a ser elaboradas pelo FASB. Relativas às operações de combinação de negócios, foram editadas as normas SFAS 141 (*Business Combination*) e SFAS 142 (*Goodwill and Others Intangible Assets*). O primeiro projeto de norma, submetido em 1998, propunha a supressão do método “*pooling-of-interests*” e a utilização do método de aquisição para contabilização de todas as operações de negócios. Mesmo com protestos da comunidade empresarial, uma segunda versão do projeto foi adotada em 1999. No ano 2000, a amortização do *goodwill* foi substituída pelo “*impairment test*”. A versão final da norma, liberada em 2001, estabelecia que todas as combinações de negócios deveriam utilizar o método de aquisição para contabilização e o *goodwill* deveria ficar mantido ao custo de aquisição no balanço e seu valor presente deveria passar pelo “*impairment test*” no mínimo uma vez por ano.

No âmbito do IASC – *International Accounting Standards Committee*, a primeira norma emitida a tratar implicitamente do *goodwill* foi a IAS 22 (*Accounting for Business Combination*), emitida em novembro de 1983. Esta foi revisada em dezembro de 1993 como parte de um projeto com o objetivo de melhorar a comparabilidade e qualidade das demonstrações financeiras.

O IAS 22 permitia que as operações de combinação de negócios utilizassem o método “*pooling of interest*” ou o método de compra para contabilização. Estabelecia que o *goodwill* apurado deveria ser tratado como um ativo, a ser amortizado no período de sua vida útil, a qual era determinada por vários fatores. A norma permitia a amortização por um período de

até 20 anos e determinava, ao final de cada exercício financeiro, um novo cálculo do valor residual do *goodwill*. Se este fosse maior que a soma dos futuros benefícios econômicos, o valor excedente deveria ser imediatamente baixado para despesa.

O IAS 22 foi revisado em 1998 para ficar consistente com as normas IAS 36 (*Impairment of Assets*), IAS 37 (*Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*) e IAS 38 (*Intangible Assets*). De acordo com a norma revisada, o *goodwill* não poderia ter vida útil superior a 20 anos, contudo havia uma exceção que possibilitava à empresa reconhecer uma vida útil maior do *goodwill*, desde que a empresa detalhasse em nota explicativa as premissas subjacentes.

Resultado de um projeto conjunto do IASB e FASB para convergência das normas internacionais de contabilidade, o IAS 22 foi substituído pelo IFRS 3 (*Business Combination*), que passou a ser aplicado a partir de janeiro de 2005. Todas as transações resultantes na concentração de entidades ou de negócios individuais em uma única entidade de reporte seriam consideradas combinação de negócios, independentemente da forma da transação. E todas as combinações de negócios deveriam utilizar o método de aquisição. Esta norma determinava que o *goodwill* fosse reconhecido numa combinação de negócios, avaliado a custo e incluso no ativo e inovou ao especificar que o *goodwill* não seria mais amortizado, mas submetido no mínimo anualmente ao “*impairment test*”. O *goodwill* seria atribuído às unidades geradoras de caixa e representando a sinergia entre os ativos dessa unidade. A unidade geradora de caixa assim reconhecida deveria ser submetida ao “*impairment test*” anualmente, no caso de ter *goodwill* vinculado.

O IFRS 3 foi revisado em 2008 e entrou em vigor em 2009, na segunda fase do projeto conjunto entre o FASB e o IASB. O escopo da norma foi ampliado, concentrando-se no aspecto do controle e passou a incluir combinação de negócios entre entidades de mútuo e combinação de negócios efetuada apenas por meio de contrato. Alterou a definição de negócio, podendo-se considerar como tal um conjunto integrado de ativos e atividades a serem operados como um negócio pela empresa adquirente, mesmo que não esteja sendo correntemente executado como um negócio.

Uma mudança substancial de posicionamento do IASB que aparece no IFRS 3 revisado foi na mensuração do *goodwill*. Na IFRS 3 original de 2004 (cujo método era então denominado de “*purchase method*”, ou método de compra), o *goodwill* era reconhecido somente sobre a

parcela do controlador sobre a empresa adquirida. O goodwill era mensurado como a diferença entre o custo da combinação de negócios, do ponto de vista da adquirente, e o valor justo dos ativos e passivos líquidos. Isto estava em contraste com um dos princípios basilares do IFRS, que a entidade controladora deve consolidar na sua totalidade todos os ativos e passivos assumidos numa combinação de negócios e não apenas proporcionalmente em relação à sua participação (consolidação proporcional).

Na versão revisada da IFRS 3, agora denominada “*acquisition method*” ou método de aquisição, passou-se a aceitar duas formas de mensuração do goodwill. Além de ainda aceitar o reconhecimento do *goodwill* apenas em relação à parcela do controlador na adquirida, como era na versão original da IFRS 3, passou-se também a aceitar o reconhecimento do *goodwill* em relação à totalidade da adquirida e não apenas em relação à parcela do controlador, método denominado de *full goodwill*.

As duas possibilidades de mensuração do *goodwill* são então efetivadas através do reconhecimento da participação dos não controladores na adquirida. Se a participação dos não controladores for através do valor justo dessa participação, então o *full goodwill* é aplicado. A norma permitiu também que a mensuração da participação dos não-controladores seja proporcional da parte destes no valor justo dos ativos e passivos líquidos identificáveis, método este que resulta no método “*purchased goodwill*” utilizado na IFRS 3 original de 2004.

A norma revisada excluiu a exigência de sua apuração em cada aquisição de participação. A partir de então, a participação mantida na empresa adquirida, antes da aquisição de controle, deve ser medida a valor justo e o ganho ou perda resultante reconhecida no resultado.

O *goodwill* é mensurado como a diferença na data da aquisição entre (i) a soma do valor justo de eventual participação pré-existente e o montante transferido pela adquirente para a aquisição do controle e (ii) o valor dos ativos líquidos adquiridos identificados. Se o controle é obtido sem a aquisição de 100% do capital votante, na mensuração do *goodwill* a participação dos não controladores é incluída no item (i) pelo seu valor justo dessa participação ou pelo valor proporcional à participação dos não-controladores nos ativos líquidos identificados.

O CPC 15 seguiu as alterações do IFRS 3 revisado. Dessa maneira, o conceito definido para o *goodwill* (e adotado ao longo da presente pesquisa) corresponde a um ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos.

4.3 O *goodwill* e a assimetria informacional

De acordo com o IFRS-3 e o CPC 15, o *goodwill* é apurado por diferença entre o valor justo da contraprestação transferida (somada ao valor justo de eventual participação pré-existente da empresa adquirente na adquirida e à participação de não-controladores, quando houver) e o valor justo dos ativos líquidos identificados e passivos assumidos.

A adquirente deve avaliar os ativos e passivos da adquirida a valor justo para em seguida calcular-se o *goodwill*. Considerando-se que nem sempre é possível se ter um valor objetivo para os ativos e passivos, como um valor de mercado por exemplo, principalmente para os ativos intangíveis, pode haver uma certa discricionariedade por parte da adquirente na atribuição de valor aos ativos e passivos adquiridos e conseqüentemente, ao reconhecimento do *goodwill*.

Shalev (2009), analisando o nível de *disclosure* de operações de combinação de negócios que ocorreram nos Estados Unidos entre julho de 2001 e dezembro de 2004, constatou que o nível de *disclosure* das operações diminuía a partir dos níveis “anormais”¹³ do *goodwill* reconhecido. Para Shalev (2007, p. 244-245), no contexto do SFAS 141 de 2001, os seguintes procedimentos para mensuração do *goodwill* prescritos pela norma poderiam sugerir que os administradores optassem por um menor *disclosure*, quando fossem reconhecidos níveis anormais do *goodwill*:

- O *goodwill* é resultado de uma diferença entre o valor justo da contraprestação transferida e os ativos e passivos líquidos identificados, avaliados a valor justo. Dessa maneira, algum sobrepreço pela adquirida poderia ser incluso no *goodwill*. A motivação para pagar mais pela empresa adquirida do que o mercado considera um

¹³ Shalev definiu que o nível anormal de parcela do preço de aquisição atribuída ao *goodwill* é o resíduo da regressão em que a variável dependente é a razão entre o *goodwill* e o preço de aquisição, e as variáveis explicativas são dummies indicativas da linha de negócios da adquirente e a linha de negócios da adquirida, e a expectativa de crescimento de longo prazo da adquirente.

valor justo, no entanto, pode ter como motivos tanto razões estratégicas¹⁴, como erros de avaliação ou outros interesses não econômicos (motivações gerenciais não explicitadas).

- O *goodwill* não está sujeito à amortização e por isso não diminui o lucro por ação posterior à aquisição. Assim, incrementando a parte atribuída ao *goodwill*, decresce a parte relativa aos outros ativos (diminuindo os ativos ou aumentando os passivos reconhecidos) e dessa forma possibilita ao adquirente apresentar maior lucro por ação após a operação.

A percepção da ocorrência de sobrepreço numa operação, como atribuição do valor de aquisição em “excesso” ao *goodwill*, pode levar a empresa adquirente a não divulgar a informação aos investidores, uma vez que pode ser considerada uma má notícia.

4.4 O ágio da legislação tributária

A palavra “ágio” tem uma conotação pejorativa no jargão popular. É um valor pago a mais por alguma coisa em relação a um valor de referência. Segundo o dicionário Houaiss, ágio é o juro superior à taxa legal, obtido por empréstimo em dinheiro, especulação, usura.

Não há um fundamento teórico estabelecido para o conceito de ágio na legislação tributária. Ele simplesmente foi assim definido pelo legislador, aparentemente utilizando uma das definições de dicionários da língua inglesa ou simplesmente assumido como uma diferença maior entre dois valores.

O termo ágio foi citado na legislação fiscal no Decreto-Lei nº 1.598 de 1976 e é definido como a diferença entre o valor de aquisição e o valor do patrimônio líquido contábil da empresa adquirida. O valor apurado deve depois ser classificado em um ou mais de três tipos para fins de escrituração, conforme determina o seu artigo 20:

- a) valor de mercado de bens do ativo da coligada ou controlada superior ou inferior ao custo registrado na sua contabilidade;

¹⁴ Um exemplo que ocorreu no Brasil foi a compra do BANESPA pelo Santander no ano 2000. O preço mínimo que havia sido estabelecido era de R\$ 1,85 bilhões. O banco Santander ofereceu um lance de R\$ 7,05 bilhões (ágio de 281%), enquanto a segunda maior oferta foi de R\$ 2,1 bilhões, do Unibanco. O objetivo declarado pelo sr. Gabriel Jaramillo, presidente do Santander, era que a aquisição do BANESPA fazia parte de uma estratégia para conquista de mercados da América latina, e ofertou este valor para não correr o risco de perder a oportunidade.

- b) valor de rentabilidade da coligada ou controlada, com base em previsão dos resultados nos exercícios futuros;
- c) fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas.

Observa-se que a definição de ágio na legislação tributária é diferente do conceito de *goodwill* para a contabilidade. Para esta, o *goodwill* é a diferença entre o valor atribuído ao negócio e o valor dos ativos líquidos da empresa adquirida, avaliados a valor justo. Para a legislação tributária, o ágio é a diferença entre o valor pago pela empresa adquirente e o valor do patrimônio líquido contábil da empresa adquirida.

A legislação tributária estabelece que a empresa adquirente deve classificar o ágio apurado para fins de escrituração em um ou mais dentre os três tipos anteriormente mencionados. Isso tem repercussão quanto à possível dedutibilidade dos valores para fins de imposto de renda. A dedutibilidade é permitida apenas para o ágio classificado como os dos tipos “a” e “b” acima. Caso a empresa classifique o ágio apurado como o do tipo “c”, não há direito à dedutibilidade.

Interpretando de modo literal o artigo 20 do Decreto 1.598, a empresa pode discricionariamente classificar o ágio em um ou mais dos tipos definidos. De acordo com essa forma de interpretação não há ordem para tal classificação, bem como é opção discricionária da empresa escolher um ou mais dos motivos elencados. Contudo, esse entendimento carece de fundamentação econômica e contábil.

Além dos conceitos de ágio tributário e *goodwill* serem distintos, para a contabilidade há problema na classificação dos três tipos de ágio tributário, conforme descrito no artigo 20 do Decreto 1.598.

Primeiro, quando se classifica o ágio no tipo “a” acima, fixado pela contabilidade como mais-valia de ativos, a diferença é apurada quando o valor de mercado dos bens da coligada ou controlada for maior que o custo registrado na contabilidade, para a qual deveriam ser mencionados também os direitos. Além disso, os intangíveis mencionados no item “c” também fariam parte desse item, de acordo com a contabilidade, pois devem constar como ativos as patentes, direitos autorais, direito de concessão pública, por exemplo. Falta também menção à diferença entre o valor contábil e o valor justo de passivos.

No item “c”, a expressão “fundo de comércio” também é insatisfatória, pois seus conceitos são distintos para o Direito e para a Contabilidade. Segundo o Tratado de Direito Comercial

Brasileiro de Carvalho de Mendonça, “fundo de comércio é o complexo de meios materiais e imateriais pelos quais o comerciante explora determinada espécie de comércio”. Ora, pela contabilidade isso quer dizer todo o ativo. Para aumentar ainda mais o problema é que tanto na esfera do Direito quanto na Contabilidade a expressão é por vezes usada como sinônimo de *goodwill*.¹⁵

Ainda em relação ao item “c”, há “outras razões econômicas” a serem atribuídas à diferença entre o valor pago e o valor contábil, que não a mais-valia de ativos (item “a”) ou expectativa de rentabilidade futura (item “b”). Do ponto de vista da contabilidade só poderiam existir duas situações possíveis para a diferença entre o valor de aquisição e o valor contábil: mais-valia de ativos ou expectativa de rentabilidade futura. A corroborar tal entendimento, a CVM, na Instrução CVM 247, reconhece que a diferença entre o valor de aquisição e o valor contábil da empresa adquirida pode ser decorrente da diferença entre o valor de mercado de parte ou de todos os bens do ativo da coligada e controlada e o respectivo valor contábil ou decorrente de expectativa de resultado futuro da coligada e controlada.

A diferença entre os conceitos de ágio tributário e *goodwill* provocou enormes problemas, pois para a contabilidade a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil dos elementos patrimoniais nunca foi denominada de “ágio”. O artigo 20 do Decreto-Lei nº 1.598 provocou e ainda provoca intensas discussões entre contadores e alguns operadores do Direito. Esses últimos¹⁶, advogando que a classificação de ágio independe de uma ordem (se mais valia de ativos, correspondendo ao item “a” do § 2º, se devido à expectativa de rentabilidade futura, correspondendo à letra “b”, ou então à letra “c”, por fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas), sendo de competência discricionária da própria empresa adquirente a classificação do ágio. Os contadores, por seu turno, no melhor entendimento da Teoria Contábil, não têm dúvida de que se deve primeiro apurar o valor justo de todos os ativos e passivos adquiridos, e somente depois disso apurar-se o *goodwill* (ágio por expectativa de rentabilidade futura), correspondendo ao item “b” do § 2º (MARTINS; IUDICIBUS, 2011, p. 79).

¹⁵ Iudícibus e Martins *in* Controvérsias Jurídico-Contábeis, Lopes e Mosquera, (Coord. p. 77).

¹⁶ É importante destacar a existência de ilustres advogados assumindo que a essência econômica do negócio determina que deva existir uma ordem para alocação do ágio e que se apuraria o *goodwill*, ou ágio, por expectativa futura por diferença.

4.5 A dedutibilidade fiscal do ágio

É interessante observar que por haver uma ambiguidade entre a forma de reconhecimento e apuração do ágio tributário e o *goodwill*, há uma grande quantidade de embates entre contribuintes e o Fisco, tanto na esfera administrativa quanto no Judiciário.

O Fisco questiona se o ágio classificado pelo contribuinte como rentabilidade futura está correto, tendo em vista que isso tem reflexo na apuração do imposto de renda. A amortização do ágio é possível, de acordo com a sua natureza. O contribuinte não tem nenhum benefício fiscal se classificar o ágio apurado numa operação de combinação de negócios segundo o item “c” do Decreto-Lei 1.598 (fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas), tendo em vista a sua impossibilidade, prevista no inciso II do artigo 7º da Lei nº 9.532/77.

A amortização do ágio por rentabilidade futura não tem reflexos na apuração do imposto de renda, conforme disposto no artigo 25 do Decreto-Lei 1.598. Contudo, o artigo 7º da Lei nº 9.532, de 10 de Dezembro de 1997 faculta a amortização do ágio por rentabilidade futura, com reflexo, portanto, na apuração do imposto de renda, nos casos de uma empresa absorver o patrimônio de outra em virtude de incorporação, fusão ou cisão, numa situação em que já detinha participação acionária adquirida com ágio.

A amortização do ágio e sua dedutibilidade para fins de imposto de renda decorre de uma legislação aprovada no contexto das privatizações das empresas estatais, no governo de Fernando Henrique Cardoso, para tornar o negócio mais atrativo às empresas participantes do leilão.

Deve-se ressaltar ainda que até o ano de 2009 o *goodwill*, ou ágio por expectativa de rentabilidade futura, deveria ser amortizado contabilmente em até 10 anos, de acordo com a instrução CVM nº247. A amortização sistemática do *goodwill* não foi mais contabilmente permitida a partir do ano de 2009, devendo doravante as empresas passarem a testá-lo em relação ao seu valor recuperável (*impairment test*). A ideia subjacente para a não amortização é a de que o *goodwill* vai gerar benefícios indefinidamente e afetar a geração de caixa por um período indefinido. Essa forma não sistemática de baixa do *goodwill* traz muita subjetividade ao assunto, tornando-o ainda mais complexo.

Por todo o exposto, verifica-se que a definição de ágio na legislação tributária e as premissas para o seu reconhecimento necessitam de revisão e o eventual benefício fiscal da sua dedutibilidade seja mais bem definido.

5 METODOLOGIA

5.1 Aspectos metodológicos

A presente pesquisa pode ser considerada de natureza empírico-analítica, de acordo com classificação de Gamboa, citado por Martins (2000, p.26), pois procura analisar relação de causa e efeito entre as variáveis, privilegiando a utilização de técnicas estatísticas na busca de inferências obtidas a partir de uma amostra selecionada. Segundo o autor, as pesquisas de natureza empírico-analítica apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados essencialmente quantitativos.

Quanto à estratégia de pesquisa, pode ser considerada quase-experimental do tipo *ex post facto*. De acordo com Martins e Theóphilo (2009, p. 59), nas pesquisas ou delineamentos quase-experimentais, o pesquisador não tem controle sobre as principais variáveis dos estudos e a distribuição dos sujeitos da amostra selecionada pelas condições do estudo ocorre naturalmente, sem a sua intervenção. Contudo, apesar de não ter controle sobre as variáveis presentes no estudo, esta estratégia permite ao pesquisador analisar as causas e efeitos do fenômeno investigado.

As pesquisas quase experimentais com delineamento *ex post facto* são as mais comuns nas investigações em ciências sociais, de acordo com Martins e Theóphilo. Nessa estratégia, as relações entre as variáveis são verificadas após a ocorrência dos fatos. No presente estudo busca-se analisar a relação entre o nível de *disclosure* de operações de combinação de negócios realizados em 2010 e as características da empresa adquirente, como o seu porte, o percentual de capital do controlador, o seu setor de atuação, a listagem em segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e em bolsas americanas e outros fatores relacionados à combinação de negócios, como o percentual do *goodwill* reconhecido em relação ao valor da operação e o porte relativo da empresa adquirida em relação à adquirente.

5.2 Fontes de informação

Não há uma publicação que contenha a relação de todas as operações de fusão e aquisição ocorridas no Brasil. No caso de combinação de negócios envolvendo empresas de capital aberto, a constatação da ocorrência da operação pode ser obtida consultando-se as notas explicativas das demonstrações financeiras publicadas por todas as empresas listadas na bolsa

de valores. Contudo esse procedimento demandaria muito tempo, por isso procurou-se uma alternativa para obter a relação das combinações de negócios ocorridas em 2010.

Estudos e análises de operações de fusão e aquisição realizados por entidades como a ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimentos e da PricewaterhouseCoopers e os relatórios de eventos do banco de dados da *Bloomberg* são fontes de informação sobre operações de fusão e aquisição ocorridas no Brasil.

O ranking de fusões e aquisições da ANBIMA é preparado com informações fornecidas pelas instituições financeiras e não financeiras que assessoram participantes nas operações de fusão, aquisição, de ofertas públicas de ações e nas reestruturações societárias. No ano de 2010, a base de dados da ANBIMA reportou 157 operações (Apêndice 5). Contudo, nessa relação constam tanto operações de fusão e aquisição, envolvendo troca de controle acionário, como aquisições de participações acionárias sem mudança de controle e operação de aquisição em que a adquirente não é uma empresa de capital aberto.

Uma relação de operações de fusão e aquisição também pode ser obtida consultando-se eventos de fusão e aquisição citados no banco de dados da *Bloomberg* (Apêndice 6) e nos Relatórios de Fusões e Aquisições publicados mensalmente pela PricewaterhouseCoopers¹⁷.

Cruzaram-se as informações contidas no ranking de fusões e aquisições da ANBID com as informações do banco de dados da *Bloomberg* e nos Relatórios de Fusões e Aquisições da PricewaterhouseCoopers, de modo a se obter uma relação de empresas envolvidas em operações de fusão e aquisição.

A fim de alcançar a confirmação de que todas as operações de combinação de negócios tivessem sido relacionadas, foram realizadas buscas nos documentos encaminhados pelas empresas à CVM relativos ao ano de 2010, nos documentos intitulados “Fato Relevante”, “Assembleia de acionistas” e “Comunicado ao Mercado” através do sistema IPE, que é um repositório de documentos que as companhias abertas são obrigadas a encaminhar para a CVM. A pesquisa foi efetivada por meio da consulta por período, de 01 de janeiro de 2010 a 31 de dezembro de 2010. As categorias de documentos foram as anteriormente informadas, e as palavras chaves utilizadas foram “aquisição”, “combinação”, “incorporação”, “fusão” e “reorganização”.

¹⁷ Disponíveis em www.pwc.com/pt/estudos-pesquisas/fusoes-aquisicoes.jhtml

Transpondo-se as informações obtidas da consulta à CVM com as informações contidas na base de dados da ANBID, da *Bloomberg* e dos Relatórios de Fusões e Aquisições da PricewaterhouseCoopers, relacionaram-se apenas aquelas operações cuja adquirente era uma companhia aberta listada na BM&FBOVESPA. Foram excluídas as operações não consideradas combinação de negócios. Na relação final restaram 41 empresas envolvidas em 76 operações de fusão e aquisição (Apêndice 4).

As informações relativas ao *disclosure* das operações de combinação de negócios foram obtidas das demonstrações financeiras das empresas, arquivadas na CVM ou publicadas em jornais ou no *site* das empresas. Também foram analisados outros documentos arquivados na CVM como o relatório da administração, formulário de referência, atas de assembleias de acionistas, acordo de acionistas, fato relevante e comunicado ao mercado.

É importante destacar que as informações foram obtidas através da análise do conteúdo dos documentos acima referidos, principalmente das notas explicativas das demonstrações financeiras e disso pode resultar uma apreciável dose de julgamento por parte do pesquisador.

5.3 Formulação das hipóteses de pesquisa

De acordo com Ahmed e Curtis (1999), a metodologia típica empregada nas pesquisas relacionando o nível de *disclosure* com característica da empresa é a construção de um índice relevante em nível de país, e o relato da quantidade de itens informacionais divulgados com características corporativas. Dependendo do país examinado, o índice compreende itens de divulgação voluntária e/ou itens de divulgação obrigatória.

A pesquisa busca verificar quais características da empresa adquirente (tamanho, estrutura de controle e listagem em bolsas internacionais), bem como o percentual de reconhecimento do *goodwill* em relação ao valor da transação e o porte da empresa de auditoria influenciam o nível de *disclosure* da operação de combinação de negócios.

Para todas as operações de combinações de negócios, o *disclosure* é obrigatório a partir do exercício findo em 31 de dezembro de 2010. Quanto às operações de combinação de negócios individualmente consideradas imateriais, mas coletivamente materiais, a norma permite que algumas das informações possam ser feitas de modo agregado (itens B64 “e” a B64 “q” do CPC 15).

Embora o *disclosure* de informações relativas à combinação de negócios seja obrigatório, verificaram-se níveis diferenciados de *compliance* entre empresas. Uma situação parecida foi constatada por Falcão (1993), ao concluir que em geral as empresas não atendiam aos requisitos exigidos pela CVM, analisando o *disclosure* de 11 itens do Relatório de Administração (descrição do negócio, produtos e serviços, comentário sobre a conjuntura econômica geral, recursos humanos, entre outros), de 82 empresas no ano de 1989 e 43 empresas em 1990, cuja apresentação era recomendada pela CVM.

5.3.1 Disclosure e porte da empresa

Na meta-análise de pesquisas sobre *disclosure* empreendida por Ahmed e Curtis (1999), a variável mais presente, ao relacionar o nível de *disclosure* com característica da empresa, foi o seu tamanho. As *proxies* utilizadas foram valor contábil dos ativos, valor de mercado da firma, receita total e número de acionistas. Segundo Ahmed e Curtis (1999), diversos estudos (CERF, 1961; SINGHVI *et* DESAI, 1971; STANGA, 1974; BUZBY, 1975; BEALKAOUI *et* KAHL, 1978; FIRTH, 1979; COURTIS, 1979; MCNALLY, 1982; COOKE, 1989; WALLACE, 1994; INCHAUSTI, 1997) constataram relacionamento positivo entre o *disclosure* e o tamanho da firma. Conforme os autores, os resultados sugerem que as maiores empresas apresentam melhor nível de *disclosure*.

A hipótese levantada por Singhvi e Desai (1971) era que quanto maior o porte da empresa, medido pelo total de ativos, maior o *disclosure*, pelo fato de o custo para gerar as informações ser relativamente menor para as empresas maiores. Uma outra justificativa seria pelo fato de os administradores das empresas maiores estarem mais inclinados a perceber o potencial de benefícios de um maior nível de *disclosure*. E ainda há outra justificativa, de que as empresas menores seriam mais relutantes em divulgar, por receio de colocar em risco sua posição competitiva.

Ainda outra explicação para que as empresas de maior porte sejam mais inclinadas à maior divulgação seria sua maior visibilidade perante a sociedade. Por estarem sob maior escrutínio do governo e do mercado, estão sujeitas a maiores custos políticos. Nesse sentido, uma maior divulgação reduziria os custos políticos e aumentaria sua reputação corporativa (WATTS *e* ZIMMERMANN, 1986).

Para Diamond e Verrecchia (1991), empresas maiores tendem a divulgar mais informações públicas para diminuir a assimetria informacional, o que aumentaria a demanda de investidores institucionais devido ao crescimento da liquidez das ações. Disso resultaria a diminuição do custo de capital para a empresa.

Salotti (2005), usando modelo analítico proposto por Verrecchia (2001), pesquisou os motivos que levavam as empresas brasileiras a divulgar voluntariamente a DFC, Demonstração dos Fluxos de Caixa, à época em que a divulgação dessa demonstração não era obrigatória no Brasil. Entre os achados, verificou que os custos de divulgação tinham relação negativa com a decisão de divulgar voluntariamente a DFC. Utilizou o tamanho da empresa como *proxy* invertida para o custo. Concluiu então que a divulgação voluntária da DFC tinha relação positiva com o tamanho da firma. Como *proxies* para o porte da empresa usou o valor contábil total dos ativos e o seu valor de mercado.

Murcia e Santos (2009) analisaram o *disclosure* de informações voluntárias contidas nas DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas) do exercício findo em 2007, das 100 maiores companhias abertas brasileiras não-financeiras. Uma das características testadas foi o tamanho das empresas. Como *proxy* para o tamanho da empresa utilizaram o logaritmo natural das receita bruta no ano de 2007. Verificaram que o tamanho da empresa está positivamente relacionado com o nível de *disclosure* de informações e os resultados corroboraram a hipótese de custos políticos de Watts e Zimmerman (1986), na medida em que grandes empresas possuem pressão política devido à sua reputação e ao seu impacto na economia.

Operações de fusão e aquisição estão sujeitas à aprovação de órgãos de defesa da concorrência. No Brasil, operações de fusão e aquisição devem ser submetidas à análise e aprovação do CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Operações que resultem em concentração econômica acima de 20% do bem ou serviço analisado, ou quando uma das empresas possuir faturamento acima de R\$ 400 milhões, devem ser submetidas à apreciação do CADE.

Assim, considerando que empresas de grande porte são suscetíveis a maior acompanhamento por parte do mercado e do governo, é possível formular a seguinte hipótese:

H1: O nível de divulgação da combinação de negócios tem correlação positiva com o tamanho da empresa adquirente.

5.3.2 Disclosure e goodwill

A contabilidade trata o *goodwill* adquirido como um resíduo, considerado como a diferença entre o valor atribuído ao negócio e o valor líquido dos ativos e passivos avaliados a valor justo. Inclui-se, portanto, no *goodwill*, os ativos intangíveis não identificados, a expectativa de rentabilidade futura, e eventualmente um sobrepreço.

Se parcela substancial do valor atribuído ao negócio for reconhecido como *goodwill*, pode ser uma sinalização de que a empresa adquirente pagou mais do que vale a empresa adquirida, de acordo com avaliação do mercado, e pode não ser de seu interesse apresentar um alto nível de *disclosure* da operação.

Shalev (2007) identificou dois fenômenos em combinação de negócios que poderiam incentivar os administradores a usar critério de materialidade para baixar o nível de *disclosure* da operação. São eles sobrepreço na operação e alocação distorcida no valor da transação, superestimando o valor do *goodwill* reconhecido.

O sobrepreço pode ter como motivação a entrada em um novo mercado em que a empresa adquirente não tenha atuação ou como uma forma de aumentar a sua participação de mercado para aumentar o seu poder, ou ainda por erro de avaliação. Mas pode também ter como origem o excesso de autoconfiança ou mesmo arrogância por parte do administrador da empresa adquirente.

Deve ser ressaltado, por oportuno, que o valor que a empresa adquirente atribui ao negócio pode ser diferente do que a média da avaliação do mercado. Isso pode ser por motivos variados e somente a empresa adquirente é que os conhece. Não desconsiderando a possibilidade de que o negócio tenha motivação gerencial, mas a empresa só entraria no negócio se vislumbrasse vantagens, no melhor sentido de maximização de sua riqueza.

De acordo com Shalev (2007, p.16-17), é possível que o sobrepreço resulte num reconhecimento exagerado do valor do *goodwill*. Embora a orientação contida nos parágrafos B103 do SFAS 141 indique o sobrepreço como conceitualmente uma perda e não deva ser

considerado como parte do *goodwill*, o mesmo é tido como um valor residual e poderia, portanto, integrá-lo. (tradução livre).¹⁸

O reconhecimento intencional e distorcido do valor do *goodwill*, de acordo com SHALEV (2007, p.17), é pela crença de que os investidores têm fixação funcional no lucro. Assim, como a amortização sistemática do *goodwill* não é mais permitida pelo SFAS 141, a operação resultaria em aumento do lucro reportado pela combinação, podendo ser um incentivo para os gestores reconhecerem valor distorcido do *goodwill*.¹⁹

Shalev (2007) verificou que o *disclosure* é menor quanto maior for a parcela do valor da transação reconhecido como *goodwill* em relação ao valor da transação. Segundo Shalev, quando a adquirente paga muito mais do que vale a empresa adquirida, ou quando o valor do *goodwill* é “exagerado” em relação ao valor da transação, a adquirente tende a divulgar menos informações sobre a combinação de negócios.

O *goodwill* além de não ser mais amortizado contabilmente de maneira sistemática, pode ser deduzido do imposto de renda no Brasil²⁰, sob certas condições. Essa situação pode incentivar os administradores a reconhecerem parcela substancial do valor da transação como *goodwill*.

Observando-se, portanto, que não seria interesse dos gestores revelarem sobrepreço, nem o reconhecimento distorcido do valor do *goodwill*, considerados “*bad news*”, a hipótese colocada é a seguinte:

H2: O nível de *disclosure* de uma combinação de negócios tem correlação negativa com a razão entre o *goodwill* reconhecido e o valor da contraprestação transferida.

5.3.3 *Disclosure* e dispersão do capital

Na revisão da literatura sobre a teoria da agência, verificou-se que a separação entre propriedade e controle fez surgir o conflito de agência entre o principal e o agente. Também

¹⁸ Overpayment is likely to result in an overstated portion of the purchase price allocated to goodwill. Even though the guidance in paragraphs B103 of SFA 141 indicates that overpayment is conceptually a loss and should not be part of the goodwill, goodwill is measured as a residual value and any overpayment, by construction, is subsumed in it.

¹⁹ No Brasil o *goodwill* também não é mais amortizável. Contudo, como todos os intangíveis de vida indefinida têm de ser testado por impairment, pelo menos anualmente, há a possibilidade de que os gestores possam discricionariamente reduzir o *goodwill* de acordo com a sua conveniência. Isso pode resultar em maior volatilidade do lucro, dependendo do valor da baixa do *goodwill*.

²⁰ Veja a seção 4.5 sobre a dedutibilidade do ágio.

como decorrência da separação entre propriedade e controle da firma, e pelo fato de os agentes estarem engajados na operação da mesma, eles têm mais informações que os investidores, surgindo então a assimetria informacional entre os envolvidos. Nos países com fraca proteção legal aos investidores, a concentração de propriedade seria uma forma de ampará-los, segundo La Porta *et al* (2000).

Porém, Shleiffer e Vishny (1997, p.758) verificaram que os interesses dos acionistas controladores não necessariamente coincidem com os de outros investidores na empresa. A presença de grandes acionistas pode acabar gerando conflito entre acionistas controladores e não-controladores, tornando possível que estes possam ser expropriados por aqueles. Essa possibilidade pode ocorrer, por exemplo, pela ineficiência resultante de busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor da empresa.

A expropriação dos acionistas não-controladores pelos controladores pode ocorrer, segundo Lanzana (2004, p. 48), pela nomeação de indivíduos ligados ao controlador para a gestão da empresa, pela avaliação de investimentos com base em critérios de interesse pessoal do controlador, pela realização de empréstimos entre empresas do mesmo grupo pertencentes ao controlador a taxas abaixo das praticadas no mercado, denominada *tunneling*, ou transferência de recursos entre empresas do mesmo grupo a preços não considerados “justos”, fixação de “dividendos” especiais para os controladores ou grupo de controle, resistência à aquisição do controle da empresa²¹, dentre outros motivos.

O pagamento de um determinado prêmio pelas ações do bloco de controle, maior que o preço pago pelas demais ações, evidenciaria a valorização do controle, indicando que os controladores podem ter acesso a benefícios privados do controle. Caso os não-controladores recebessem os mesmos benefícios dos acionistas controladores, não haveria, em tese, o pagamento de um prêmio pelas ações do bloco de controle.

O acionista controlador, por ter o poder para eleger a maioria dos administradores da empresa, tem maior controle sobre suas decisões, já que os indicados por ele seguem a sua orientação. De acordo com Archambault e Archambault (2003, p. 180), os investidores detêm uma grande porcentagem das ações e estão mais aptos a obter informação diretamente da empresa.

²¹ Lanzana cita que um das formas de expropriação seria a resistência à compra do controle da empresa, contudo a expropriação poderia ocorrer na resistência a uma operação de aquisição do controle da empresa, na qual ocorre a troca do controlador. Assim, a expressão correta seria, portanto, resistência à aquisição do controle.

Como o acionista controlador possui acesso privilegiado às informações, não demandaria *disclosure* de informações (LEUZ; VERRECCHIA, 2000). Espera-se, portanto, que empresas com capital acionário mais disperso divulguem mais informações que aquelas controladas por grandes acionistas (RAFFOURNIER, 1995). A hipótese formulada é:

H3: O nível de *disclosure* de uma combinação de negócios tem correlação positiva com a dispersão do capital.

5.3.4 *Disclosure* e porte da empresa de auditoria

De acordo com Carpenter e Strawser, (1971, *apud* Deangelo 1981) era bem reconhecido, à época, que as empresas tendiam a optar por uma das “*Big Eight*” (maiores empresas de auditorias de então) quando abriam o seu capital. Isso ocorreria, em parte, porque os subscritores frequentemente recomendavam que uma das oito maiores empresas de auditoria fosse contratada, pois as “ações seriam vendidas a um preço maior”.

Um relatório especial elaborado pelo AICPA (*The Derieux Committee Report* – Comitê especial de firmas médias e pequenas, de 1980) criticava duramente essa postura das empresas, pois entendia que a qualidade de auditoria era independente do porte da empresa e a escolha do auditor baseado no porte levaria a uma concentração da atividade de auditoria em um número cada vez menor de empresas (DEANGELO, 1981, p. 195).

Os serviços de auditoria são demandados como ferramentas de monitoração face ao potencial conflito de interesse entre os proprietários e os administradores da empresa, bem como entre diferentes classes de acionistas (DEANGELO, 1981, p. 185). As demonstrações financeiras auditadas seriam a resposta mais barata para resolver os conflitos de agência. Para Lopes e Martins (2007), o processo de auditoria é um mecanismo informacional, cujo objetivo é fornecer um “atestado” de fidedignidade para as demonstrações contábeis.

A qualidade de auditoria está relacionada com a independência do auditor em relação ao seu cliente. Para Deangelo (1981), quanto maior a firma de auditoria, em relação à quantidade corrente de clientes e quanto menor a empresa em relação às suas receitas, menos incentivos o auditor teria para agir oportunisticamente e maior a qualidade percebida da auditoria.

No Brasil são comuns discussões a respeito da independência entre profissionais e pesquisadores da área contábil, questionando a “real” independência dos auditores, pois os

mesmos são contratados pelos controladores, que muitas vezes também administram as empresas (MURCIA; SANTOS, 2009, p.35). A questão é que os auditores devem certificar as demonstrações financeiras preparadas por aqueles que os contratam, sendo os responsáveis pelo pagamento dos seus serviços. Assim, a independência do auditor pode ficar comprometida.

As grandes empresas de auditoria, as denominadas “*Big Four*” (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernest & Young), tendem a não se associar a empresas com baixo nível de evidenciação (AHMAD; HASSAN; MOHAMMAD, 2003).

O conteúdo dos relatórios anuais pode ser influenciado pelo auditor. Wallace *et al* (1994) sugerem que as grandes firmas de auditoria podem tentar melhorar a percepção de qualidade dos relatórios anuais fazendo seus clientes divulgarem mais informações.

Ahmed e Curtis (1999), não encontraram resultados conclusivos na sua meta-análise das pesquisas sobre *disclosure* e porte da empresa de auditoria. Reportam que algumas pesquisas encontraram relacionamento positivo e significativo (Singhvi e Desai, 1971; Malone *et al*, 1993; Ahmed e Nicholls, 1994, Hossain *et al*, 1994; Raffourneir, 1995; Ahmed, 1996; Patton e Zelenka, 1997). Por outro lado, os autores relatam que outras pesquisas não encontraram ligação entre o porte da empresa de auditoria e o nível de *disclosure* (Singhvi, 1968; Courtis, 1979; Firth, 1979; Tong *et al*, 1990; Wallace *et al*, 1994).

Murcia e Santos (2009), em pesquisa sobre os determinantes do nível de *disclosure* voluntário nas demonstrações financeiras dos anos de 2006, 2007 e 2008 de companhias abertas brasileiras, encontraram evidências de que as empresas auditadas pelas “*Big Four*” apresentaram maior nível de *disclosure* de informações econômicas.

Contudo, Oliveira e Leme (2011), analisando o *disclosure* de 20 empresas brasileiras listadas simultaneamente na Bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE) e na Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 2008, não encontraram evidências de que o porte da empresa de auditoria fosse determinante no nível de *disclosure*.

A vigência do CPC 15 deu-se a partir de 2010, sendo uma norma recentemente editada e os preparadores das demonstrações financeiras poderiam ter dificuldades na sua aplicação. Dessa maneira, as empresas de auditoria poderiam exercer um papel importante na implementação e

orientação das normas relativas à divulgação das operações de combinação de negócios. Assume-se que as maiores empresas de auditoria, por terem experiência internacional na utilização dessas regras sobre *disclosure* de operações de combinação de negócios, estejam mais preparadas que as suas congêneres locais para certificar o *disclosure*. Formula-se assim a seguinte hipótese de pesquisa:

H4: O nível de *disclosure* de uma combinação de negócios tem correlação positiva com o porte da empresa de auditoria.

5.3.5 *Disclosure* e participação em programas de ADR

Uma das alternativas de captação de recursos pelas companhias brasileiras de capital aberto são os mercados internacionais. Através dos *American Depositary Receipts* (ADR), as empresas brasileiras têm a possibilidade de negociar seus valores mobiliários nos Estados Unidos, o maior mercado de capitais do mundo.

ADRs são instrumentos de negociação em dólares americanos, emitidos por um banco depositário nos Estados Unidos, representando a propriedade de valores mobiliários estrangeiros. Os ADRs possibilitam ao investidor americano negociar valores mobiliários estrangeiros, sem preocupar-se com prazos diferentes de liquidação e com demais problemas associados a mercados estrangeiros.

Bruni (2002, p. 10) relacionou os principais fatores que incentivam o lançamento de programas de ADR por empresas não americanas:

- 1 – Fornecimento de um meio simples de diversificação da base de acionistas da companhia e acesso ao principal mercado de capitais do mundo, os Estados Unidos;
- 2 – Possibilidade de aumento da liquidez das ações subjacentes do emissor;
- 3 - Possibilidade de uso como um instrumento financeiro de ações, tanto nas operações de fusão e aquisição, quanto nos planos para compra de ações por empregados para as subsidiárias americanas;
- 4 – Contribuição para uma maior presença e reconhecimento do nome da companhia na comunidade de investimentos americanos;
- 5 – Captação de recursos no mercado americano, através de algum tipo específico de programa de ADR.

Os ADRs podem ser lançados no nível I, II, III ou norma 144-A. Cada um desses níveis possibilita diferenciação de acesso ao mercado de capitais americano e quanto maior o acesso, maiores são os requisitos de adequação à legislação exigidos das empresas pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgão regulador do mercado americano.

No nível I, as ações adquiridas em bolsa de valores estrangeiras são convertidas em ADRs para negociação nos mercados de balcão americanos. Não há negociação desse nível de ADR nas bolsas, as quais não estão sujeitas a registro na SEC. Cabe à empresa disponibilizar as mesmas informações divulgadas no mercado de origem.

Os ADRs de nível II são listados e negociados em bolsa de valores, e dessa forma devem ser registrados na SEC e em uma das bolsas americanas. ADRs de nível II devem seguir as regras emanadas da SEC e das USGAAP (normas contábeis americanas).

Os ADRs de nível III surgem a partir de uma oferta pública de ADRs da empresa no mercado americano, com registro completo na SEC e listagem em bolsas. Os requerimentos de registro são similares aos do ADRs de nível II.

Os ADRs da norma 144-A são autorizações para que as empresas negociem suas ações junto aos investidores institucionais qualificados (QIB, *Qualified Institutional Buyers*), compostos por médios e grandes investidores institucionais e instituições financeiras. Ficam submetidas parcialmente às exigências de registro e relatório informativo da SEC. Contudo, os QIBs podem exigir certa divulgação financeira, exceto se tenha sido concedida a isenção de relatório informativo por norma específica.

Portanto, quando as empresas brasileiras emitem ADRs dos níveis II e III ficam sujeitas às normas do FASB e devem seguir os USGAAP.

De acordo com Lanzana (2004), a possibilidade de as empresas brasileiras emitirem ADRs ou títulos de dívida no mercado americano tem exigido dessas empresas um nível maior de abertura de informações do que o exigido pela legislação brasileira.

Como as empresas são obrigadas a atender exigências da SEC para *disclosure* de informações no mercado americano, e como os custos de divulgação devem ser incorridos de qualquer maneira pelas empresas que emitem ADRs de nível II e III, parte do custo de divulgação já

teria sido comprometido pela empresa e não há sentido apresentar nível menor de *disclosure* no mercado doméstico do que o apresentado nos Estados Unidos.

Conforme Leuz e Wysocki (2008), a legislação americana sobre valores mobiliários protege muito mais os direitos dos investidores de fora do que em outros países, sendo esses direitos mais rigorosamente exigidos tanto pela SEC como pelos tribunais nos litígios sobre valores mobiliários. Quando listam seus títulos nas bolsas de valores americanas, as empresas estrangeiras ficam sujeitas às suas leis e respectivo *enforcement*.

Empresas estrangeiras que são listadas nas bolsas americanas incrementam substancialmente o *disclosure* (via Form 20-F) e dessa forma tornam a monitoração do comportamento dos controladores mais barata para os interessados de fora da empresa, além de aumentar a atenção de analistas financeiros e a monitoração pelos participantes sofisticados do mercado de capitais americanos, como os fundos de pensão e investidores institucionais (LEUZ; WYSOCKI, 2008, p.54).

A política de *disclosure* de uma empresa tende a ser influenciada pela política de *disclosure* do mercado de capitais onde seus títulos são negociados, segundo Archambault e Archambault (2003). A dispersão acionária pode aumentar com a diversificação de mercados nos quais seus papéis são negociados, fazendo maior o *disclosure* da empresa.

Garcia *et al* (2004) analisaram, através de estudo de eventos, o impacto causado no valor das empresas, em decorrência da concessão de registro para emissão de ADRs. Face ao comprometimento com padrões mais altos de *disclosure* das empresas que emitem ADRs dos níveis II e III, verifica-se impacto positivo no valor das empresas.

Salotti (2005) verificou correlação positiva entre divulgação voluntária da DFC (quando sua divulgação não era exigida pela legislação societária brasileira) e participação da empresa nos programas de ADR, concluindo que um dos motivos para as empresas brasileiras divulgarem voluntariamente a DFC foi pelo fato de participarem de programas de ADR. Como as empresas eram obrigadas a divulgar a DFC no mercado americano, divulgavam-na também no mercado brasileiro.

Murcia e Santos (2009) analisaram os fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das 100 maiores empresas brasileiras de capital aberto não-financeiras, com base na análise das demonstrações financeiras do exercício findo em 2007. Verificaram correlação positiva

entre o nível de *disclosure* e a participação da empresa em programa de emissão de ADRs dos níveis II e III.

Gondrige (2010) analisou o *disclosure* relacionado à evidenciação voluntária de informações ligadas a cinco dimensões da empresa: (i) informações gerais; (ii) informações relacionadas a empregados e administradores; (iii) informações estatísticas e não financeiras; (iv) projeções; (v) análises financeiras. De acordo com os dados de companhias abertas brasileiras divulgados no ano de 2008, empresas que emitem ADRs tendem a possuir maior nível de divulgação voluntária.

Resultado divergente foi constatado por Bruni (2002). Analisando a hipótese de que a eficiência informacional do mercado doméstico aumentaria face à emissão de ADRs, cujas conseqüências seriam aumento na eficiência alocacional e redução do custo de capital da empresa, chegou a resultados que não corroboraram a hipótese. Argumentou que este fato poder ter sido efeito do uso das cotações de fechamento e retornos diários (restrição imposta pela base de dados utilizada) e os resultados poderiam ser outros se a contribuição ao nível de eficiência informacional no mercado doméstico face à emissão de ADRs pudesse ser verificada com o uso de dados intradiários.

Considerando que as empresas emissoras de ADRs dos níveis II e III são obrigadas a preencher o formulário 20-F exigido pela SEC e a seguir a norma SFAS-141 (*Business Combinations*) na elaboração das demonstrações contábeis, a hipótese formulada é a seguinte:

H5: O nível de divulgação da operação de combinação de negócio tem correlação positiva com a participação da empresa em programas de ADR.

5.4 *Disclosure* de informações financeiras

O *disclosure* de informações financeiras é definido como qualquer divulgação deliberada de informações financeiras (e não-financeiras), tanto numéricas como qualitativas, obrigatórias ou voluntárias, por meios formais ou informais (GIBBINS *et al* 1990, p.122 *apud* HASSAN *et* MARSTON , 2010, p.8).

O *disclosure* pode ser obrigatório ou voluntário. *Disclosure* obrigatório é a informação divulgada em atendimento a exigências legais, decorrentes de regulação do mercado de valores mobiliários. O *disclosure* voluntário é toda informação que excede o exigido pelas

normas. Entende-se como voluntárias as divulgações recomendadas, mas não explicitamente exigidas nas normas.

O *disclosure* de informações financeiras é um importante meio de comunicação entre a administração da empresa e os investidores e demais participantes do mercado. A demanda por *disclosure* decorre do problema da assimetria informacional e do conflito de agência entre os administradores e investidores (HEALY; PALEPU, 2001).

O *disclosure* é uma grandeza latente, trata-se de um conceito não mensurável diretamente. Cooke e Wallace (1989, p.51 *apud* Marston e Shrives, 1991, p.197) reconhecem explicitamente o problema inerente à mensuração do *disclosure* financeiro. Para eles o *disclosure* financeiro é um conceito abstrato que não se consegue medir diretamente por não possuir as características inerentes pelos quais se possa determinar sua intensidade ou qualidade como, por exemplo, a potência de um carro. Ainda não há uma teoria geral sobre *disclosure*, o que torna mais complexo o desenvolvimento e avaliação de uma medida (HASSAN; MARSTON, 2010, p. 32).

Uma forma indireta de medir o *disclosure* é através da construção de um índice com base em variáveis observáveis, julgando-se que tenham relação com o *disclosure*. Os aspectos observáveis podem ser tanto objetivos com uma quantificação numérica, quanto subjetivos, relativos à qualidade da informação. Esse índice expõe então o nível de *disclosure* de um grupo de empresas, o qual pode ser usado para mostrar o *compliance* com normas, se os itens que compõem o índice forem exigidos, ou pode mostrar o nível de *disclosure* voluntário.

Índice de *disclosure* foi utilizado primeiramente por Cerf em 1961, de acordo com Ahmed e Curtis (1999). Depois, vários pesquisadores fizeram uso dessa técnica (como Singhvi e Desai em 1971; Firth, 1979; Chow e Wong-Boren, 1987; Botosan, 1997).

5.4.1 Índice de *Disclosure*

Quando o pesquisador utiliza um índice de *disclosure* em suas pesquisas, pode optar entre envolver-se totalmente na construção do índice ou não ter envolvimento nenhum (HASSAN; MARSTON, 2010, p. 19.). O comprometimento completo do pesquisador ocorre quando este controla o processo de elaboração, selecionando os itens de informação que farão parte do índice. O pesquisador não se envolve quando utiliza índices usados anteriormente ou elaborados por organizações profissionais ou outras organizações especializadas.

Ao utilizar índices de *disclosure* existentes o pesquisador tem a vantagem de fazer comparações diretas de sua pesquisa com pesquisas anteriores (MARSTON; SHRIVES, 1991). Também tem o benefício de economizar tempo de pesquisa, mas se restringe a itens pré-definidos, não tendo a flexibilidade de adicionar ou retirar itens que julgar necessários em sua pesquisa.

Índices existentes podem ser o *ranking* do CIFAR (*Center for International Financial Analysis and Research*), AIMR da *Association for Investment and Management Report* e o indicador de transparência da *Standard & Poors*. No Brasil há os *rankings* de transparência da Abrasca (Associação Brasileira de Companhias Abertas) e o prêmio ANEFAC (Associação Nacional dos Executivos de Finanças).

A opção de utilizar um índice próprio ocorre quando o pesquisador julgar mais apropriado escolher itens adequados para o contexto de sua pesquisa. Os itens que compõem o índice são então escolhidos dentre aqueles que se consideram ter relação com o *disclosure*.

Fazer uso de um índice próprio tem algumas desvantagens. A primeira é que em geral é uma escolha muito trabalhosa, consumindo tempo precioso do pesquisador na sua elaboração. Por isso pesquisas com índice próprio usam amostras com pequenas quantidades. Além disso, considerando-se que os itens de informação inclusos no índice de *disclosure* estão sujeitos a julgamento, outra limitação é que os resultados somente serem válidos na extensão em que o índice usado é apropriado.

Contudo, a construção de um índice de *disclosure* próprio se justifica quando não há um índice que atenda aos objetivos da sua pesquisa, ou ainda quando o pesquisador quer ter a flexibilidade para testar variáveis não usadas na formação dos índices existentes.

Apesar de poderem estar sujeitos a críticas e discordâncias, como qualquer outra ferramenta de pesquisa nas ciências sociais, os índices de *disclosure* têm sido utilizados desde os anos 60 por muitos pesquisadores. O índice de *disclosure* fornece as respostas para as hipóteses dos pesquisadores em muitas situações, atestando sua utilidade, pois uma ferramenta de pesquisa não seria utilizada se fornecesse resultados pobres (MARSTON; SHRIVES, 1991).

5.5 Índice de *Disclosure* de Combinação de Negócios (INDCOMB)

O presente estudo tem por objetivo analisar o *disclosure* obrigatório de informações sobre combinação de negócios, no âmbito do CPC 15. Os *rankings* e indicadores sobre *disclosure* existentes no Brasil têm caráter geral, não focam exclusivamente a divulgação de um tipo específico de informação. Dessa forma optou-se pela elaboração de um índice próprio de *disclosure* de operação de combinação de negócios (INDCOMB).

O índice construído no presente trabalho foi baseado no índice de *disclosure* elaborado por Shalev (2009), baseado nas informações sobre combinação de negócios exigidas no SFAS 141²². Shalev atribuiu o valor “1”, se o item exigido foi informado e “0” caso não tenha sido informado.

INDCOMB foi construído com base nas informações sobre a combinação de negócios de divulgação compulsória, de acordo com o CPC 15, relacionados no Apêndice 1.

Utilizou-se a técnica de análise de conteúdo para analisar as informações contidas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) encaminhadas pelas empresas à CVM. Para assegurar uma análise mais objetiva e sistemática das informações e diminuir a subjetividade, as informações exigidas pelo CPC 15 foram classificadas e agrupadas, conforme o tema que abordavam, em 10 categorias e 65 subcategorias: Informações gerais (12), Informações sobre alocação do preço de aquisição (7), Informações sobre acordo de contraprestação contingente (4), Informações sobre passivos contingentes (5), Informações sobre *goodwill* (13), Informações sobre operações reconhecidas separadamente da combinação (7), Informações sobre combinação de negócios alcançadas em estágios (3), Informações financeiras da empresa adquirida inclusas nos demonstrativos consolidados (4), Informações sobre combinação de negócios cuja data de aquisição foi posterior ao final do período de reporte (3), Informações de alterações ocorridas nos ativos adquiridos e passivos assumidos no período de reporte (7). Os detalhes das categorias e subcategorias estão contidos no Apêndice 2.

Uma questão comumente levantada na elaboração de índices de *disclosure* são os pesos diferenciados atribuídos aos itens de informação, segundo a ótica dos grupos de usuários da informação a que se destina.

²² Os itens exigidos no SFAS 141 revisado, de dezembro de 2007, são semelhantes ao IFRS-3 (r) de 2009. As informações exigidas no SFAS 141 de 2001 não são as mesmas do SFAS 141 revisado de 2007.

A ideia de utilização de categoria ou itens de informação sem atribuição de pesos diferenciados é reduzir a subjetividade na determinação dos pesos. Esta forma é empregada nos estudos com relatórios anuais das empresas (AHMED; CURTIS, 1999). Segundo Marstom e Shrives (1991, p. 203), se há um grande número de itens que compõem o índice, a atribuição ou não de pesos diferenciados leva aos mesmos resultados, ou seja, as empresas são classificadas num *ranking* da mesma forma, usando ou não índices com pesos diferenciados atribuídos a itens de informação. Chow e Wong-Boren (1987) observaram essa situação na sua pesquisa e então restringiram suas análises estatísticas ao índice sem atribuição de pesos diferenciados a elementos de informação.

Como o foco da presente pesquisa não trata de um usuário específico, optou-se em não atribuir pesos diferenciados a itens ou categorias de informação no cálculo do índice, como também se observa nos trabalhos de Lanzana (2004), Alencar (2007) e Murcia e Santos (2009).

Outra questão levantada na elaboração de índices de *disclosure* são os valores atribuídos a cada item de informação (*score*). Há pesquisas em que os valores são estabelecidos de acordo com o grau de especificidade de cada item de informação. Por exemplo, Wiseman (1982) atribuiu “3” para itens divulgados de forma quantitativa, “2” para itens específicos, mas não quantitativos, e “1” para itens divulgados de forma geral. Lanzana (2004) empregou valor de “1” caso a empresa tivesse divulgado a informação de forma geral e “2” se tivesse apresentado com mais detalhes a informação requerida. Embora seja válido conceder valores maiores para empresas que divulguem mais, sendo este um critério mais “justo” do que atribuir o valor “0” (se não divulgou) e “1” (se divulgou), acredita-se em que essa forma de atribuição de valor estabeleça um certo grau de subjetividade não desejável na pesquisa.

No presente estudo optou-se por dar valores binários a cada item de informação exigida, atribuindo-se o valor “1” se a empresa divulgou a informação exigida (1), ou “0” se não divulgou a informação (0). Alencar (2007), Shalev (2009) e Murcia e Santos (2009) usaram essa forma dicotômica para imputar valor aos itens de informação. Nota-se que esse critério de atribuição de valor diminui a subjetividade da análise.

Em alguns casos, não foi possível saber se a empresa não divulgou a informação ou se o critério não se aplicava ao caso. Nessa situação se encaixa, por exemplo, a informação quanto à existência de acordo de contraprestação contingente. Se não há informação nas notas

explicativas, e na análise de todo o demonstrativo financeiro não se verifica a existência de contraprestação contingente, conclui-se que aquele item de informação não se aplica. Por outro lado, se a informação deveria ser divulgada, mas não foi, ela recebe um “0”. Essa foi a forma de atribuição de valor utilizada por Cooke (1989).

O índice de *disclosure*, que pode ser entendido como nível de *compliance*, é baseado em Tsalavoutas *et al* (2010) e calculado segundo a fórmula:

$$\text{INDCOMB} = \frac{\sum_{i=1}^n di}{\sum_{j=1}^m dj} \quad (1)$$

Onde d_i é o total de itens divulgados pela empresa (aos quais foi atribuído o valor “1”) e d_j é o total de itens que a empresa deveria ter divulgado.

O índice calculado para cada uma das empresas está descrito no Apêndice 3.

5.6 Pesquisa empírica

A pesquisa empírica tem como objetivo analisar os fatores que influenciam o nível de divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios.

Para se apurar o nível de *disclosure* da combinação de negócios, foi construído um índice de *disclosure* de combinação de negócios (INDCOMB), com base nos itens de divulgação obrigatória exigidos pelo CPC 15 (Apêndice 1).

Para testar as hipóteses de pesquisa, utilizou-se regressão linear múltipla do tipo seção transversal através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), tendo como variável dependente o índice de *disclosure* INDCOMB e variáveis explicativas relacionadas com as hipóteses descritas nos itens 5.3.1 a 5.3.5, segundo o modelo geral abaixo:

$$\text{INDCOMB}_i = \alpha + \beta_1 * \text{PORTE} + \beta_2 * \text{GOODWILL} + \beta_3 * \text{DISPERSÃO} + \beta_4 * \text{AUDITORIA} + \beta_5 * \text{LISTAGEM_ADR} + \sum_{j=1}^k \text{VC}_{ji} + \varepsilon_i \quad (2)$$

Onde i representa a i -ésima empresa, PORTE, GOODWILL, DISPERSÃO, AUDITORIA e LISTAGEM_ADR são *proxies* para variáveis relacionadas às hipóteses de pesquisa,

explicadas no item 5.6.1 e VC são variáveis de controle descritas no item 5.6.2 e ε_i representa o termo de erro não sistemático do modelo.

Com base na literatura revisada e nas hipóteses de pesquisa, espera-se relacionamento estatisticamente significativo entre a variável dependente INDCOMB e as variáveis explicativas do modelo, que contribuam para responder às seguintes questões:

- Empresas de grande porte têm maior preocupação com o *disclosure* de informações sobre operações de combinação de negócios?
- Quando empresas reconhecem como *goodwill* parcela significativa do valor de aquisição, tendem a divulgar menos informações relativas à operação?
- Empresas com capital disperso tendem a divulgar mais informações acerca de operações de combinação de negócios?
- O porte da empresa de auditoria influencia a decisão de divulgar mais informações sobre as operações de combinação de negócios?
- Empresas que participam de bolsa de valores dos Estados Unidos apresentam maior preocupação com o *disclosure* de combinação de negócios?

5.6.1 Definição operacional das variáveis

PORTE representa o tamanho da empresa adquirente. Na literatura, as *proxies* para o tamanho da empresa são o logaritmo do ativo total, o logaritmo da receita ou o valor de mercado da firma. Salotti (2005) utilizou como *proxies* para o tamanho da firma o total de ativos e o valor de mercado da firma. Lanzana (2004) empregou o tamanho da empresa como variável de controle, e como *proxy* usou o faturamento líquido da empresa. Alencar (2007) também utilizou o tamanho da empresa como variável de controle e como *proxy* o logaritmo do ativo total e o logaritmo da receita. Murcia e Santos (2009) empregaram como *proxy* para tamanho o logaritmo da receita bruta. No presente estudo as *proxies* para o tamanho da firma foram o logaritmo natural do ativo total e o logaritmo da receita bruta da entidade combinada no final do período de reporte.

GOODWILL é a razão entre o valor reconhecido como *goodwill* (ágio por expectativa de rentabilidade futura) e o valor da contraprestação transferida. Shalev (2009) considerou como parcela “anormal” atribuída ao *goodwill* o resíduo de uma regressão, no qual a variável dependente era a razão entre o *goodwill* reconhecido e o valor de aquisição, e as variáveis

explicativas eram *dummies* indicativas do tipo de indústria e o valor médio das previsões de crescimento da empresa por analistas de mercado.

O valor considerado como contraprestação transferida foi o montante entregue para a assunção do controle (que pode ter sido em dinheiro, instrumentos de capital ou assunção de passivos).

O *goodwill* é apurado a partir da confrontação do montante transferido para a obtenção do controle, mais o valor atribuído à participação dos não controladores e do valor justo de eventual participação existente antes da assunção do controle, com o montante do valor justo dos ativos e passivos líquidos.

O valor da participação dos acionistas não controladores pode ser mensurada pelo valor justo dessa participação ou pelo percentual de participação dos não controladores no valor justo dos ativos e passivos líquidos.

Portanto nos casos em que empresa adquire menos de 100% do controle e nos casos em que a empresa detinha participação anterior antes de assumir o controle, o valor do *goodwill* apurado vai depender do valor justo da sua participação anterior e da forma que a adquirente avaliou a participação dos não controladores.

DISPERSÃO é a variável para caracterizar a dispersão do capital. Lanzana (2004) utilizou o percentual de ações ordinárias de posse do controlador ou bloco de controle como *proxy* para a variável estrutura de propriedade. Salotti (2005) empregou o *free float* como *proxy* para percepção de *outsiders*. Murcia e Santos (2009) usaram uma variável dicotômica à qual atribuíram o valor “1”, caso o acionista principal da empresa tivesse menos de 50% das ações com direito a voto da empresa. No presente estudo a variável DISPERSÃO foi definida como o percentual de ações com direito a voto em poder de acionistas não-controladores. Os valores foram obtidos do formulário de referência encaminhado pela empresa à CVM.

AUDITORIA é a variável *dummy* que indica se o serviço de auditoria foi prestado por uma das grandes empresas de auditoria, as denominadas “*Big Four*” (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernest & Young). Trata-se de uma variável dicotômica, à qual foi atribuído o valor “1” se o serviço de auditoria foi prestado por uma das “*Big Four*” e “0” se os serviços de auditoria foram prestados por outras empresas.

LISTAGEM_ADR é a variável *dummy* que aponta se a empresa adquirente emite ADRs dos níveis II e III. Se emitiu, foi atribuído o valor “1” e “0”, se não emitiu. A informação foi obtida no site da CVM e a situação considerada foi a do final do período de reporte, ou seja, para que seja considerada emitente de ADRs a empresa deve ter o registro aprovado na CVM até 31/12/2010.

5.6.2 Variáveis de controle

Lakatos e Marconi (1985, p.145) definem que “variável de controle é aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositadamente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente ou dependente”.

As variáveis de controle foram selecionadas com base em pesquisas anteriores e na possível influência exercida sobre a variável dependente de *disclosure* (INDCOMB), e independentes (PORTE, GOODWILL, DISPERSÃO, AUDITORIA e LISTAGEM_ADR). As variáveis de controle selecionadas e suas *proxies* são descritas a seguir.

5.6.2.1 Porte relativo (Porte_relativo)

Algumas pesquisas citadas por Málaga (2007) apontam a utilização do tamanho relativo da empresa adquirida como variável de controle nas regressões, como em Bruner (2004), Jarrel e Poulsen (1989), Amihud *et al.* (1990), Clark e Ofek (1994), Chang (1998), Ghosh e Ruland (1998), Fuller *et al.* (2002), Moeller *et al.* (2003). Os resultados desses estudos sugerem, segundo Málaga (2007, p.73) que o tamanho-relativo da empresa adquirida, dentre outros fatores, influenciava o retorno de curto e longo prazo das empresas adquirentes, contudo os resultados não eram conclusivos.

Málaga (2007) empregou o tamanho relativo da empresa adquirida como variável de controle na sua pesquisa, a qual teve como objetivo verificar se as aquisições alteravam o risco total, o risco sistêmico e o risco não-sistêmico do retorno das ações das empresas adquirentes. Considerou como tamanho relativo o valor de aquisição dividido pelo valor contábil dos ativos da adquirente. Os resultados não indicavam influência estatisticamente significativa do tamanho-relativo da empresa adquirida.

O CPC 15 determina que o adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem a natureza e os efeitos financeiros das combinações de negócios. A norma não estabelece os limites a partir dos quais a divulgação das informações é compulsória. Portanto, na ocorrência de uma combinação de negócios, todas as informações requeridas nos itens B64 a B66 devem ser divulgadas.

No presente estudo, o tamanho relativo é definido como a razão entre o valor da transação e o total de ativos da adquirente (obtida das demonstrações consolidadas), ao final do período de reporte.

5.6.2.2 Status de listagem (Status)

Murcia e Santos (2009) verificaram que empresas dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA tendem a apresentar maior nível de *disclosure*.

Empresas que aderem aos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA comprometem-se com níveis mais elevados de governança e *disclosure* de informações.

Empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA só podem emitir ações ordinárias, e o *tag along* é de 100%. Firmam uma obrigação de manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*). A empresa deve disponibilizar dados financeiros mais completos e relatórios anuais em padrões aceitos internacionalmente, além de divulgar mensalmente as negociações de valores mobiliários da empresa por diretores, executivos e acionistas controladores.

Empresas listadas no nível II da BM&FBOVESPA são obrigadas a seguir o regulamento do Novo Mercado, com algumas exceções. Podem manter ações preferenciais, mas no caso de alienação do controle da empresa, os detentores deste tipo de ações têm direito a *tag along* de no mínimo 80% do preço pago pelas ações ordinárias do grupo controlador. As ações preferenciais dão ainda o direito de voto nas assembleias que deliberarem sobre operações de fusões e incorporações de empresas e em contratos entre a empresa e o acionista controlador.

Empresas listadas no nível I da BM&FBOVESPA precisam seguir práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Devem divulgar informações adicionais às exigidas por lei, como relatórios financeiros mais completos, negociações com

valores mobiliários da empresa por diretores, executivos e o acionista controlador. Contudo as exigências de governança são menores que os exigidos pelo Novo Mercado e nível II.

Utilizou-se variável dicotômica para indicar se a empresa adquirente estava listada nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA (Novo Mercado e Nível II) até a data de 31/12/2010.

5.6.2.3 Setor de atuação (Setor)

Além da regulação contábil emanada da CVM, algumas empresas de capital aberto estão também sujeitas a normas emitidas por agências reguladoras governamentais como a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e o Banco Central do Brasil (BACEN).

Murcia e Santos (2009) verificaram que empresas do setor elétrico, submetidas às normas da ANEEL, apresentam maior nível de *disclosure* que as demais empresas.

Utilizou-se variável *dummy* para indicar se a empresa atuava em setores sujeitos às normas emitidas pela ANEEL e BACEN.

5.6.2.4 Origem da empresa adquirente (Origem)

Conforme Lanzana (2004), empresas estatais podem motivar-se a apresentar nível maior de *disclosure* ao mercado do que suas congêneres privadas, tendo em vista seu “papel social” junto à sociedade. A pesquisadora classificou as empresas em 3 grupos, segundo a sua origem, em: propriedade estatal, privada nacional e privada estrangeira.

Estabeleceu como empresa estatal quando o controle é exercido pelo estado. A empresa foi considerada de capital privado nacional quando investidores de origem nacional exercem o controle da empresa. E foi determinada empresa de capital privado estrangeiro quando se trata de uma empresa cujo capital esteja em sua maioria sob controle de estrangeiros.

Na presente pesquisa são utilizadas *dummies* indicativas da origem da empresa adquirente analisada na pesquisa de Lanzana (2004).

6 RESULTADOS

6.1 Informações sobre as empresas adquirentes

Foram identificadas 41 empresas envolvidas em 76 operações de fusão e aquisição, em transações que totalizaram R\$ 28,9 bilhões de reais. Do total de 41 empresas, a WEG S/A, envolvida em 4 operações de combinação de negócios, não informou o valor da operação e não foi analisada.

6.1.1 Estado de origem das empresas adquirentes

A maioria das empresas adquirentes situa-se na região sudeste do Brasil, com o estado de São Paulo concentrando mais da metade dessas empresas. A distribuição da empresa adquirente, de acordo com a sede, está demonstrada na tabela abaixo:

Tabela 1 – Estado de origem da empresa adquirente

Estado de origem	Qtd
BA	2
MG	1
RJ	10
SC	3
SP	24
Total	40

6.1.2 Setor de atividade das empresas adquirentes

A distribuição das empresas por setor de atividade econômica, de acordo com a classificação da Económica®, indica que o maior volume de transações ocorreu no setor de mineração (total de 2 empresas e R\$ 10,785 bilhões). Tratou-se, nesse caso, da maior operação por empresa: as aquisições da Fertilizantes Fosfatados S/A e Bunge Participações e Investimentos S/A pela Vale S/A, por R\$ 10,796 bilhões. Outra operação de destaque foi a aquisição da GVA Mineração Ltda pela MMX Mineração e Metálicos S.A, por R\$ 89,133 milhões.

Outra transação relevante foi a aquisição do controle pela Petrobrás da Breitner Energética S.A, empresa de geração de energia elétrica localizada em Manaus-AM, por R\$ 3 bilhões. Também significativa foi a incorporação da AGRE Empreendimentos Imobiliários S/A pela PDG Realty S/A Empreendimentos e Participações S/A, por R\$ 2,298 bilhões.

Tabela 2 – Setor de atividade da empresa adquirente

Setor (Econômica)	Qtd	Valor da transação (R\$)
Agro e pesca	1	48.586.000
Alimentos e Bebidas	3	3.197.383.000
Comércio	1	100.000.000
Construção	1	2.298.963.000
Energia Elétrica	1	2.425.000
Finanças e seguros	3	2.451.193.000
Mineração	2	10.785.133.000
Minerais não metálicos	1	39.240.000
Outros	14	2.446.638.000
Papel e celulose	1	140.242.387
Petróleo e gás	1	3.000.000.000
Química	2	1.893.358.000
Siderurgia e metalurgia	1	16.239.000
Software e dados	2	104.870.000
Têxtil	3	798.373.000
Transporte e serviço	3	1.623.513.000
Veículos e outros	1	12.000.000
Total	40	28.883.300.387

6.1.3 Tipo de operação

As operações mais recorrentes foram transações horizontais (31 empresas totalizando R\$ 14,5 bilhões), conforme mostra a Tabela 3, sugerindo que as operações realizadas objetivaram o aumento de participação de mercado via aquisição.

Em termos de valor de transação foram significativas as aquisições de conglomerados (R\$ 13,8 bilhões). As transações foram assim classificadas face ao objeto social da empresa adquirente ser diferente do objeto social da empresa adquirida. Foram enquadradas nesse tipo 3 operações: a aquisição da Fertilizantes Fosfatados S/A (Fosfértil) e da Bunge pela Vale S/A, uma operação entre fabricantes de fertilizantes e uma mineradora. Outra transação a se destacar foi a aquisição da Breitner Energética S/A, uma geradora de energia elétrica, pela Petrobrás, uma empresa cujo objeto social é a pesquisa, lavra, refinação, processamento, comércio e transporte de petróleo e seus derivados. A terceira foi aquisição da Ability Comunicação Integrada Ltda, uma empresa de agenciamento de publicidade e propaganda, promoção de vendas, merchandising e marketing, planejamento de campanhas e sistemas de publicidade, consultoria de publicidade, pesquisa de mercado e opinião pública, pela Contax, cujo objeto social é a prestação de serviço de teleatendimento em geral.

Foram consideradas aquisições verticais as transações em que a empresa adquirida estivesse situada na cadeia produtiva da empresa adquirente. Exemplo desse tipo foi a aquisição pela COSAN S/A da Logisport Armazéns Gerais S/A e TEAS – Terminal Exportador de Álcool de Santos S/A. A COSAN fabrica e comercializa açúcar e álcool, atua na produção e distribuição de lubrificantes e combustíveis. As empresas adquiridas estão inseridas na cadeia de logística e distribuição dos produtos fabricados pela COSAN.

Outro exemplo de aquisição vertical ocorreu com a FuturaGene PLC, uma empresa de pesquisa e desenvolvimento de biotecnologia localizada no Reino Unido, incorporada pela Suzano, uma fabricante de celulose e papel. Dentre as tecnologias de interesse da Suzano de propriedade da FuturaGene estava a técnica de incremento da produtividade florestal voltada à produção sustentável de madeira para processo industrial, conforme consta nas notas explicativas da demonstração financeira da Suzano.

Tabela 3 – Tipo de transação

Tipo de aquisição	Qtd	Valor da transação (R\$)
Aquisição de conglomerado	3	13.768.585.000
Aquisição horizontal	31	14.484.464.000
Aquisição vertical	6	630.251.387
Total Global	40	28.883.300.387

6.1.4 Origem das empresas adquiridas

As empresas adquiridas foram todas privadas nacionais (do tipo de responsabilidade limitada ou S/A fechada) e privadas estrangeiras. Não se encontraram operações envolvendo a aquisição de empresas públicas.

As aquisições de empresas estrangeiras foram: a aquisição do grupo Zenda (Uruguai), O`Kane Poultry (Reino Unido) e Keystone Foods (Estados Unidos) pela Marfrig; da Sunoco Chemicals Inc (Estados Unidos) pela Braskem; da Diveo Broadband Networks Inc (Estados Unidos) pela Universo On Line; do Ibi Services S. de R.L (México) pelo Bradesco; da FuturaGene PLC pela Suzano e da Microeletrônica Española S.A.U pela Valid Soluções e Serviços em Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S/A.

6.1.5 Percentual de *goodwill* reconhecido

O valor da contraprestação transferida foi o montante informado como entregue pela assunção do controle (que pode ter sido em dinheiro, instrumentos de capital ou assunção de passivos ou uma combinação dos mesmos).

O valor do *goodwill* ou ágio por expectativa de rentabilidade futura foi o informado pelas empresas. A apuração do *goodwill*, nos casos em que não foi adquirida a totalidade do controle ou quando a adquirente detinha participação anterior antes da aquisição, depende da avaliação dessa participação anterior e da forma com que a empresa avaliou a participação dos acionistas não controladores.

Isso significa que a razão entre o *goodwill* reconhecido (que contém até três componentes) e a contraprestação transferida (que só leva em consideração o valor relativo à aquisição do controle) pode não fazer sentido nos casos em que o adquirente detinha participação anterior na adquirida ou na existência de participação de acionistas não controladores.

Apenas 8 empresas informaram que a participação adquirida não foi da totalidade do controle (Brazil Pharma, Cielo, Ideiasnet, LPS Brasil, Minerva, Petrobrás, Vale e Cosan). Dessas apenas a Brazil Pharma informou como reconheceu a participação de não controladores, que declarou ter sido sobre o valor justo dos ativos líquidos. As demais não informaram como reconheceram a participação dos acionistas não controladores.

Em 7 combinações de negócios, a empresa adquirente detinha participação antes da aquisição de controle (Ideiasnet, Minerva S/A, MMX, Petrobrás, Cosan e Suzano). A MMX não reconheceu *goodwill* na transação. Apenas a Petrobrás não informou o valor justo da participação existente anteriormente.

Portanto, considerando que, em relação às combinações de negócios analisadas, foram poucos os casos de aquisição de controle com participação de acionistas não controladores ou com participação anterior, o montante do *goodwill* utilizado na presente pesquisa, para fins de avaliação da razão entre o *goodwill* e a contraprestação transferida, não é significativamente afetado.

O valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios variou bastante entre as empresas. O valor médio do percentual do *goodwill* reconhecido em relação ao valor da

contraprestação transferida foi de 53,16%, com desvio padrão de 39,6 pp. O valor máximo chegou a 143,60% no caso da aquisição da IUNI Educacional pela Kroton. Este resultado ocorreu devido ao passivo a descoberto da adquirida assumido pela Kroton. Essa mesma situação foi constatada na aquisição do Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear do Recife – CERPE pela DASA e na aquisição da Ability Comunicação Integrada Ltda pela Contax Participações S/A.

Tabela 4 – Percentual do *goodwill* reconhecido em relação à contraprestação transferida

Empresa	Contraprestação transferida (R\$ milhares)	Goodwill reconhecido (R\$ milhares)	Goodwill/Contraprestação transferida
KROTON EDUCACIONAL S/A	188.859	271.196	143,60%
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S/A	52.501	74.779	142,43%
CONTAX PARTICIPAÇÕES S/A	72.585	74.365	102,45%
SUZANO PAPEL E CELULOSE S/A	140.242	135.859	96,87%
MANGELS INDUSTRIAL S/A	16.239	15.455	95,17%
HYPERMARCAS	1.091.060	1.007.030	92,30%
CCR	1.335.847	1.185.930	88,78%
FLEURY S/A	11.319	9.990	88,26%
VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS DE SEGURANÇA EM MEIOS DE PAGAMENTO E IDENTIFICAÇÃO S/A	38.852	31.414	80,86%
UNIVERSO ON LINE S/A	693.503	555.532	80,11%
TOTVS S/A	54.220	40.256	74,25%
BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL BICBANCO	150.000	105.190	70,13%
MINERVA S/A	60.000	42.000	70,00%
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S/A	72.330	45.541	62,96%
CIELO	50.650	31.348	61,89%
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	167.147	101.622	60,80%
BRAZIL PHARMA S/A	171.526	101.058	58,92%
CETIP S/A	2.000.000	1.170.185	58,51%
BRASIL ECODIESEL IND. E COMÉRCIO DE BIOCOMB. E ÓLEOS VEGETAIS S/A (VANGUARDA)	320.140	167.209	52,23%
BHG S/A HOSPITALITY GROUP	18.873	9.081	48,12%
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	179.140	79.073	44,14%
MAGAZINE LUIZA S/A	100.000	40.880	40,88%
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	135.753	58.778	34,10%
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGISTICA	274.666	77.043	28,05%
TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A	100.000	13.505	13,51%
MARFRIG ALIMENTOS S/A	1.525.204	388.563	13,13%
VALE S/A	10.696.000	1.328.000	12,42%
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	33.778	3.924	11,62%
BRDESCO	301.193	32.187	10,69%
ETERNIT S/A	39.240	3.436	8,76%
IDEIASNET	6.652	360	5,41%

SCHULZ S/A	12.000	556	4,63%
PDG REALTY S/A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S/A	2.298.963	90.000	3,91%
PETROBRÁS S/A	3.000.000	17.000	0,57%
KARSTEN S/A	31.014	14	0,05%

Verificou-se que, na aquisição da Pantanal Linhas Aéreas S/A pela TAM, houve o reconhecimento de um intangível na combinação de negócios, o qual não estava no balanço antes da combinação (direito de operar em aeroportos, “slot”).

Duas empresas (MMX e MPX) declararam não ter apurado ágio na combinação de negócios.

A empresa Renar Maças, apesar de ter informado a apuração de ágio na combinação, não detalhou como mensurou e nem informou qual foi o valor do ágio reconhecido.

Identificaram-se poucas operações em que foi reconhecido ganho por compra vantajosa (“deságio”). A Braskem reconheceu ganho por compra vantajosa na aquisição da Quattor, da UNIPAR Comercial e da Sunoco Chemicals. A Marfrig admitiu ganho por compra vantajosa na aquisição da Seara. A LPS Brasil Consultoria de Imóveis reconheceu ganho por compra vantajosa na aquisição da VNC Pronto Consultoria de Imóveis, da Pronto Self Consultoria de Imóveis e da Pronto Maber Consultoria de Imóveis.

Apesar de o CPC 15 apresentar como deve ser apurado o *goodwill*, constatarem-se possíveis erros na sua apuração e inclusive confusão na terminologia como, por exemplo, nas notas explicativas da Karsten. Neste caso, primeiramente a empresa considerou como total da contraprestação transferida o valor pago somado ao passivo a descoberto (que denominou de contraprestação contingente) e a um ativo de indenização:

Contraprestação	Balanço Original	Ajuste a valor justo	Valor justo Total
Aquisição de empresa			26.699
Contraprestação contingente			2.815
Ativo de indenização			1.500
Total da contraprestação			31.014

Em seguida, informou os valores registrados na contabilidade e os valores justos dos ativos adquiridos e passivos assumidos, informando o valor do ágio (que não é o *goodwill*), como se verifica a seguir:

Valores reconhecidos de ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos	Balanço Original	Ajuste a valor justo	Valor justo Total
--	-------------------------	-----------------------------	--------------------------

Caixa e equivalente caixa	148	14	162
Ativo imobilizado (Nota 13 a,b)	2.604	149	2.753
Marcas registradas (incluídas em intangíveis) (Nota 15 a,b)			
Outros intangíveis	1		1
Estoques	5.373	(3.190)	2.183
Duplicatas a receber e outros créditos	7.937	(1.660)	6.277
Duplicatas a pagar e outras exigibilidades	(3.625)	(436)	(4.061)
Empréstimos	(3.063)	36	(3.027)
Passivo contingente		(181)	(181)
Outros passivos		(6.922)	(6.922)
Total de ativos líquidos identificáveis	9.375	(12.190)	(2.815)

Por fim o ágio foi considerado como decomposto em intangíveis e *goodwill*, conforme constou na nota explicativa, abaixo reproduzida:

Ágio fundamentado pela expectativa de rentabilidade futura composta como segue	
Marca Trussardi	29.500
Carteira de clientes Trussardi	1.500
<i>Goodwill</i>	14
Ágio	31.014

No item das notas explicativas em que descreveu a política contábil, a empresa definiu o *goodwill* como o excesso da contraprestação transferida e do valor justo na data da aquisição de qualquer participação patrimonial anterior na adquirida em relação ao valor justo da participação do grupo de ativos líquidos identificáveis adquiridos, denominando-o de ágio.

Como se observa, a empresa considerou que o *goodwill* faz parte, assim como os outros intangíveis identificados (marca e carteira de clientes), do ágio por rentabilidade futura.

6.2 Estatística descritiva

Além do índice de *disclosure* INDCOMB²³, calculado com base na equação (1), calculou-se o índice de *disclosure* de cada categoria de informação, alcançando-se os seguintes resultados:

Tabela 5 – Índices de *disclosure*

Índice	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Score geral (INDCOMB)	0,2857	0,8519	0,6026	0,1675
Informações Gerais	0,5556	1	0,8538	0,1378
Alocação do valor de transação	0	1	0,5167	0,3434
Acordo de contraprestação Contingente	0,2500	1	0,6786	0,3134
Passivos contingentes	0	1	0,5944	0,3330
<i>Goodwill</i>	0	1	0,4402	0,2613
Transações separadas da combinação	N/A	N/A	N/A	N/A

²³ Os índices por empresa podem ser consultados no Apêndice 3

Combinação alcançada em estágios	0	0,6667	0,2778	0,2509
Informações financeiras da adquirida	0	1	0,3167	0,3785
Combinação ocorrida depois do período de reporte	0	1	0,7179	0,3561
Alterações nos ativos e passivos reconhecidos	0	1	0,4389	0,4064

N/A – Não apurado, por não terem sido divulgadas informações da categoria

6.2.1 Score de Informações Gerais

O índice médio de 0,8538 dessa categoria indica que as empresas estão divulgando bem as informações gerais relativas às operações (dados referentes à identificação da empresa adquirida, ao percentual do capital votante adquirido, à mensuração da participação de não controladores, aos principais motivos para a combinação de negócios, ao valor justo da contraprestação transferida e às principais classes de ativos transferidos), sendo o score de *disclosure* individual mais alto apurado.

Verifica-se que não se exige, nessa categoria de informação, a divulgação de informações proprietárias, mas há empresas que não divulgam todas as informações cobradas pela norma.

Caso a empresa tivesse divulgado a informação, mesmo de forma sucinta e “padronizada” (pois foi encontrada com os mesmos termos nas notas explicativas de outras empresas), foi considerada informação divulgada como, por exemplo, a justificativa para a aquisição da DI Diagnóstico por Imagem pela Fleury: “Como resultado da aquisição, espera-se que o Grupo aumente sua presença nesse mercado. Também se espera a redução de custos por meio de economia de escala”.

Contrastando com o tipo de declaração “padrão” mencionado, encontram-se justificativas mais elaboradas, como na aquisição das Lojas Maia pela Magazine Luiza, de acordo com notas explicativas das demonstrações financeiras: “A aquisição das Lojas Maia faz parte do planejamento estratégico da Companhia de expansão para o Nordeste brasileiro” e o motivo da aquisição da Pantanal Linhas Aéreas S/A pela TAM: “O negócio, que possui, na visão da administração, grande valor estratégico, foi realizado por R\$ 13 milhões sendo R\$ 3 milhões pagos em dezembro de 2009 a título de adiantamento e o valor remanescente em março de 2010 e representou um importante passo para a transformação da Companhia em um grupo de diversificação de negócios alinhados com a aviação e dentro do objetivo de sempre buscar novas oportunidades de crescimento”.

6.2.2 Score de Informações sobre alocação do valor de transação para os ativos

As informações nessa categoria referem-se aos valores contábeis e valores justos reconhecidos dos ativos adquiridos e dos passivos assumidos.

O índice médio de 0,5167 e o desvio padrão de 0,3434 indicam uma variância muito grande das informações prestadas pelas empresas.

Verificou-se a existência de empresas que divulgam apenas o total dos ativos e passivos líquidos reconhecidos a valor justo como, por exemplo, na aquisição da DNP – Distribuidora Nacional de Petróleo S/A pela Ultrapar Participações S/A:

Valores reconhecidos de ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos:

	R\$ (mil)
Ativo circulante	45.292
Ativo não circulante	39.942
Ágio	46.541
Total dos ativos adquiridos e do ágio	131.775

Passivo circulante	21.223
Passivo não circulante	38.222
Ativos líquidos	72.330

Também há empresas que divulgaram em detalhes os valores justos dos ativos adquiridos e passivos assumidos como, por exemplo, a aquisição da DiveoBroadband Networks pela Universo On line:

Valores reconhecidos de ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos:

	R\$ (mil)
Caixa e equivalentes caixa	21.728
Ativo imobilizado (Nota 15)	156.421
Marcas registradas (incluídas em intangíveis) (Nota 16)	28.746
Licenças (incluídas em intangíveis) (Nota 16)	5.744
Duplicatas a receber e outros créditos	61.310
Duplicatas a pagar e outras exigibilidades	(97.178)
Empréstimos	(19.340)
Total de ativos líquidos identificáveis	157.431

Ainda se destacam empresas que apresentaram o total dos ativos e passivos contábeis, bem como o valor justo dos ativos adquiridos e passivos assumidos, como na aquisição das Lojas Maia pela Magazine Luiza:

Valores dos ativos adquiridos e passivos assumidos na data da combinação:

	R\$ (mil)		
	Valor contábil	Ajuste para combinação de	Valor justo

		negócios	
Ativo circulante	105.634	-	105.634
Ativos não circulantes			
Outros ativos	23.039	-	23.039
Impostos a recuperar (e)	13.391	(4.017)	9.373
Imposto de renda diferido (d)	-	18.543	18.543
Imobilizado (a)	22.180	16.971	39.150
Intangível (b)	1.847	40.430	42.227
Total ativo não circulante	60.457	71.927	132.383
Total do ativo	166.090	71.927	238.017
Passivo circulante	213.314	-	213.314
Passivos não circulantes			
Outros passivos	24.429	-	24.429
Imposto de renda diferido (d)	-	13.746	13.746
Contingências ©	68.305	50.521	118.826
Total passivo não circulante	92.734	64.267	157.001
Passivo a descoberto	(139.958)	7.659	(132.298)
Total do passivo	166.090	71.927	238.017

6.2.3 Score de Informações sobre acordos de contraprestação contingente

As informações nessa categoria dizem respeito à existência de cláusulas firmadas entre as empresas envolvidas na transação para pagamento contingente aos proprietários da empresa adquirida, reconhecidos pelo seu valor justo na data da combinação.

Apenas sete empresas (Brazil Pharma, Hypermarchas, LPS Brasil, Universo On Line, Cielo, Contax e Karsten) reportaram a existência de acordo de contraprestação contingente. Uma situação a ser questionada é se a pequena quantidade de empresas que reportaram a existência desse tipo de acordo deve-se ao fato de não existirem acordos firmados entre comprador e vendedor, ou devido às práticas contábeis anteriores brasileiras, as quais não prescreviam a divulgação dessa informação, influenciando na elaboração das primeiras demonstrações contábeis sob a égide do CPC 15.

O índice de 0,6786 com desvio padrão de 0,3134 indica alta dispersão. Algumas empresas divulgaram todas as informações exigidas nessa categoria como, por exemplo, na transação envolvendo o Grupo Rosário e a Brazil Pharma, conforme notas explicativas das demonstrações financeiras:

“Como parte do contrato de compra com os sócios fundadores do Grupo Rosário, foi acordada uma contraprestação contingente. Pagamentos adicionais serão aportados na Drogaria Rosário S/A, através de aumento de capital com emissão de ações sem valor nominal. A

contraprestação será de R\$ 20.000 mil caso o Grupo Rosário consiga atingir a meta operacional e financeira definida no contrato de aquisição. Devido ao provável cumprimento das metas, a Companhia decidiu provisionar o pagamento de 100% da contraprestação, uma vez que essa é a melhor expectativa.”

6.2.4 Score de Informações sobre reconhecimento de passivos contingentes

De acordo com o CPC 15, o adquirente deve reconhecer um passivo contingente assumido em uma combinação de negócios na data da aquisição, mesmo quando não seja provável a necessidade de saída de recursos para a liquidação do passivo (contudo, o valor deve ser passível de mensuração). Trata-se de umas das exceções ao CPC 25 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes, no reconhecimento de ativos e passivos contingentes decorrentes de combinação de negócios.

Nessa categoria, verificou-se a presença de uma descrição do passivo contingente reconhecido, a existência da divulgação de um cronograma das saídas esperadas, de incertezas sobre o valor, estimativas do seu valor financeiro e a possibilidade de receber reembolso.

Apenas nove empresas reconheceram a existência de passivos contingentes decorrentes da combinação. O índice de 0,5944 e o desvio padrão de 0,3330 indicam uma grande diferença entre as empresas que divulgaram as informações nessa categoria.

Nota-se um exemplo de uma informação incompleta nessa categoria na aquisição da Unibanco Saúde Seguradora S/A pela Tempo Participações. Na apresentação dos ativos adquiridos e passivos reconhecidos, consta apenas a informação do reconhecimento de passivos contingentes no valor de R\$ 2.261 mil. Contudo, não foi divulgado nenhum outro dado sobre o passivo contingente reconhecido.

A negociação entre a Marfrig e o Grupo Seara é um exemplo de informação completa sobre passivos contingentes reconhecidos em combinação de negócios: “Foi identificado um passivo contingente no valor de R\$ 40.601 mil conforme a definição do IAS 37 (Provisão e Passivo e Ativos Contingentes) em conformidade com a exceção permitida pelo IFRS 3 (r) para inclusão no balanço de aquisição de determinadas provisões contingentes que não seriam provisionadas conforme os requerimentos do IAS 37. Tal passivo contingente foi avaliado no período subsequente à combinação de negócios conforme requer o IFRS 3 (r) entre o maior montante dentre o valor original do passivo primeiramente constituído e o valor

que seria apurado conforme o IAS 37. Tal passivo, conforme o IFRS 3 (r), será baixado somente quando houver a extinção do respectivo fato gerador.”

Uma outra situação de informação relativa a passivo contingente considerado completo foi encontrada na divulgação pela Braskem na aquisição do controle da Quattor: “Além da ação judicial constante no item (b3) acima, a Companhia, em 30 de abril de 2010, provisionou o montante de R\$ 93.417 mil (dez/10 R\$ 99.268 mil) referente a diversas contingências tributárias, todas com chance de êxito possível segundo a avaliação dos assessores jurídicos externos da Companhia. Essa provisão foi contabilizada através do reconhecimento da combinação de negócio advinda da aquisição do grupo Quattor. Os tributos, atualizados monetariamente até 31 de dezembro de 2010 e os respectivos montantes são os seguintes: PIS e COFINS – R\$ 24.704 mil, IR e CSL – R\$ 27.512 mil e ICMS - R\$ 47.052 mil (Nota 22c)”.

6.2.5 Score de Informações sobre *goodwill*

As informações sobre o *goodwill* reconhecido na combinação de negócios foram muito precárias, como pode ser constatado pelo baixo índice médio de 0,4402. Além disso, há grandes diferenças entre as informações prestadas pelas empresas, pois a variância dos índices foi muito elevada, com desvio padrão de 0,2613.

Observa-se que ainda persiste a confusão conceitual de ágio e *goodwill* em algumas empresas. O mais comum é denominar ágio como a diferença entre o valor da contraprestação transferida e o valor líquido dos ativos e passivos contábeis. Nesse ágio estariam contidos a mais valia dos ativos, os intangíveis identificados e o *goodwill*, denominado ágio por rentabilidade futura.

Poucas empresas descreveram os fatores qualitativos que compunham o *goodwill* e também o valor a ser dedutível para fins fiscais. Em geral apenas declararam que o ágio por expectativa futura estava suportado em laudo preparado por empresa especializada. Um exemplo raro de descrição de fator qualitativo para o *goodwill* e do valor que se esperava dedutível para fins fiscais foi encontrado nas notas explicativas da CETIP, na incorporação da GRV: “O ágio que surge da aquisição é atribuível à expectativa de rentabilidade futura e às sinergias comerciais esperadas da combinação das operações da CETIP e da GRV. Espera-se que o ágio dedutível

para fins de imposto de renda apurado de acordo com as regras fiscais e regras contábeis vigentes até 31 de dezembro de 2007 monte a aproximadamente R\$ 815.000 mil”.

6.2.6 Score de Informações sobre transação separada da combinação

Não foi identificada nenhuma empresa que tenha reportado transação separada da combinação.

6.2.7 Score Informações sobre combinação de negócios alcançada em estágios

A forma de contabilização de uma combinação de negócios alcançada em estágios está descrita nos parágrafos 41 e 42 do CPC 15. Quando a adquirente tiver uma participação anterior na empresa adquirida, deverá mensurar essa participação a valor justo na data da aquisição, e reconhecer no resultado ou nos resultados abrangentes, o ganho ou perda resultante, devendo divulgar essa informação.

Poucas empresas informaram que detinham participação anterior nas adquiridas antes da aquisição do controle, sendo elas Suzano, Cosan, Ideiasnet, Minerva e MMX.

A Suzano informou que detinha investimentos não relevantes na FuturaGene PLC e com a transação passou a deter a totalidade das ações. Contudo, não informou o valor justo dessa participação anterior e tampouco o valor de eventual ganho ou perda decorrente da aquisição.

A Cosan reportou ter feito a aquisição do controle da Logispot Armazéns Gerais S/A e da TEAS – Terminal Exportador de Álcool de Santos S/A em etapas. Divulgou o valor justo dessas participações anteriores, mas não informou o ganho ou perda decorrente da aquisição de controle.

A Ideiasnet demonstrou a aquisição em etapas da Autômatos Participações S/A e apresentou todas as informações exigidas: o valor justo da participação anterior e a perda de capital decorrente da participação anterior. Também divulgou o valor do investimento antes da combinação de negócios.

Segundo a Minerva, esta assumiu o controle da Minerva Dawn Farms ao aumentar sua participação no capital votante de 50% para 80%. Porém não reportou se apurou ganho ou perda decorrente da participação anterior, tampouco o valor justo desta participação.

Conforme divulgação da MMX, ela adquiriu o controle da GVA Mineração Ltda, ao aumentar sua participação de 40 para 60%. Não foi reportado o valor justo da participação anterior, nem se apurou ganho ou perda decorrente da assunção do controle.

6.2.8 Score de Informações financeiras da adquirida

Nessa categoria de informação, o CPC 15 exige a apresentação dos valores de receita e resultados da adquirida, a partir da data de aquisição, inclusas na demonstração consolidada do resultado do período de reporte.

A norma também exige que sejam divulgadas as receitas e o resultado da entidade combinada para o período de reporte, como se a data de aquisição tivesse ocorrido no início do período de reporte anual para todas as combinações de negócios ocorridas durante este período.

O índice médio de 0,3167 indica que as empresas apresentaram poucas informações exigidas. E há grande diferença entre as empresas: algumas não divulgaram nenhuma informação e outras divulgaram todas as exigidas.

A Karsten divulgou todas as informações exigidas na aquisição da Romaria: “A receita líquida inclusa na demonstração consolidada do resultado abrangente desde 01 de maio de 2010 inclui o valor de receitas gerado pela Romaria de R\$ 17.264 mil. Romaria também contribuiu com um lucro de R\$ 773 mil no mesmo período e se esta consolidação tivesse ocorrido a partir de 1 de janeiro de 2010, a demonstração consolidada do resultado apresentaria uma receita líquida de R\$ 365.775 mil e lucro de R\$ 16.781 mil”.

A CCR informou na aquisição da SPVias: “No período de 22 de outubro até 31 de dezembro de 2010, a SPVias contribuiu com uma receita operacional de R\$ 83.119 mil e lucro líquido de R\$ 2.482 mil. Caso a aquisição tivesse ocorrido em 1º de janeiro de 2010, a administração estimou que a receita consolidada seria acrescida de R\$ 371.226 mil e o lucro para o exercício teria sido acrescido de R\$ 43.645 mil”.

A Vale divulgou a seguinte informação, na aquisição da Fertilizantes Fosfatados S/A: “O negócio adquirido contribuiu com receitas líquidas de R\$ 2.612 milhões e redução no lucro líquido de R\$ 48 milhões para o Grupo, no período de junho a dezembro de 2010. Se esta aquisição tivesse sido concluída em 1º de janeiro de 2010, a receita líquida aumentaria em R\$ 1.397 milhões e o lucro líquido teria diminuído em R\$ 22 milhões em função das operações

do período de janeiro a maio de 2010. Estes montantes foram calculados utilizando-se as políticas contábeis da Vale e pelo ajuste dos resultados das controladas para refletir a depreciação e amortização adicional a serem cobradas, supondo que os ajustes a valor justo para ativos imobilizados e ativos intangíveis tivessem sido aplicados a partir de 1º de janeiro de 2010, juntamente com os respectivos efeitos fiscais”.

A CETIP, na aquisição do controle da GRV Solutions ocorrida em 29/12/2010, não consolidou a empresa adquirida e justificou da seguinte forma: “Considerando que a aquisição ocorreu em 29 de dezembro de 2010, não foi registrado nenhum resultado gerado pela GRV e/ou pela controlada GRV Info na demonstração do resultado e do resultado abrangente para o exercício findo em 31 de dezembro de 2010”.

6.2.9 Score de Informações operações de combinação ocorridas depois do período de reporte

De acordo com o item B66 do CPC 15, a adquirente deve divulgar as informações exigidas no item B64 da norma, quando a data de aquisição de uma combinação de negócios for posterior ao final do período de reporte, mas anterior à data em que as demonstrações contábeis estiverem autorizadas para publicação. Se a contabilização inicial estiver incompleta no momento em que as demonstrações contábeis estiverem autorizadas para publicação, a adquirente deve descrever quais informações não puderam ser feitas e suas respectivas razões.

Apenas 13 empresas informaram a realização de operação de combinação de negócios depois do período de reporte. As informações estão contidas no item denominado eventos subsequentes e em geral não atendem aos requisitos de informação exigidos pelo CPC 15.

As informações divulgadas em geral são bastante sucintas como, por exemplo, nas notas explicativas da Diagnóstico da América: “Em 28 de fevereiro de 2011, a Companhia concluiu a celebração do contrato para aquisição das operações de distribuição de papel da KSR, mediante o pagamento no montante de R\$ 50 milhões em 01 de março de 2011, valor a ser ajustado após apuração final do capital de giro até 15 de abril de 2011”.

Algumas empresas apresentaram informação mais completa como, por exemplo, a Anhanguera Educacional, que informou a aquisição de controle de 3 empresas depois do final do período de reporte e antes da autorização de publicação das demonstrações contábeis, conforme o seguinte:

“Em 21 de janeiro de 2011, a Companhia adquiriu os ativos da empresa Escola Superior de Direito de Mato Grosso do Sul Ltda. ESUD/MS PP. A mesma era prestadora de serviços para a Companhia desde 1º de janeiro de 2009 oferecendo cursos preparatórios para concursos públicos e exames de proficiência profissional, cursos educativos livres, cursos de extensão e cursos de pós-graduação. O preço total da aquisição é de R\$ 4.176, sendo a primeira parcela paga à vista no montante de R\$ 1.392, a segunda com vencimento em 20 de julho de 2011 no montante de R\$ 1.392 e a terceira com vencimento em 20 de janeiro de 2012 no montante de R\$ 1.392.

Para todas as aquisições ocorridas no 1º trimestre de 2011, a alocação do preço de aquisição em função dos ativos e passivos adquiridos (combinação de negócios) encontra-se em processo de elaboração pela Companhia, não sendo possível, nesse momento, determinar o valor justo dos ativos e passivos adquiridos. Dessa forma, tais informações serão divulgadas na apresentação das informações trimestrais do período de três meses encerrados em 31 de março de 2011, oportunidade em que as referidas aquisições estarão refletidas nos resultados consolidados da Companhia”.

6.2.10 Score de Informações de alterações nos valores reconhecidos

O CPC 15 determina que a adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem os efeitos financeiros dos ajustes reconhecidos nos valores das combinações de negócios ocorridas no período corrente ou em períodos anteriores.

O período de mensuração das combinações de negócios inicia na data de aquisição e encerra quando o adquirente recebe todas as informações necessárias sobre fatos e circunstâncias relativas à operação. Durante essa fase o adquirente deve reconhecer ajustes nos valores provisórios como se a contabilização tivesse sido completada na data de aquisição. O período de mensuração não pode exceder um ano da data de aquisição.

Se a contabilização inicial estiver incompleta ao final do período de reporte, o adquirente deve divulgar os valores provisórios em suas demonstrações contábeis e ajustar retrospectivamente os valores provisórios reconhecidos na data de aquisição. Ajustes nos valores dos ativos adquiridos e nos passivos assumidos têm reflexo no valor reconhecido do *goodwill*.

Após a data de aquisição, a adquirente deve reportar alterações nos valores dos ativos e passivos contingentes e valores contingentes a receber ou a pagar decorrentes da combinação de negócio.

Poucas empresas identificaram alterações nos valores reconhecidos na contabilização inicial. Considerou-se que a informação sobre os valores de ativos e passivos reconhecidos a valor justo não estava completa quando a adquirente prestou essa informação nas notas explicativas, como das empresas abaixo.

A Diagnósticos da América, na aquisição do Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear do Recife Ltda – CERPE, divulgou os valores contabilizados da adquirida e declarou que “O processo de alocação do ágio deve ser concluído durante o próximo exercício na conclusão do estudo de determinação dos valores justos dos ativos e passivos adquiridos sendo preparados por avaliador independente”.

Quando a adquirente informou os valores justos dos ativos adquiridos e passivos assumidos de forma provisória, como na aquisição da Distribuidora Nacional de Petróleo Ltda pela Ultrapar, não se destacou que a contabilização inicial estava incompleta, pois a norma permite o ajuste nos valores inicialmente reconhecidos, dentro do período de mensuração. A empresa declarou o seguinte: “O quadro a seguir resume a estimativa preliminar, portanto sujeita à alteração dos valores justos dos ativos adquiridos e passivos assumidos na conclusão da aquisição”.

A PDG, na aquisição da Agre Empreendimentos Imobiliários, declarou que a contabilização inicial estava incompleta e informou quais elementos do ativo ainda não tinham sido completamente mensurados: “A Companhia está efetuando estudos em conformidade com as normas contábeis estabelecidas pelo CPC 15 – Combinação de Negócios, e a alocação efetuada baseia-se na mensuração a valor justo dos ativos líquidos da AGRE S/A, na data da aquisição da mesma. Com base nos estudos preliminares, a administração estima uma alocação nos terrenos disponíveis para incorporação, nos empreendimentos em andamento e na marca (*goodwill* pela rentabilidade futura) no montante aproximado de R\$ 90 milhões. Como não foi possível a conclusão deste trabalho até a presente data, a Companhia optou por classificar provisoriamente a diferença integral entre o preço pago e o valor contábil desta aquisição como ativo intangível”.

A Tempo Participações, na aquisição da Unibanco Saúde Seguradora S/A, expôs que: “A referida operação foi contabilizada inicialmente em 1º de abril de 2010 e de acordo com o item 45 da norma IFRS 3(r) (*Business Combination*), que trata sobre operações de combinações de negócios, a Companhia iniciou estudos e mensurações necessários para a adequada contabilização e registro da operação, com base nos requerimentos da referida norma internacional (IFRS3). O período de mensuração para o completo reconhecimento contábil da transação é de um ano a contar da data da aquisição e poderá considerar, inclusive, novas informações sobre fatos e circunstâncias existentes na aquisição que podem afetar o adequado registro contábil. O período de mensuração se encerrará assim que a Companhia receber as informações necessárias sobre os fatos e circunstâncias existentes na data da transação, ou quando determinar que não é mais possível obter informações adicionais, respeitado o período máximo acima mencionado.”

Como um exemplo de ajuste nos ativos anteriormente reconhecidos na contabilização citam-se as combinações de negócios da Fleury S/A:

“O ajuste a valor presente da contraprestação transferida resultou em uma redução, na data de aquisição, de R\$ 1.496 mil (R\$ 969 mil em 31 de dezembro de 2009) na contabilização do valor justo da contraprestação transferida. A análise de reconhecimento e mensuração de ativos adquiridos e passivos assumidos resultou nos seguintes ajustes no valor contábil da adquirida:

- Ativo não reconhecido anteriormente pela adquirida íntangível marcas e patentes com vida útil de 25 anos : Weinmann (R\$ 6.529 mil);
- Ativo não reconhecido anteriormente pela adquirida íntangível marcas e patentes com vida útil de 25 anos : Faillace (R\$ 1.117 mil);
- Ativo não reconhecido anteriormente pela adquirida íntangível marcas e patentes com vida útil de 25 anos : CMRJ (R\$ 915 mil);

O efeito dessa mudança é um aumento nos ativos adquiridos consolidados de R\$ 10.298 na data da aquisição (R\$ 8.453 em 31 de dezembro de 2009) e aumento da despesa de amortização no exercício de 2009 de R\$ 108 mil.

Em consequência do aumento dos ativos adquiridos o ágio e o ajuste a valor presente da contraprestação adquirida, o ágio das combinações de negócios foi reduzido em R\$ 1.794 mil

na data da aquisição (R\$ 9.421 mil em 31 de dezembro de 2009). O ágio resultante dessa compra é atribuível às sinergias e economias de escala esperadas da combinação de operações de empresas”.

Como se observa pela média de 0,4389 e desvio padrão de 0,4064, a informação quanto a alterações é pouco divulgada e há grande diferença nas informações prestadas entre as empresas.

6.3 Análise das regressões

Como análise preliminar, procedeu-se ao levantamento da correlação entre as variáveis do modelo, atingindo o resultado abaixo:

	indcom	ativos	receita	goodwil	disper	audito	listagem	adr	setor	porte_rel
indcom	1.0000									
ativos	0.0517	1.0000								
receita	0.0001	0.8631	1.0000							
goodwill	-0.032	-0.224	-0.151	1.0000						
dispersa	-0.025	-0.132	-0.116	-0.0697	1.0000					
auditori	0.3372	0.2200	0.1439	0.3031	0.0997	1.0000				
listagem	0.0936	-0.391	-0.358	0.1554	0.5362	0.0000	1.0000			
adr	0.0633	0.7000	0.7214	-0.3932	-0.1813	0.1400	-0.4042	1.0000		
setor	0.0298	0.2597	-0.066	-0.1450	-0.0282	0.0949	-0.0548	0.1462	1.0000	
porte_re	0.3344	-0.289	-0.382	0.0952	0.1895	-0.0047	0.2550	-0.2121	0.2931	1.0000

legenda:

- indcom = Índice de combinação de negócios INDCOMB
- ativos = logaritmo natural do ativo total
- receita = logaritmo natural da receita bruta
- goodwill = razão entre o goodwill reconhecido e o valor da contraprestação transferida
- dispersão = percentual de ações ordinárias em poder de acionistas não controladores
- auditoria = dummy indicativo de que a empresa de auditoria é uma das “Big Four”
- listagem = dummy que indica que a empresa está listada no Novo Mercado ou Nível 2 da BM&FBovespa
- adr = dummy que indica a empresa emissora de ADRs
- setor = dummy indicativo de que a empresa é do setor financeiro ou elétrico
- porte_rel = razão entre o valor da transação e o total de ativos da empresa adquirente

Figura 1 – matriz de correlações

Nota-se que, com relação ao índice de *disclosure*, as variáveis independentes relativas ao porte (ativos e receitas), as *dummies* indicativas da empresa de auditoria, listagem nos segmentos especiais da BM&FBovespa, a emissão de ADR e o setor apresentam correlação positiva, em conformidade com o observado em outras pesquisas, apesar de não demonstrarem alta correlação.

A variável relativa ao *goodwill* (percentual do *goodwill* em relação ao valor da transação) expressa correlação negativa com o índice de *disclosure* INDCOMB, parecendo indicar que

um maior reconhecimento de *goodwill* em relação ao valor da transação leva as empresas a divulgarem um menor nível de informação, em consonância com o que foi observado por Shalev (2009).

A correlação entre a variável do percentual de *goodwill* em relação ao valor da transação e o total dos ativos mostra sinal negativo, sugerindo que empresas de menor porte tendem a reconhecer maior *goodwill* na transação. De acordo com a verificação de correlação negativa entre a variável indicativa de participação em programas de ADR e o percentual de *goodwill* identificado em relação ao valor da transação, empresas que listam suas ações em bolsas americanas reconhecem menor *goodwill* nas transações.

As regressões foram rodadas com o software estatístico Stata e se utilizaram dois modelos de regressão, um empregando como *proxy* para o porte da empresa o logaritmo natural do total de ativos, e o outro adotando o total logaritmo natural do total das receitas. Os resultados estão demonstrados abaixo.

Source	SS	df	MS	Number of obs = 40		
Model	.370272101	8	.046284013	F(8, 31)	= 1.98	
Residual	.724339841	31	.023365801	Prob > F	= 0.0827	
Total	1.09461194	39	.028066973	R-squared	= 0.3383	
				Adj R-squared	= 0.1675	
				Root MSE	= .15286	
indcom	Coef.	Std.Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ativos	.0152439	.0201705	0.76	0.456	-.0258942	.0563819
goodwill	-.1084677	.0695888	-1.56	0.129	-.2503951	.0334597
dispersao	-.1967892	.1290954	-1.52	0.138	-.460081	.0665026
auditoria	.245981	.0921305	2.67	0.012	.0580797	.4338824
status_lis~m	.0740528	.0732194	1.01	0.320	-.0752791	.2233848
listagem_adr	-.0331007	.1049792	-0.32	0.755	-.2472071	.1810058
setor	-.1391803	.1058138	-1.32	0.198	-.3549889	.0766283
porte_rela~o	.4922631	.1800548	2.73	0.010	.1250388	.8594874
_cons	.0865779	.4391994	0.20	0.845	-.8091751	.9823309

Figura 2 – Resultado da regressão com porte = ln (ativo total)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 40		
Model	.364697319	8	.045587165	F(8, 31)	= 1.94	
Residual	.729914623	31	.023545633	Prob > F	= 0.0897	
Total	1.09461194	39	.028066973	R-squared	= 0.3332	
				Adj R-squared	= 0.1611	
				Root MSE	= .15345	
indcom	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
receita	.0120756	.02102	0.57	0.570	-.0307949	.0549461
goodwill	-.1132958	.071465	-1.59	0.123	-.2590497	.032458
dispersao	-.1970264	.130343	-1.51	0.141	-.4628627	.06881
auditoria	.2553438	.0919236	2.78	0.009	.0678644	.4428232
status_lis~m	.0698911	.0730028	0.96	0.346	-.0789992	.2187814
listagem_adr	-.0326899	.1175052	-0.28	0.783	-.2723434	.2069636
setor	-.1064519	.1016047	-1.05	0.303	-.3136761	.1007724
porte_rela~o	.4829593	.1808264	2.67	0.012	.1141615	.851757
_cons	.1598592	.4471049	0.36	0.723	-.7520173	1.071736

Figura 3 – Resultado da regressão com $\ln(\text{receitas})$

Percebe-se que os dois modelos, com todas as variáveis independentes incluídas, não apresentam significância estatística a 95% de confiança de acordo com o teste F , contudo, as variáveis auditoria e porte relativo mostraram-se significativos. Executou-se em seguida o procedimento *stepwise*, de modo a retirar do modelo as variáveis que não mostraram ser estatisticamente significativas e a verificar se resultam em um modelo que demonstre poder explicativo.

Como os dois modelos mostraram resultados bastante parecidos, pois há forte correlação entre *proxies* do porte da empresa (total de ativos e receita), como se pode observar na matriz de correlação, passou-se a utilizar apenas o total de ativos como variável indicativa do porte da empresa.

O procedimento *stepwise* é empregado em análise de regressões múltiplas para eliminar de um modelo inicial variáveis independentes que não se mostram relevantes. Consiste na inclusão (ou exclusão) passo a passo de variáveis independentes no modelo, a fim de aumentar a correlação do modelo com a variável dependente e melhorar o seu poder de explicação. De acordo com Gujarati (2006), os pesquisadores frequentemente usam esse procedimento para decidir qual o melhor conjunto de variáveis explicativas a ser utilizado em um modelo de regressão.

Executando-se então o procedimento no modelo com o logaritmo natural do total dos ativos, alcançou-se o seguinte resultado:

```

p = 0.7546 >= 0.1000 removing listagem_adr
p = 0.4786 >= 0.1000 removing ativos
p = 0.3742 >= 0.1000 removing status_listagem
p = 0.2399 >= 0.1000 removing dispersao
p = 0.3053 >= 0.1000 removing setor
p = 0.2284 >= 0.1000 removing goodwill

```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 40		
Model	.248017723	2	.124008861	F(2, 37)	= 5.42	
Residual	.846594219	37	.022880925	Prob > F	= 0.0086	
Total	1.09461194	39	.028066973	R-squared	= 0.2266	
				Adj R-squared	= 0.1848	
				Root MSE	= .15126	

indcom	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
auditoria	.1867982	.0797242	2.34	0.025	.0252616	.3483348
porte_rela~o	.3547538	.1526599	2.32	0.026	.0454355	.6640721
_cons	.3995629	.077173	5.18	0.000	.2431956	.5559302

Figura 4 – Resultado da regressão com procedimento *stepwise*

Pela estatística F verifica-se que o modelo resultante é significativo, rejeitando-se, portanto, a hipótese nula de que todos os regressores apresentam coeficiente igual a zero. O modelo final apresenta como variáveis estatisticamente significativas o porte da empresa de auditoria, o porte relativo da empresa e o intercepto, no intervalo de confiança de 95%.

Com base no teste de multicolinearidade utilizando o teste *vif* (*variation inflation factor*), verifica-se que os VIFs são menores que 3, conforme tabela abaixo. De acordo com Kennedy (2003) e Gujarati (2006), problemas de multicolinearidade são considerados quando se constata VIF acima de 10. Portanto, não há problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

Variable	VIF	1/VIF
auditoria	1.00	0.999978
porte_rela~o	1.00	0.999978
Mean VIF	1.00	

Figura 5 – Estatística VIF

O modelo indicou problema de heterocedasticidade dos resíduos no teste de Breush-Pagan/Cook-Weisberg. Contudo, de acordo com Wooldridge (2006, p. 243), a heterocedasticidade não provoca viés ou inconsistência nos coeficientes da regressão, nem no R^2 , revelando apenas problemas na estatística t . Wooldridge (2006) sugere como procedimento corretivo do problema o uso de estatística t robusta em relação à heterocedasticidade.

Executando-se a regressão robusta no Stata, com apenas as variáveis explicativas auditoria e porte relativo, obtém-se o seguinte resultado:

indcom	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
auditoria	.1867982	.0536262	3.48	0.001	.0781413	.2954551
porte_rela~o	.3547538	.1171841	3.03	0.004	.1173163	.5921913
_cons	.3995629	.0478862	8.34	0.000	.3025362	.4965896

Number of obs = 40
 F(2, 37) = 13.08
 Prob > F = 0.0001
 R-squared = 0.2266
 Root MSE = .15126

Figura 6 – Resultado da Regressão robusta

De fato, observa-se que o modelo continua sendo estatisticamente significativo, sem alteração no seu poder explicativo. Também não foram alterados os valores dos coeficientes, apenas na estatística t de cada regressor.

Pelo resultado das regressões não se confirmaram algumas hipóteses, conforme análise a seguir.

A hipótese de que o nível de divulgação da combinação de negócios tem correlação positiva com o tamanho da empresa adquirente não se confirmou. Apesar de o coeficiente ter sido positivo, o resultado não foi estatisticamente significativo. Contudo, o coeficiente da variável de controle porte relativo da empresa foi estatisticamente significativo e positivo, resultado diferente do constatado por Málaga (2007), embora em contexto diferente sobre a influência do tamanho relativo da empresa adquirida.²⁴

O resultado faz supor que independentemente do porte da adquirente, na divulgação de informações sobre combinação de negócios, as empresas passam a divulgar mais informações quanto maior for o valor da transação em relação aos seus próprios ativos. Um motivo possível para esse comportamento é que os resultados da adquirida passam a influenciar significativamente o seu resultado consolidado, motivando a adquirente a divulgar mais informações.

Não foi possível confirmar a hipótese de que o nível de informações sobre combinação de negócios tem correlação negativa com a razão entre *goodwill* reconhecido em relação ao valor da contraprestação transferida. Embora o resultado não tenha sido estatisticamente significativo, o coeficiente foi negativo.

Também não se corroborou a hipótese de que o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios tem correlação positiva com a dispersão de capital. Apesar de o coeficiente ter sido positivo, não foi estatisticamente significativo.

Não se mostrou estatisticamente significativa a participação da empresa adquirente em programas de ADR, mesmo apresentando coeficiente positivo.

Em relação às empresas de auditoria, os resultados sugerem que há correlação positiva entre o nível de divulgação das informações sobre combinação de negócios e a empresa que efetuou a auditoria das demonstrações contábeis. O resultado está alinhado com a hipótese, a qual pode ser atribuída ao fato de as grandes empresas de auditoria terem experiência com as exigências

²⁴ Málaga analisou a influência do porte relativo da empresa adquirida no risco total, risco sistêmico e não sistêmico e no retorno das ações das empresas adquirentes.

internacionais de divulgação sobre combinação de negócios, embora se deva ressaltar que o nível de divulgação apresenta-se ainda não muito alto como seria desejável.

As outras variáveis de controle são status de listagem, setor de atuação e origem da empresa adquirente e não mostraram influência estatisticamente significativa no nível de divulgação de informações sobre a combinação de negócios.

Resumo das hipóteses testadas:

Hipótese	Descrição	Resultado
H1	O nível de divulgação da combinação de negócios tem correlação positiva com o tamanho da empresa adquirente.	Não pode ser aceita
H2	O nível de disclosure de uma combinação de negócios tem correlação negativa com a razão entre o goodwill reconhecido e o valor da contraprestação transferida.	Não pode ser aceita
H3	O nível de disclosure de uma combinação de negócios tem correlação positiva com a dispersão do capital.	Não pode ser aceita
H4	O nível de disclosure de uma combinação de negócios tem correlação positiva com o porte da empresa de auditoria.	Não rejeitada
H5	O nível de divulgação da operação de combinação de negócio tem correlação positiva com a participação da empresa em programas de ADR	Não pode ser aceita

7 CONCLUSÕES

Antes da vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15 Combinação de Negócios, a divulgação de informações sobre operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta estava regulada apenas pela Instrução CVM 319 de 1996.

Subsidiariamente, a Instrução CVM 358 de 2002 dispõe sobre a divulgação de informações a respeito de ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, dentre as quais se destaca a alienação de controle. Ela também determina a obrigatoriedade de informar o nome do alienante e do adquirente, um breve resumo com a qualificação do adquirente, dos seus setores de atuação e atividades desenvolvidas. E ainda exige a divulgação do preço e demais condições pertinentes do negócio, como o objetivo da aquisição e os efeitos esperados nos negócios da adquirente.

Com a entrada em vigor do Pronunciamento CPC 15, aumentou substancialmente a quantidade de informações que devem ser divulgadas pelas companhias abertas envolvidas em operações de combinação de negócios.

Apesar da exigência, pela CVM, de divulgações sobre operações de incorporação, fusão, cisão desde a edição da Instrução CVM 319 em 1996, e da exigência de divulgação na alienação de controle desde a edição da Instrução CVM 358, em 2002, não se tem conhecimento de que há um índice demonstrativo do nível de divulgação das informações exigidas naquela oportunidade.

Nesse sentido, o presente trabalho procura analisar, através da construção de um índice de *disclosure* (INDCOMB) baseado nas informações exigidas no Pronunciamento Técnico CPC 15, o nível de divulgação das informações relativas às combinações de negócios.

Como se observa pelo índice de *disclosure* INDCOMB de 0,6026, o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios não foi alto, embora uma empresa tenha atingido o índice de 0,8519.

O baixo índice de *disclosure* pode ser atribuído ao fato de 2010 ter sido o primeiro ano de vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15 Combinação de Negócios e por isso os preparadores e auditores ainda não estarem bem preparados para aplicar a norma.

Individualmente, a categoria de informações com o maior índice de *disclosure* foi a de informações gerais, com índice de 0,8538. O resultado parece ser devido ao fato de que as informações exigidas nessa categoria são, na sua maioria, as mesmas que as exigidas pela Instrução CVM 358.

Os outros índices de *disclosure* por categoria de informação também não foram altos: alocação do valor de transação (0,5167), acordo de contraprestação contingente (0,6786), passivos contingentes (0,5944), goodwill (0,4402), combinação alcançada em estágios (0,2778), informações financeiras da adquirida (0,3167), combinação ocorrida depois do período de reporte (0,7179) e alterações nos ativos e passivos reconhecidos (0,4389). Todas apresentam variância alta, indicando a existência de grandes diferenças no nível de divulgação entre as empresas.

O baixo índice de disclosure na categoria de informações sobre o goodwill (0,4402) demonstra que as informações sobre o seu reconhecimento são ainda bastante precárias. O desvio padrão de 0,2613 mostra que o nível de informações entre as empresas, nessa categoria, também é muito grande.

Verificou-se a persistência de discrepância no conceito do *goodwill*, pois algumas empresas atribuíram o excedente pago na combinação de negócios à rentabilidade futura, sem antes avaliar o valor de mercado de ativos e passivos, o que já era exigido pelas normas da CVM (Instrução 247 e 285). Isso permite supor que a legislação fiscal, sendo a mesma após a Lei nº 11.638, ainda exerce influência na contabilidade de algumas empresas.

O outro objetivo do presente estudo foi analisar quais fatores influenciam a decisão da empresa em divulgar informações sobre combinação de negócios ocorrida.

Dos fatores que poderiam influenciar o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios, alguns não se confirmaram, por resultarem estatisticamente não significativos de acordo com a regressão múltipla efetuada.

Em relação ao porte da empresa adquirente, o resultado do teste *t* mostrou que a variável não tem significância estatística e, portanto, não se pode afirmar que as empresas de maior porte tenham preocupação em divulgar mais informações nas combinações de negócios em que se envolvem. Por outro lado, a variável porte relativo mostrou significância estatística com coeficiente positivo, sugerindo que as empresas adquirentes se preocupam em divulgar mais

informações das combinações de negócios, quanto maior for o valor da transação em relação ao total de seus próprios ativos, ou seja, quando o investimento for significativo.

A variável relativa ao *goodwill* reconhecido em relação ao valor da contraprestação transferida não mostrou significância estatística. Portanto, não se pode afirmar que há correlação negativa entre o percentual da transação atribuído ao ágio por expectativa futura (*goodwill*) e o nível de divulgação das informações.

Os resultados não confirmaram a hipótese de que empresas com maior dispersão de capital divulgam mais informações sobre as combinações de negócios em que estão envolvidas. Deve-se destacar a possibilidade de que a adquirente possa ter considerado a operação não relevante, para não divulgar todas as informações exigidas. A Lei das S.A estabelece que as empresas devem levar à deliberação da assembleia, quando considerar o investimento relevante e este parece ser o caso, pois o porte relativo da empresa foi uma variável explicativa estatisticamente significativa.

Os resultados sugerem que o porte da empresa de auditoria influencia o nível de divulgação das informações sobre a combinação de negócios, confirmando a hipótese formulada. Poderia ser pelo fato de as *Big Four* terem experiência com as exigências da IFRS 3 no plano internacional, aplicando essa experiência no Brasil. Essas grandes empresas de auditoria também prestam consultoria em operações de combinação de negócios, além de publicarem periodicamente estudos e análises sobre transações de fusões e aquisições.

Por fim, não se confirmou a hipótese de que o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios é influenciado pela participação da empresa adquirente em programas de ADR. Deve ser ressaltado que o SFAS 141 exige a divulgação de informações sobre combinação de negócios que a adquirente considerar material. Dessa forma, a divulgação de informações em USGAAP estaria sob o julgamento da adquirente quanto à materialidade da operação.

Não foram estatisticamente significativas as variáveis relativas ao setor de atuação e ao status de listagem da empresa adquirente, logo não se pode afirmar que o fato de a empresa pertencer ao setor financeiro ou elétrico influencie o nível de divulgação sobre combinação de negócios. Também não se pode assegurar que empresas listadas nos segmentos diferenciados

da BM&FBOVESPA divulguem mais informações sobre operações de combinação de negócios em que estão envolvidas.

Apesar das conclusões do presente estudo limitarem-se às operações de combinação de negócios ocorridas no exercício findo em 31/12/2010, seus resultados são importantes por se tratar da apuração do índice de disclosure de combinação de negócios no primeiro ano de vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15.

Embora reconhecendo que o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios não tenha sido alto pelo fato da novidade da legislação, se não houver um papel ativo por parte dos órgãos reguladores, corre-se o risco de não se avançar na melhoria do nível de informação divulgada, uma vez que norma sem *enforcement* pode ser entendida apenas como sugestão.

Para futuras pesquisas sugerem-se a replicação da pesquisa para os anos seguintes do início da vigência do pronunciamento CPC 15 e análise da evolução do índice de *disclosure* proposto. Também seria interessante analisar como as empresas avaliam o *goodwill* reconhecido na combinação de negócios, se mantiveram os valores inicialmente reconhecidos ou se houve baixa por *impairment*.

REFERÊNCIAS

AHMAD, Zauwiyah; HASSAN Salleh; MOHAMMAD, Junaini. *Determinants of environmental reporting in Malaysia*. **International Journal of Business Studies**. v.11, p. 69-90, 2003.

AHMED, Kamran; COURTIS, John K. *Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis*. **British Accounting Review**. Kindlinton: n. 31, p.35-61, 1999.

ALENCAR, Roberta de Carvalho. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no Mercado brasileiro**. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. O capital intellectual integra o *Goodwill*, **IOB – Informações Objetivas**, Temática Contábil e Balanços, n. 51, p.1-6, 3ª semana, dez, 2002.

ARCHAMBAULT, Jeffrey J.; ARCHAMBAULT, Marie E. *A multinational test of determinants of corporate disclosure*. **International Journal of Accounting**. v.38, p. 173-194, 2003.

BOTOSAN, Christine A. *Disclosure level and the cost of equity capital*. **The Accounting Review**. Sarasota: v.72, n.3, p.323-349, 1997.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo de Capital: Uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001**. São Paulo, 2002. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Fusões, Aquisições e Takeovers: Um Levantamento Teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**. Caderno de Pesquisa em Administração. São Paulo. V.10, n.2, p. 17-38. abril/junho 2003.

_____; COUTINHO, Eduardo Senna. **A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces**. RAC-Eletrônica. V.2, n.2, pp 273-295, Maio/Ago 2008. Curitiba. Disponível em <http://ww.anpad.org.br/rac-e>.

CHOW, Chee; WONG-BOREN, Adrian. *Voluntary disclosure by mexican comapnies*. **The Accounting Review**. v.62, p. 533-541, 1987.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 01 de 27 de Abril de 1978. Dispõe sobre as normas e procedimentos para contabilização e elaboração de demonstrações financeiras, relativas a ajustes decorrentes da avaliação de investimento relevante de companhia aberta em sociedades coligadas e em sociedades controladas. Diário Oficial da União, Brasília, 18 de maio de 1978.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 247 de 27 de Março de 1996. Dispõe sobre avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre procedimentos para elaboração e divulgação de demonstrações contábeis consolidadas. Altera e consolida as Instruções CVM 01/78, CVM 15/80, CVM 30/84 e o art. 2º da Instrução CVM 170/92. Diário Oficial da União, Brasília, 29 de Março de 1996.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Estudo sobre as diferenças e similaridades entre as Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS e Práticas Contábeis Brasileiras (2008)**. www.cvm.org.br. Acesso em 01/08/2011.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento CPC 15 Combinação de Negócios**. Disponível em <http://www.cpc.org.br>. Acesso em 01/08/2011.

COOKE, T.E. *Disclosure in the corporate annual reports of swedish companies*. **Accounting and Business Research**. v.19, n.74, pp. 113-124. 1989.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira da. **Retornos Anormais versus Performances Operacionais Anormais de Firmas Brasileiras Envolvidas em Fusões e Aquisições no período de 2002 a 2006**. São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

DEANGELO, Linda E. *Auditor Size and Audit Quality*. **Journal of Accounting and Economics**. v.3, p. 183-199, 1981.

DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA, Robert E. *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*. **The Journal of Finance**. v.51, n.4, sept. 1991.

DYE, Ronald A. *An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting*. **Journal of Accounting and Economics**. Amsterdam; v.32, p. 181-235, (2001)

FALCÃO, Eduardo Tadeu de. A. **Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas**. São Paulo, 1993. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DAS ASSOCIAÇÕES DE BANCOS. **Simpósio sobre Fusões e Incorporações**. São Paulo: Mestre Jou, 1972.

FELEAGA, Liliana; FELEAGA, Niculae. *Accounting for goodwill: a historical review*. **European Journal of Management**. v.11. n.1, march 2011.

FIRTH, Michael. *The effect of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports*. **Accounting and Business Research**. v.9, n.36, p.273-280, 1979..

_____. *Takeovers, shareholders returns, and the theory of firm*. **Quarterly Journal of Economics**. V.94, n.2, p. 235-260, Mar 1980.

GARCIA, Clemence. *How accounting for Goodwill relies on underlying Assumptions: a historical approach*. Universite Paris-Dauphine. 30th EAA Annual Congress, 2006.

GARCIA, Fábio Gallo; SATO, Lívia Gabriela; CASELANI, César Nazareno. **O impacto da política de transparência sobre o valor das empresas brasileiras**. In Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, XXVIII, Anais. Curitiba: ANPAD, set. 2004.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira. **Fatores explicativos do disclosure voluntário das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e propriedade**. Curitiba, 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Mestrado em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

GORTON, Gary; KAHL, Mathias; ROSEN, Richard. *Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger-Waves*. **National Bureau of Economic Research**. Cambridge, Massachusetts. Working paper 11364 (2005).

GORGA, Erica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries* (2008). Cornell Law Faculty Working Papers. Paper 42. http://scholarship.law.cornell.edu/clsoptions_papers/42. Acesso em 01/03/2011.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 4^a edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HASSAN, O. A. G; MARSTON, Claire. *Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article*. Working Paper 10-18. Brunel University –West London. Department of Economics and Finance.2010

HEALY, Paul. M.; PALEPU, Krishna G. *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of empirical disclosure literature*. **Journal of Accounting and Economics**. March 2001 (p. 405-440).

_____; RUBACK, R.S. *Does Corporate Performance Improve after Mergers?* **Journal of Financial Economics**. North Holland. v. 31, p.135-175, 1992.

HENDRIKSEN, Eldon S. Michael, F. Van. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2009..

HODGDON, Christopher; TONDKAR, Rasoul H.; HARLESS, David W.; ADHIKARI, Ajay. *Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors*. **Journal of International Accounting and Taxation**. v17, p.1-13, 2008.

IUDICIBUS, Sergio de. **Teoria da Contabilidade**. 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____; *et al.* **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades. São Paulo. Atlas, 2010.

_____; LOPES Alexandro Broedel (coordenadores). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo, Atlas, 2008.

IBEF News. Mercado de Fusões e Aquisições é indicativo de amadurecimento da economia. São Paulo. Agosto 2007, p 28-36.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. (1976). v.3, n.4 , pp. 305-360. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=94043>.

JENSEN, Michael C. *Takeovers: Their Causes and Consequences*. **The Journal of Economic Perspectives**. v.2, n° 1, p 21-48, 1988.

_____, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. **American Economic Review**. v. 76, p 3232-329, 1986.

KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**. São Paulo v.29, n.1, p.42-58, Janeiro/Março, 1994.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. *Investor protection and corporate governance*. **Journal of Financial Economics**, v.58, p. 3-27, 2000.

LAKATOS, E.M.; MARCONI, M. **Fundamentos da metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 1985.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das empresas Brasileiras**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LEFTWICH, R. *Market failure fallacies and accounting information*. **Journal of Accounting and Economics**. v.2, p.193-211, 1980.

LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*. v.38, p.91-124, 2000.

LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter. *Economic consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research*. Working paper. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1105398> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1105398>. University of Miami. 2008.

LOPES, A. Lopes; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade. Uma Nova Abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.

_____ ; IUDICIBUS, Sérgio de. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

_____ ; MOSQUERA, R Quiroga (coord.). **Controvérsias Jurídico-Contábeis (Aproximações e Distanciamentos)**. Dialética: São Paulo:2011.

MÁLAGA, Flávio Kezam. **Estudo do Risco Sistêmico das Empresas Resultantes de Fusões e Aquisições e as Expectativas dos Investidores e dos Gestores**. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MANNE, H. G. *Mergers and the Market For Corporate Control*. **The Journal of Political Economy**. Chicago, v.73, n.2, p.110-120, April, 1965.

MANUAL DE NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE. **IFRS-3 Combinação de Negócios**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 219-243.

MARSTON, C.L. SHRIVES, P.J. *The use of disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article*. **British Accounting Review**. v.25, p.195-210. 1991.

MARTINS, Eliseu. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese (doutoramento) da FEA-USP. São Paulo, 1972.

_____ ; IUDICIBUS, SERGIO DE. **Intangível – Sua Relação Contabilidade/Direito – Teoria, Estruturas Conceituais e Normas – Problemas Fiscais de Hoje**. In *Controvérsias Jurídico-Contábeis (Aproximações e Distanciamentos)* 2º Volume. Lopes, A. Broedel; Mosquera R. Quiroga. (Coord). Dialética. São Paulo, 2011.

MARTINS, Gilberto de A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. Atlas, São Paulo, 2º Edição, 2009.

MONOBE, Massanori. **Contribuição à mensuração e contabilização do goodwill não adquirido**. São Paulo, 1986. Tese (Doutorado em Contabilidade) –Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. Fatores Determinantes do Nível de *Disclosure* Voluntário das Companhias Abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v.3 , n.2 , maio/ago 2009, p. 72-95.

OLIVEIRA, Valdiney Alves; LEMES Sirlei. Nível de convergência dos princípios contábeis brasileiros e norte-americanos às normas do IASB: uma contribuição para a adoção das IFRS por empresas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**. São Paulo. v.22, n.56, 9. 155-173. maio/junho/jlho/ago 2011.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Lei nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília , 17 de Dezembro de 1976.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Decreto-Lei nº 1.598 de 26 de Dezembro de 1977. Altera a legislação do Imposto de Renda. Diário Oficial da União, Brasília , 27 de Dezembro de 1977.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Lei nº 9.532 de 10 de Dezembro de 1977. Altera a legislação do Imposto de Renda. Diário Oficial da União, Brasília , 11 de Dezembro de 1977.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Lei nº 11.941 de 27 de Maio de 2009. Altera a legislação tributária federal. Diário Oficial da União, Brasília , 28 de Maio de 2009.

RAFFOURNIER, Bernard. The determinants of voluntary disclosure by Swiss Listed Companies. **European Accounting Review**. v.4, p.261-280, 1995.

ROMANO, Roberta. *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*. Faculty Scholarship Series. Paper 1954. 1992.< http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1954> Acesso em 03/10/2011.

ROSS, Stephen A.; WETERFIELD, R. W; JAFFE, J.F. **Administração Financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995, 670 p.

SALOTTI, BRUNO MEIRELLES. **Divulgação Voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo, 2005. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SHALEV, RON. *Managerial Discretion in Business Combinations Reporting under SFAS 141*. Partil fulfilment requirement for the degree of PhD of the **Graduate School of Arts and Science – Columbia University**. 2007.

_____. *The Information Content of Business Combination Disclosure Level*. **The Accounting Review**. v.84, n.1, pp. 239-270. 2009

SHLEIFFER, A.; VISHNY, R. *Large Shareholders and Corporate Control*. **Journal of Political Economy**. n.94, p. 461-488, 1986.

SINGHVI, S.S. DESAI, H.B. *An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure*. **The Accounting Review**. V.46 p. 120-138, 1971.

TSALAVOUTAS, Ioannis; EVANS, Lisa; SMITH, Mike. *Comparison of two methods for measuring compliance with IFRS mandatory disclosure requirements*. **Journal of Applied Accounting Research**. v.11, n.3 pp. 213-228. 2010.

VERRECCHIA, Robert E. *Essays on disclosure* . **Journal of Accounting and Economics**, n° 32, p 97-180, 2001.

WALLACE, R. S. Olusegun; NASER, Kamal; MORA, Araceli. *The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristic in Spain*. **Accounting and Business Research**. V.25, n. 97, p.41-53, 1994.

WATTS, Ross; ZIMMERMANN, Jerold. **Positive accounting Theory**. Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1986.

WISEMAN, Joanne. *An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports*. **Accounting Organization and Society**. v.7, n.1, p. 53-63. 1982.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learnig, 2006.

APÊNDICES

[Apêndice 1 – Lista dos itens de divulgação obrigatória pelo CPC 15](#)

[Apêndice 2 – Categoria e subcategorias de combinação de negócios](#)

[Apêndice 3 – Índice de *disclosure* por empresa](#)

[Apêndice 4 – Informações sobre operações de combinação](#)

[Apêndice 5 – Relação de operações de fusão e aquisição da ANBID](#)

[Apêndice 6 – Relação de operações de fusão e aquisição da Bloomberg](#)

Apêndice 1 – Lista dos itens de divulgação obrigatória pelo CPC 15

Os itens a seguir correspondem ao exigido na divulgação de uma combinação de negócios, conforme item B64 a B66 do CPC 15:

- a) Nome e descrição da adquirida.
- b) Data da aquisição
- c) Percentual do capital votante adquirido, bem como o percentual da participação total adquirida.
- d) Principais motivos da combinação de negócios e descrição de como o controle da adquirida foi obtido pelo adquirente.
- e) Descrição qualitativa dos fatores que compõem o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) reconhecido, tais como sinergias esperadas pela combinação das operações da adquirida com as do adquirente, ativos intangíveis que não se qualificam para reconhecimento separado ou outros fatores.
- f) Valor justo, na data da aquisição, da contraprestação total transferida, bem como o valor justo, na data da aquisição, dos tipos mais relevantes de contraprestação.
- g) Para os acordos para contraprestação contingente e para os ativos de indenização:
 - (i) valor reconhecido na data da aquisição;
 - (ii) descrição do acordo e das bases para determinação do valor do pagamento, e;
 - (iii) estimativa da faixa de valores do resultado (não descontados) ou caso a faixa de valores não possa ser estimada, a indicação desse fato e as razões pelas quais não foi possível estimá-la. Quando não houver um valor máximo determinado para pagamento (ou seja, não há limite de valor estabelecido), tal fato deve ser divulgado pelo adquirente.
- h) Para os recebíveis adquiridos:
 - (i) valor justo dos recebíveis;
 - (ii) valor contratual bruto dos recebíveis;
 - (iii) a melhor estimativa, na data da aquisição, dos fluxos de caixa contratuais para os quais se tem a expectativa de perdas por não realização.
- i) Montantes reconhecidos, na data de aquisição, para cada uma das principais classes de ativos adquiridos e passivos assumidos.

- j) Para cada passivo contingente reconhecido de acordo com o item 23, a informação exigida pelo item 85 do Pronunciamento Técnico CPC 25 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes. Quando um passivo contingente não tiver sido reconhecido porque não foi possível determinar o seu valor justo com confiabilidade, devem ser divulgadas:
- (i) a informação exigida pelo item 86 do Pronunciamento Técnico CPC 25 - Provisões, Passivo Contingentes e Ativos Contingentes; e
 - (ii) as razões pelas quais o passivo não pôde ser mensurado com confiabilidade.
- k) O valor total do ágio por rentabilidade futura (*goodwill*) a se esperar que seja dedutível para fins fiscais.
- l) Para as operações reconhecidas separadamente da aquisição de ativos e da assunção de passivos na combinação de negócios, de acordo com o item 51:
- (i) descrição de cada operação;
 - (ii) a forma como o adquirente contabilizou cada operação;
 - (iii) o valor reconhecido para cada operação e a linha do item das demonstrações contábeis em que estiver reconhecido (para cada operação); e
 - (iv) o método utilizado para determinar o valor dessa liquidação, caso a operação seja uma liquidação efetiva de relacionamento preexistente.
- m) A divulgação das operações reconhecidas separadamente, exigida pela alínea (l), deve incluir o valor dos custos de aquisição relacionados, e separadamente, o valor da parte desses custos que foi reconhecida como despesa, bem como a linha do item (ou dos itens) da demonstração de resultado em que tais despesas foram reconhecidas. Devem ser divulgadas também, o valor de quaisquer custos de emissão de títulos não reconhecidos como despesa e a informação de como foram reconhecidos.
- n) No caso de compra vantajosa:
- (i) o valor do ganho reconhecido de acordo com o item 34 e a linha do item de demonstração do resultado em que o ganho foi reconhecido; e
 - (ii) a descrição das razões pelas quais a operação resultou em ganho.
- o) Para cada combinação de negócios em que o adquirente, na data da aquisição, possuir menos do que 100% de participação societária adquirida:
- (i) o valor da participação de não controladores na adquirida, reconhecido na data da aquisição e as bases de mensuração desse valor; e

(ii) para cada participação de não controladores na adquirida mensurada ao valor justo, as técnicas de avaliação e os principais dados de entrada dos modelos utilizados na determinação desse valor justo.

p) Em combinação alcançada em estágios:

(i) o valor justo, na data da aquisição, da participação societária na adquirida que o adquirente mantinha imediatamente antes da data da aquisição; e

(ii) o valor de qualquer ganho ou perda reconhecidos em decorrência da remensuração ao valor justo da participação da adquirente antes da combinação de negócios (reconhecido de acordo com o exposto no item 42 do CPC 15) e a linha do item na demonstração do resultado em que o ganho ou perda foi reconhecido;

q) as seguintes informações:

(i) os montantes das receitas e do resultado do período da adquirida a partir da data da aquisição na qual foram incluídos na demonstração consolidada do resultado do período de reporte; e

(ii) as receitas e o resultado do período da entidade combinada para o período de reporte corrente, como se a data da aquisição, para todas as combinações ocorridas durante o ano, fosse o período de reporte anual.

Quando a data de aquisição de uma combinação de negócios for posterior ao final de período de reporte, mas anterior à data em que as demonstrações contábeis estejam autorizadas para publicação, o adquirente deve divulgar as informações requeridas no item B64, a menos que a contabilização inicial da combinação esteja incompleta no momento em que as demonstrações contábeis forem autorizadas para publicação. Nessa situação, o adquirente deve descrever quais divulgações não puderam ser feitas e as razões para tal.

A adquirente deve divulgar ainda as seguintes informações, para atender ao disposto no item 61 do CPC 15 (informações sobre ajustes reconhecidos no período de reporte relativos às combinações de negócios ocorridas no período corrente ou em períodos anteriores):

a) Quando a contabilização inicial de uma combinação de negócios estiver incompleta e, conseqüentemente, determinados ativos, passivos, participação de não controladores ou itens da contraprestação transferida, bem como os respectivos montantes reconhecidos nas demonstrações contábeis para a combinação tiverem sido determinados apenas provisoriamente, deve ser divulgado o que segue:

(i) as razões para a contabilização inicial da combinação de negócios estar incompleta;

- (ii) os ativos, os passivos, as participações societária ou os itens da contraprestação transferida para os quais a contabilização inicial está incompleta; e
 - (iii) a natureza e o montante de qualquer ajuste no período de mensuração reconhecido durante o período de reporte, de acordo com o disposto no item 49 do CPC 15.
- b) para cada de período de reporte após a data de aquisição e até que a entidade receba, venda ou, de outra forma, venha a perder o direito sobre ativo proveniente de contraprestação contingente, ou até que a entidade liquide passivo proveniente de contraprestação contingente, ou até que esse passivo seja cancelado ou expirado, o adquirente deve divulgar:
- (i) quaisquer mudanças nos valores reconhecidos, inclusive quaisquer diferenças que surgirem na sua liquidação;
 - (ii) quaisquer mudanças na faixa de valores do resultado (não descontados) e as razões para tais mudanças; e
 - (iii) as técnicas de avaliação e os principais dados de entrada do modelo utilizado para mensurar a contraprestação contingente.
- c) para os passivos contingentes reconhecidos em uma combinação de negócios, o adquirente deve divulgar, para cada classe de provisão, as informações exigidas nos itens 84 e 85 do Pronunciamento Técnico CPC 25 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes.
- d) A conciliação do valor contábil do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) no início e no fim do período de reporte, mostrando separadamente:
- (i) o valor bruto e o valor das perdas acumuladas por redução ao valor recuperável, ambos no início do período de reporte;
 - (ii) o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) adicional, reconhecido durante o período, exceto o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) incluso em grupo destinado à venda, o qual, na aquisição, atendeu aos critérios para ser classificado como mantido para venda de acordo com o Pronunciamento CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada;
 - (iii) os ajustes decorrentes do reconhecimento subsequente de ativos fiscais diferidos sobre o lucro durante o período de reporte, de acordo com o item 67 do CPC 15;
 - (iv) o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) incluso em grupo destinado à venda classificado como mantido para venda de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e

Operação Descontinuada, bem como o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) desreconhecido (baixado) durante o período de reporte que não foi previamente incluído em grupo classificado como mantido para venda.

- (v) As perdas por redução ao valor recuperável reconhecidas durante o período de reporte, de acordo com o disposto no Pronunciamento Técnico CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos (o qual exige divulgação adicional de informações sobre o valor recuperável e sobre o teste ao valor recuperável do ágio por expectativa de rentabilidade futura – *goodwill*);
 - (vi) As diferenças líquidas de taxas de câmbio que ocorreram durante o período de reporte, de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 02 – Efeito das mudanças nas taxas de câmbio e conversão de demonstrações contábeis;
 - (vii) Qualquer outra mudança ocorrida no valor contábil durante o período de reporte;
 - (viii) O valor bruto e o valor das perdas acumuladas por redução ao valor recuperável, ambos no final do período de reporte;
- e) o valor e uma explicação de qualquer ganho ou perda reconhecido no período de reporte corrente e que (considerar ambos):
- (i) sejam relativos aos ativos identificáveis adquiridos ou aos passivos assumidos em uma combinação de negócios realizada no período corrente ou anterior; e
 - (ii) sejam de tal natureza e magnitude ou incidência tornando sua divulgação relevante para o entendimento das demonstrações contábeis da entidade combinada.

Apêndice 2 – Categoria e subcategorias de combinação de negócios

Categoria	Subcategoria
Informações gerais	Nome da adquirida
	Descrição da adquirida
	Data da aquisição
	Percentual do capital votante adquirido
	Percentual do capital total adquirido
	Se a aquisição não foi de 100% do capital votante a adquirida, reconheceu o valor da participação dos não-controladores
	Se a aquisição não foi de 100% do capital votante a adquirida, informou as bases para mensuração da participação de não controladores
	Se a mensuração da participação de não-controladores foi mensurada a valor justo, informou a técnica de avaliação e os principais dados de entrada do model
	Principais motivos para a combinação de negócios
	Descrição de como o controle foi adquirido
	Valor justo da contraprestação total transferida
	Valor justo da contraprestação transferida e principais classes de contraprestação
Informações sobre alocação	Valor contábil das principais classes de ativos adquiridos
	Valor justo reconhecido das principais classes de ativos adquiridos
	valor contábil das principais classes de passivos assumidos
	valor justo das principais classes de passivos assumidos
	valor contratual dos recebíveis adquiridos
	valor justo dos recebíveis adquiridos
	Estimativa dos fluxos de caixa contratuais dos recebíveis para os quais se tem a expectativa de perdas por não realização.
Informações sobre acordos de contraprestação contingente	prestação contingente reconhecida na data de aquisição
	descrição do acordo de prestação contingente
	bases para determinação do valor do pagamento
	estimativa da faixa de valores do resultado
Informações sobre passivos	descreveu a natureza do passivo contingente reconhecido na combinação de negócios

contingentes	descreveu o cronograma esperado de qualquer saída de benefício econômico resultante
	divulgou incertezas sobre o valor ou cronograma dessas saídas
	Divulgou estimativas do seu efeito financeiro
	Divulgou a possibilidade de receber reembolso
Informações sobre Goodwill	Descreveu os fatores qualitativos que compõem o goodwill (ágio por rentabilidade futura)
	Descreveu os ativos intangíveis que não foi possível reconhecer separadamente do goodwill
	Informou o valor do goodwill (ágio por expectativa de rentabilidade futura) que espera que seja dedutível para fins fiscais
	Informou o valor das perdas acumuladas por impairment do goodwill no início do período
	Informou o valor adicionado de goodwill ocorrida no período
	Informou ajustes resultantes de reconhecimento subsequente de ativos fiscais diferidos sobre o lucro durante o período de reporte
	Informou o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) incluído em ativo destinado para venda que foi classificado como mantido para venda, de acordo com o CPC 31
	Informou o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) desreconhecido (baixado) durante o período de reporte que não havia sido incluído em grupo classificado como mantido para venda
	Informou perdas por impairment do ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) ocorridas no período de reporte de acordo com o CPC 01
	Informou o valor bruto e valor das perdas acumuladas por impairment do goodwill no final do período de reporte
	Divulgou o valor do ganho por compra vantajosa
	Informou a linha da demonstração do resultado abrangente em que o ganho por compra vantajosa foi reconhecido
Descreveu as razões pelas quais a operação resultou em ganho	
Informações sobre transações reconhecidas separadamente da combinação de negócios	Divulgou a ocorrência de transação com a adquirida separada da combinação de negócios
	Divulgou o valor dos custos de aquisição relacionadas a essas transações separadas da combinação
	Divulgou a parte dos custos da operação separada da combinação que foi reconhecida como despesa e a linha do item da demonstração de resultados em que tais despesas foram reconhecidas.
	Divulgou como contabilizou cada operação separada
	Divulgou o valor reconhecido para cada operação separada e a linha do item das demonstrações em que o valor foi reconhecido

	Divulgou o método utilizado para determinar o valor da liquidação, caso tenha sido a liquidação de um relacionamento pré-existente
	Divulgou o valor de custos de emissão de títulos não reconhecidos como despesa e como foram reconhecidos
Informações sobre combinação de negócios alcançada em estágios	Se a adquirente possuía participação na adquirida antes da aquisição do controle, divulgou o valor justo dessa participação anterior
	Se a adquirente possuía participação na adquirida antes da aquisição do controle, divulgou o valor do ganho ou perda decorrente da remensuração ao valor justo dessa participação anterior
	Se a adquirente possuía participação na adquirida antes da aquisição do controle, divulgou a linha da demonstração de resultado abrangente em que o ganho ou perda decorrente da remensuração ao valor justo dessa participação anterior foi reconhecida
Informações financeiras da empresa adquirida incluída nos demonstrativos consolidados	Divulgou os montantes de receita e do resultado da adquirida, a partir da data de aquisição que foi incluída na demonstração do resultado do período de reporte
	Divulgou quais teriam sido as receitas e o resultado do período da adquirida caso a data de aquisição considerada fosse o início do período de reporte.
	Justificou a não divulgação das receitas e do resultado da adquirida
	Justificou a não divulgação das receitas e do resultado das entidades combinadas
Informações de combinação de negócios cuja data de aquisição ocorreu depois do período de reporte mas antes da autorização para publicação das demonstrações financeiras	Divulgou as informações exigidas no item B64 da norma
	Informou que contabilização inicial estava incompleta
	Descreveu quais divulgações não puderam ser feitas e os motivos
Informação de alterações ocorridas no período de reporte relativos a ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos	Divulgou a existência de combinação de negócios, cuja contabilização inicial se encontra incompleta ao final do período de reporte, de acordo com o item 45 do CPC 15.
	Informou quais elementos do ativo, passivo, participações societárias ou itens da contraprestação transferida para os quais a contabilização inicial se encontra incompleta no final do período de reporte.
	Divulgou alterações nos valores contingentes (ativos e passivos) reconhecidos em combinação de negócios, ocorridas no período corrente.

Divulgou as informações exigidas nos itens 84 e 85 do Pronunciamento CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes para os passivos contingentes reconhecidos em combinação de negócios.

Reconheceu alterações na contabilização inicial em ativos adquiridos e/ou passivos assumidos dentro do período de mensuração, ocorridas no período de reporte.

Reconheceu alterações no goodwill (ágio por rentabilidade futura) inicialmente apurado, dentro do período de mensuração, face a alterações nos valores inicialmente contabilizados dos ativos adquiridos e passivos assumidos.

Reconheceu ganho (ou perda) relativos a ativos identificáveis adquiridos ou passivos assumidos em combinação de negócios.

Apêndice 3 – Índice de *disclosure* por empresa

Empresa	INDCOMB	Subcategorias de informações									
		Informações Gerais	Alocação ativos	Acordo de contraprestação Contingente	Passivos contingentes	Informações Goodwill	Transações separadas da combinação	Combinação alcançada em estágios	Informações financeiras da adquirida	Combinação ocorrida depois do período de reporte	alterações nos ativos e passivos reconhecidos
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	0,5000	0,7778	0	NA	NA	0,5714	NA	NA	0,5000	NA	NA
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	0,6471	0,8889	1	NA	0,6000	0,2	NA	NA	0	1	0,6667
BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL BICBANCO	0,8182	0,8889	1	NA	NA	0,4	NA	NA	0	NA	NA
BHG S/A HOSPITALITY GROUP	0,2857	0,5556	0	NA	NA	0,5	NA	NA	0	0	NA
BRADESCO	0,5833	0,8889	0,3333	NA	NA	0,8	NA	NA	0	NA	NA
BRASIL ECODIESEL IND. E COMÉRCIO DE BIOCOMB. E ÓLEOS VEGETAIS S/A (VANGUARDA)	0,8519	1	1	NA	NA	0,4	NA	NA	1	1	0,5000
BRASKEM S/A	0,7778	1	0,3333	NA	1	1	NA	NA	0,3333	NA	1
BRAZIL PHARMA S/A	0,8387	0,9167	0,6667	1	NA	0,5000	NA	NA	1	1	NA
CCR	0,7500	1	0,5	NA	NA	0,5714	NA	NA	1	NA	NA
CETIP S/A	0,7500	1	0,5	NA	NA	0,8000	NA	NA	0,3333	1	NA
CIELO	0,4063	0,5833	0,3333	0,5000	NA	0,1429	NA	NA	0,3333	NA	NA
CONTAX PARTICIPAÇÕES S/A	0,6071	1	0,5	0,5000	NA	0,4000	NA	NA	0,2500	NA	NA
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	0,5517	0,75	0,5	NA	NA	0,4000	NA	0,3333	0,3333	NA	NA
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S/A	0,4138	0,6667	0,5	NA	NA	0,2000	NA	NA	0	0,3333	0,5000
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGISTICA	0,5789	0,6364	1	NA	0,4000	0,4000	NA	NA	0	0,6667	0,7500
ETERNIT S/A	0,8333	0,8889	1	NA	NA	0,8333	NA	NA	0,3333	NA	NA
FLEURY S/A	0,6552	0,8889	0,6667	NA	NA	0,4000	NA	NA	0	1	1
HYPERMARCAS	0,6286	0,8889	0,5	1	1	0,2000	NA	NA	0	1	0
IDEIASNET	0,5172	0,6667	0,5	NA	NA	0,2000	NA	0,6667	0,3333	NA	NA
KARSTEN S/A	0,6129	0,8889	1	0,2500	0,2500	0,2000	NA	NA	1	NA	0

KROTON EDUCACIONAL S/A	0,7692	0,875	1	NA	0,7500	0,4000	NA	NA	1	NA	0
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	0,6111	0,5833	0,5	1	NA	0,8000	NA	NA	0	NA	NA
MAGAZINE LUIZA S/A	0,8333	1	0,6667	NA	0,6000	1	NA	NA	1	NA	0,6667
MANGELS INDUSTRIAL S/A	0,4000	0,8889	0	NA	NA	0,3333	NA	NA	0	NA	NA
MARFRIG ALIMENTOS S/A	0,5000	0,8889	0,3333	NA	0,7500	0,3750	NA	NA	0	NA	0
MINERVA S/A	0,6429	0,8333	0,3333	NA	NA	0,6000	NA	0,3333	1	NA	NA
MMX MINERAÇÃO E METALICOS S/A	0,8095	1	1	NA	NA	NA	NA	0,3333	0,3333	NA	NA
MPX ENERGIA S/A	0,5263	0,8889	0,3333	NA	NA	NA	NA	NA	0	NA	NA
PDG REALTY S/A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S/A	0,5517	1	0,5000	NA	NA	0,2000	NA	NA	0	0,3333	1
PETROBRÁS S/A	0,3143	0,5833	0	NA	NA	0,4000	NA	0	0,2500	0,3333	0
RENAR MAÇAS S/A	0,3636	0,8889	0	NA	NA	0	NA	NA	0	NA	NA
SCHULZ S/A	0,3600	0,7778	0	NA	NA	0,4000	NA	NA	0	NA	NA
SUZANO PAPEL E CELULOSE S/A	0,4839	0,8889	0,3333	NA	NA	0,2000	NA	0	0,3333	0,6667	0,5000
TAM S/A	0,7895	0,8889	1	NA	NA	0	NA	NA	0,3333	NA	NA
TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A	0,5313	1	0,5000	NA	0	0,5000	NA	NA	0	1	0
TOTVS S/A	0,3478	0,6667	0	NA	NA	0,2000	NA	NA	0,3333	NA	NA
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S/A	0,5000	0,8889	0,3333	NA	NA	0,4000	NA	NA	0	NA	NA
UNIVERSO ON LINE S/A	0,8148	1	1	0,5000	NA	0,8000	NA	NA	0,3333	NA	NA
VALE S/A	0,8000	0,8333	0,6667	NA	NA	0,8000	NA	NA	1	NA	NA
VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS DE SEGURANÇA EM MEIOS DE PAGAMENTO E IDENTIFICAÇÃO S/A	0,5455	1	0,3333	NA	NA	0,2000	NA	NA	0	NA	NA

Apêndice 4 – Informações sobre operações de combinação

Empresa	Adquirida	Data aquisição	Valor da Transação (R\$ milhares)	Goodwill (R\$ milhares)	Total de Ativos Adquirente (R\$ milhares)	Receita Bruta adquirente (R\$ milhares)	Setor adquirente (Econômica)	Origem Adquirente
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	ASL - Assistência à Saúde Ltda	agosto/2010	8.663	14.336	4.568.882	7.635.444	Outros	Privada Nacional
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	Esho - Empresa de Serviços Hospitalares S/A	fevereiro/2010	60.100	1.190				
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	Hospital Pró-Cardíaco S/A	maio/2010	98.384	86.096				
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	Centro de Ensino Superior do Mato Grosso Ltda	20/08/2010	100		2.929.216	1.003.839	Outros	Privada nacional
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	César & Gomes Cursos Ltda	08/03/2010	4.071	3.924				
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	Sociedade Educaional Plínio Leite S/S Ltda	16/12/2010	29.607					
BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL BICBANCO	Sul Financeira S/A Crédito, Financiamento e investimento	01/06/2010	150.000	105.190	17.072.742	2.160.444	Finanças e seguros	Privada nacional
BHG S/A HOSPITALITY GROUP	BHG Norte	10/12/2010	4.347	622	801.340	124.503	Outros	Privada estrangeira
BHG S/A HOSPITALITY GROUP	BHG Mato Grosso	05/07/2010	14.400	8.459				
BRDESCO	Ibi Service, Sociedad de Responsabilidad Limitada (México)	02/06/2010	301.193	32.187	602.954.024	66.739.332	Finanças e seguros	Privada nacional
BRASIL ECODIESEL IND. E COMÉRCIO DE BIOCMB. E ÓLEOS VEGETAIS S/A (VANGUARDA)	Maeda S/A Agroindustrial	23/12/2010	320.140	167.209	1.321.802	394.792		Privada nacional
BRASKEM S/A	Quattor Participações S/A	30/04/2010	1.173.086		34.477.491	25.494.817	Química	Privada nacional
BRASKEM S/A	Sunoco Chemicals	01/04/2010	620.838					
BRASKEM S/A	UNIPAR Comercial	10/05/2010	27.104					
BRAZIL PHARMA S/A	Rede Nordeste de Fármácia S/A	16/06/2010	17.639	9.055	294.193	161.541		Privada Nacional
BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Amarilis S/A	02/07/2010	1.456	997				
BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Rosario S/A	16/09/2010	89.000	53.402				
BRAZIL PHARMA S/A	Centro Oeste Farma Distribuidora de medicamentos Ltda	16/09/2010	5.750	3.499				

BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Guararapes S/A	06/10/2010	46.260	24.355				
BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Farmais Ltda	20/12/2010	2.421	2.104				
BRAZIL PHARMA S/A	Farmais Franchising Ltda	30/12/2010	9.000	7.646				
CCR	SPVias	22/10/2010	1.335.847	1.185.930	12.767.531	4.657.256	Tranporte serviço	Privada nacional
CETIP S/A	GRV SOLUTIONS	29/12/2010	2.000.000	1.170.185	2.571.023	337.658	Finanças e seguros	Privada nacional
CIELO	Multidisplay	agosto de 2010	50.650	31.348	3.772.406	3.992.494	Software e dados	Privada nacional
CONTAX PARTICIPAÇÕES S/A	Ability Comunicação Integrada Ltda	Setembro de 2010	72.585	74.365	1.378.557	2.397.996	Outros	Privada nacional
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Logisport Armazéns Gerais S/A	14/03/2011	68.880	2.370	18.744.656	18.063.480	Alimentos e Bebidas	Privada nacional
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Usina Zanin	18/02/2011	90.000	69.402				
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	TEAS Terminal Exportador de Álcool de Santos S/A	24/11/2009	20.260	7.301				
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S/A	Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear do Recife Ltda - CERPE	25/10/2010	52.501	74.779	1.944.939	1.501.967	Outros	Privada nacional
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGISTICA	Armazéns Gerais Columbia e EADI Sul Terminal de Cragas Ltda	07/05/2010	274.666	77.043	4.165.776	1.427.608	Tranporte serviço	Privada nacional
ETERNIT S/A	Tégula Soluções para Telhados Ltda	11/02/2010	39.240	3.436	661.078	758.745	Minerais não metálicos	Privada nacional
FLEURY S/A	DI Diagnóstico por Imagem	12/05/2010	11.319	9.990	1.328.168	871.541	Outros	Privada nacional
HYPERMARCAS	Versoix Participações Ltda	Abril de 2010	181.256	178.926	9.987.182	3.159.728	Outros	Privada Nacional
HYPERMARCAS	Luper Indústria Farmacêutica Ltda	Abril de 2010	52.161	67.195				
HYPERMARCAS	Facilit Odontológica e Perfumria Ltda	Mai de 2010	79.000	65.083				
HYPERMARCAS	Sapeka Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis S/A	Junho de 2010	602.011	535.362				
HYPERMARCAS	IPH&C Indústria de Produtos de Higiene e Cosméticos Ltda	Novembro de 2010	80.057	69.434				
HYPERMARCAS	York S/A indústria e Comércio	Novembro de 2010	96.575	91.030				
IDEIASNET	Automatos Participações S/A	15/07/2010	6.652	360	528.778	1.075.999	Outros	Privada nacional
KARSTEN S/A	Romaria Empreendimentos Ltda	30/04/2010	31.014	14	401.054	357.931	Textil	Privada nacional
KROTON EDUCACIONAL S/A	IUNI Educacional S/A	12/03/2010	188.859	271.196	1.094.786	599.681	Outros	Privada Nacional

LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Ducatti Consultoria de Imóveis S/A	20/12/2010	22.235	5.702	985.351	338.715	Outros	Privada nacional
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Local Consultoria de Imóveis S/A	10/12/2010	35.726	5.552				
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	LPS Patrimônio Consultoria de Imóveis S/A	28/10/2010	61.832	45.245				
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Maber Consultoria de Imóveis S/A	08/09/2010	23.961					
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Plus Consultoria de Imóveis S/A	17/08/2010	15.960	2.279				
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Self Consultoria de Imóveis S/A	23/07/2010	3.992					
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	VNC Pronto Consultoria de Imóveis S/A	07/07/2010	8.640					
MAGAZINE LUIZA S/A	F.S. Vasconcelos & Cia Ltda (Lojas Maia)	31/07/2010	100.000	40.880	3.927.780	4.808.024	Comércio	Privada nacional
MANGELS INDUSTRIAL S/A	Superfície Ltda	18/01/2010	13.075	12.816	856.811	783.277	Siderurgia e metalurgia	Privada Nacional
MANGELS INDUSTRIAL S/A	E. Koga & Cia Ltda	18/01/2010	3.164	2.639				
MARFRIG ALIMENTOS S/A	Grupo Seara Alimentos S/A	04/01/2010	1.291.481		22.599.586	15.878.469	Alimentos e Bebidas	Privada nacional
MARFRIG ALIMENTOS S/A	Gideny S/A (Grupo Zenda)	20/01/2010	68.049					
MARFRIG ALIMENTOS S/A	O'Kane Poultry	03/08/2010	73.509					
MARFRIG ALIMENTOS S/A	Keystone Foods	01/10/2010	1.525.204	388.563				
MINERVA S/A	Minerva Dawn Farms	01/10/2010	60.000	42.000	2.628.350	3.408.205	Alimentos e Bebidas	Privada Nacional
MMX MINERAÇÃO E METALICOS S/A	GVA Mineração Ltda	10/08/2010	89.133		4.048.573	724.975	Mineração	Mineração
MPX ENERGIA S/A	Nova Sistemas de Energia Ltda	20/07/2010	2.425		6.279.555	98.455	Energia Elétrica	Privada nacional
PDG REALTY S/A EMPREENDEIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S/A	Agre Empreendimentos Imobiliários SA	01/05/2010	2.298.963	90.000	15.386.410	5.229.815	Construção	Privada nacional
PETROBRÁS S/A	Breitner Energética S/A	12/02/2010	3.000.000	17.000	519.970.003	213.273.669	Petróleo e gás	Estatal nacional
RENAR MAÇAS S/A	Pomifrai Fruticultura S/A	28/09/2010	48.586	65.666	201.236	65.666	Agro e pesca	Privada nacional
SCHULZ S/A	SOMAR S/A Indústrias Mecânicas	01/12/2009	12.000	556.000	700.655	595.476	Veículos e outros	Privada nacional
SUZANO PAPEL E CELULOSE S/A	FuturaGene PLC	19/07/2010	140.242	135.859	18.913.509	4.513.883	Papel e celulose	Privada nacional
TAM S/A	Pantanal Linhas Aéreas S/A	15/03/2010	13.000		14.459.063	11.378.691	Transporte	Privada

							serviço	nacional
TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A	Unibanco Saúde Seguradora S/A	01/04/2010	100.000	13.505	572.175	944.334	Outros	Privada nacional
TOTVS S/A	M21 Serviços de Implantação de Software Ltda e M2S Serviços de Suporte Ltda	05/01/2010	5.300	512	1.415.397	1.129.475	Software e dados	Privada nacional
TOTVS S/A	SRC Serviços de Informática Ltda	28/07/2010	43.000	33.688				
TOTVS S/A	MAFIPA Serviços de Informática	24/11/2010	5.920	6.056				
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S/A	Distribuidora Nacional de Petróleo Ltda	01/11/2010	72.330	45.541	12.989.843	42.481.712	Química	Privada nacional
UNIVERSO ON LINE S/A	Diveo Broadband Networks Inc	28/12/2010	693.503	555.532	1.987.182	816.741		Privada nacional
VALE S/A	Fertilizantes Fosfatados S/A	maio de 2010	10.696.000	1.328.000	214.662.114	83.225.007	Mineração	Privada nacional
VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS DE SEGURANÇA EM MEIOS DE PAGAMENTO E IDENTIFICAÇÃO S/A	Microelectronica Española S.A.U	31/12/2009	38.852	31.414	806.925	756.849	Outros	Privada nacional
WEG S/A	Zest Group	25/05/2010			7.511.164	4.391.973	Máquinas industriais	Privada nacional
WEG S/A	Voltran S/A de C.V	11/06/2010						
WEG S/A	Instrutech	01/07/2010						
WEG S/A	Equisul Indústria e Comércio Ltda	06/12/2010						

Apêndice 4 – Informações sobre operações de combinação (Continuação)

Empresa	Adquirida	Origem Adquirida	Status de listagem	Empresa Auditoria	% ações do controlador
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	ASL - Assistência à Saúde Ltda	Privada Nacional	Novo Mercado	Terco Grant Thornton Auditores Independentes	0,6362
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	Esho - Empresa de Serviços Hospitalares S/A	Privada Nacional			
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	Hospital Pró-Cardíaco S/A	Privada Nacional			
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	Centro de Ensino Superior do Mato Grosso Ltda	Privada Nacional	Novo mercado	KPMG Auditores Independentes	0,2048
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	César & Gomes Cursos Ltda	Privada Nacional			
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S/A	Sociedade Educaional Plínio Leite S/S Ltda	Privada Nacional			
BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL BICBANCO	Sul Financeira S/A Crédito, Financiamento e investimento	Privada Nacional	Nível 1	KPMG Auditores Independentes	0,982448
BHG S/A HOSPITALITY GROUP	BHG Norte	Privada Nacional	Novo Mercado	Ernst Young Auditores Independentes S/S	0,5087
BHG S/A HOSPITALITY GROUP	BHG Mato Grosso	Privada Nacional			
BRADESCO	Ibi Service, Sociedad de Responsabilidad Limitada (México)	Privada estrangeira	Nível 1	Pricewaterhouse Coopers Auditores Independentes	0,6542

BRASIL ECODIESEL IND. E COMÉRCIO DE BIOCUMB. E ÓLEOS VEGETAIS S/A (VANGUARDA)	Maeda S/A Agroindustrial	Privada Nacional	Novo mercado	Deloitte Touche Tohmatsu	0,2243
BRASKEM S/A	Quattor Participações S/A	Privada Nacional	Nível 1	PriceWaterhouseCoopers Auditores Independentes	0,9313
BRASKEM S/A	Sunoco Chemicals	Privada estrangeira			
BRASKEM S/A	UNIPAR Comercial	Privada Nacional			
BRAZIL PHARMA S/A	Rede Nordeste de Fármácia S/A	Privada Nacional	Novo Mercado	Ernst & Young Terco Auditores Independentes	0,5795
BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Amarilis S/A	Privada Nacional			
BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Rosario S/A	Privada Nacional			
BRAZIL PHARMA S/A	Centro Oeste Farma Distribuidora de medicamentos Ltda	Privada Nacional			
BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Guararapes S/A	Privada Nacional			
BRAZIL PHARMA S/A	Drogaria Farmais Ltda	Privada Nacional			
BRAZIL PHARMA S/A	Farmais Franchising Ltda	Privada Nacional			
CCR	SPVias	Privada Nacional	Novo mercado	KPMG Auditores Independentes	0,5126
CETIP S/A	GRV SOLUTIONS	Privada Nacional	Novo mercado	KPMG Auditores Independentes	0,4326
CIELO	Multidisplay	Privada Nacional	Novo Mercado	Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes	0,572966
CONTAX PARTICIPAÇÕES S/A	Ability Comunicação Integrada Ltda	Privada Nacional	Mercado tradicional	Deloitte Touche Tohmatsu	0,6926
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Logisport Armazéns Gerais S/A	Privada Nacional	Novo mercado	Ernst & Young Terco	0,623
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Usina Zanin	Privada Nacional			
COSAN S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO	TEAS Terminal Exportador de Álcool de Santos S/A	Privada Nacional			
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S/A	Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear do Recife Ltda - CERPE	Privada Nacional	Novo Mercado	KPMG	0,5692
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGISTICA	Armazéns Gerais Columbia e EADI Sul Terminal de Cragas Ltda	Privada Nacional	Novo mercado	Deloitte Touche Tohmatsu	0,7423
ETERNIT S/A	Tégula Soluções para Telhados Ltda	Privada Nacional	Novo mercado	Deloitte Touche Tohmatsu	0,3582
FLEURY S/A	DI Diagnóstico por Imagem	Privada Nacional	Novo mercado	Deloitte Touche Tohmatsu	0,6273
HYPERMARCAS	Versiox Participações Ltda	Privada Nacional	Novo Mercado	PricewaterhouseCoopers	0,5012
HYPERMARCAS	Luper Indústria Farmacêutica Ltda	Privada Nacional			
HYPERMARCAS	Facilit Odontológica e Perfumria Ltda	Privada Nacional			

HYPERMARCAS	Sapeka Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis S/A	Privada Nacional			
HYPERMARCAS	IPH&C Indústria de Produtos de Higiene e Cosméticos Ltda	Privada Nacional			
HYPERMARCAS	York S/A indústria e Comércio	Privada Nacional			
IDEIASNET	Automatos Participações S/A	Privada Nacional	Novo Mercado	BDO Auditores Independentes	0,4239
KARSTEN S/A	Romaria Empreendimentos Ltda	Privada Nacional	Segmento tradicional	PricewaterhouseCoopers	0,816097
KROTON EDUCACIONAL S/A	IUNI Educacional S/A	Privada Nacional	N2	Deloitte Touche Tohmatsu	0,837
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Ducatti Consultoria de Imóveis S/A	Privada Nacional	Novo mercado	Deloitte Touche Tohmatsu	0,4517
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Local Consultoria de Imóveis S/A	Privada Nacional			
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	LPS Patrimônio Consultoria de Imóveis S/A	Privada Nacional			
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Maber Consultoria de Imóveis S/A	Privada Nacional			
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Plus Consultoria de Imóveis S/A	Privada Nacional			
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	Pronto Self Consultoria de Imóveis S/A	Privada Nacional			
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS S/A	VNC Pronto Consultoria de Imóveis S/A	Privada Nacional			
MAGAZINE LUIZA S/A	F.S. Vasconcelos & Cia Ltda (Lojas Maia)	Privada nacional	Novo mercado	Deloitte Touche Tohmatsu	0,753596674
MANGELS INDUSTRIAL S/A	Superfície Ltda	Privada Nacional	N1	Ernst & Young Terco	0,9992
MANGELS INDUSTRIAL S/A	E. Koga & Cia Ltda	Privada Nacional			
MARFRIG ALIMENTOS S/A	Grupo Seara Alimentos S/A	Privada Nacional	Novo mercado	BDO Auditores Independentes	0,5738
MARFRIG ALIMENTOS S/A	Gideny S/A (Grupo Zenda)	Privada Estrangeira			
MARFRIG ALIMENTOS S/A	O'Kane Poultry	Privada Estrangeira			
MARFRIG ALIMENTOS S/A	Keystone Foods	Privada Estrangeira			
MINERVA S/A	Minerva Dawn Farms	Privada Nacional	Novo Mercado	KPMG Auditores Associados	0,6749
MMX MINERAÇÃO E METALICOS S/A	GVA Mineração Ltda	Privada Nacional	Novo mercado	KPMG Auditores Independentes	0,4215
MPX ENERGIA S/A	Nova Sistemas de Energia Ltda	Privada Nacional	Novo mercado	KPMG Auditores Independentes	0,7368

PDG REALTY S/A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S/A	Agre Empreendimentos Imobiliarios SA	Privada Nacional	Novo Mercado	Ernst & Young Terco Auditores Independentes	0,1227
PETROBRÁS S/A	Breitner Energética S/A	Privada Nacional	Segmento tradicional	KPMG Auditores Independentes	0,5363
RENAR MAÇAS S/A	Pomifrai Fruticultura S/A	Privada Nacional	Novo mercado	BDO RCS Auditores Independentes	0,6232
SCHULZ S/A	SOMAR S/A Indústrias Mecânicas	Privada Nacional	Tradicional	Martinelli Auditores	0,9973
SUZANO PAPEL E CELULOSE S/A	FuturaGene PLC	Privada Estrangeira	Nível 1	Ernst & Young Terco	0,88
TAM S/A	Pantanal Linhas Aéreas S/A	Privada Nacional	Nível 2	PricewaterHouseCoopers Auditores Independentes	0,804
TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A	Unibanco Saúde Seguradora S/A	Privada Nacional	Novo mercado	PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes	0,2192
TOTVS S/A	M21 Serviços de Implantação de Software Ltda e M2S Serviços de Suporte Ltda	Privada Nacional	Novo mercado	Ernst & Young Terco Auditores Independentes	0,1701
TOTVS S/A	SRC Serviços de Informática Ltda	Privada Nacional			
TOTVS S/A	MAFIPA Serviços de Informática	Privada Nacional			
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S/A	Distribuidora Nacional de Petroleo Ltda	Privada Nacional	Nível 2	KPMG Auditores Independentes	0,6604
UNIVERSO ON LINE S/A	Diveo Broadband Networks Inc	Privada Estrangeira	Nível 2	PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes	0,69267
VALE S/A	Fertilizantes Fosfatados S/A	Privada Nacional	Nível 1	PricewaterHouse Coopers Auditores Independentes	0,527
VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS DE SEGURANÇA EM MEIOS DE PAGAMENTO E IDENTIFICAÇÃO S/A	Microelectronica Española S.A.U	Privada estrangeira	Novo mercado	Ernst & Young Terco Auditores Independentes	0,1136
WEG S/A	Zest Group	Privada Estrangeira	Novo mercado	Ernst & Young Terco Auditores Independentes	0,5094
WEG S/A	Voltran S/A de C.V	Privada Estrangeira			
WEG S/A	Instrutech	Privada Nacional			
WEG S/A	Equisul Indústria e Comércio Ltda	Privada Nacional			

Apêndice 5 – Relação de operações de fusão e aquisição da ANBID

Empresa Alvo	Empresa Compradora	% Neg.	Empresa Vendedora	Valor Anuncio - R\$	Nº Op.	Valor Encerramento -	
						R\$	Nº Op.
Damp Eletric	Abengoa Brasil	50,0	Comercial Mineira	20.000.000,00	1	-	0
NTE e STE	Abengoa Brasil	100,0	Cymi Holding	362.966.421,00	1	-	0
Casadoce Ind. e Com. de Alimentos	ACD Participações	100,0	FIP Lake	-	0	-	1
Brenco (ETH Bioenergia)	Acionistas ETH Bionergia	65,0	Acionistas Brenco	1.330.000.000,00	1	12.450.000.000,00	1
CEMIG (SEB)	AGC Energia	14,4	Southern Eletric Brasil Participações	-	0	1.887.774.566,40	1
Standard Logística	ALL	80,0	Standard Logística	20.000.000,00	1	-	0
Hospital Samaritano	Amil	100,0	Controladores	180.000.000,00	1	-	0
Pró-Cardíaco Pronto Socorro Cardiológico	Amil	89,4	Controladores	98.384.000,00	1	98.384.000,00	1
Medial Saude - OPA	Amil Assistência Médica Ltda	48,1	Medial Participações	-	0	557.226.320,00	1
Tivit	Apax Partners	54,3	Contoladores/Outros	950.992.137,67	1	959.678.659,94	1
Tivit - OPA	Apax Partners	97,1	Free Float	745.155.595,80	1	772.161.813,76	1
IBI México	Banco Bradesco	100,0	Panuco	94.526.962,60	1	297.600.000,00	1
BrasilVeículos	Banco do Brasil	100,0	Sul América	340.000.000,00	1	359.000.000,00	1
Sofcred Promotora de Venda	Banco Fibra	100,0	Banco Sofisa	120.000.000,00	1	-	0
Banco Patagonia	BB	51,0	Controladores	845.449.405,18	1	-	0
BB / Mapfre	BB	0,0	Mapfre	-	1	-	0
BrasilPrev Seguros e Previdência	BB	75,0	Principal	-	0	462.110.000,00	1
Cielo / CBSS	BB	45,0	Santander	1.664.000.000,00	1	1.689.800.000,00	1
Chicago Mercantile Exchange - CME	BM&F Bovespa	5,0	CME	1.147.992.000,00	1	-	0
Deepwater assets	BP	100,0	Devon Energy Corporation	5.008.888.300,00	1	-	0

Abril Educação	BR Investimento	24,7	Família Civita	314.880.075,00	1	314.880.075,00	1
Shopping Tijuca	BR Malls	100,0	Controladores	800.000.000,00	1	800.000.000,00	1
ITP Partners	Bradesco	50,8	Deutsche Bank	53.519.200,00	1	53.519.200,00	1
Maeda Agroindustrial	Brasil Ecodiesel	100,0	Controladores	320.139.974,00	1	-	0
Quattor (Part. Petrobras)	Braskem	100,0	Petrobras	3.218.594.064,00	1	3.218.594.064,00	1
Sunoco Chemicals	Braskem	100,0	Sunoco	657.055.000,00	1	619.535.000,00	1
Banif Corretora	Caixa Geral de Depósitos	70,0	Banco Banif	129.500.000,00	1	-	0
Cimpor - Part. Bipadosa	Camargo Correa	6,5	Bipadosa	995.832.880,00	1	995.832.880,00	1
Cimpor - part. Teixeira Duarte	Camargo Correa	24,7	Teixeira Duarte	3.801.814.720,00	1	3.801.814.720,00	1
CPM Braxis	Capgemini	55,0	Bradesco	533.500.000,00	1	533.500.000,00	1
Grupo Ibmec Educacional	Capital Group	0,0	Grupo Ibmec Educacional	130.000.000,00	1	-	0
Unilever Brasil (Business de Tomates)	Cargill	100,0	Unilever	600.000.000,00	1	-	0
Qualicorp	Carlyle Group	70,0	General Atlantic	-	1	-	0
Globex - Casa Bahia	Casa Bahia	47,0	CBD	-	0	3.266.800.000,00	1
Light - Part. Andrade Gutierrez	Cemig	25,5	Andrade Gutierrez	-	0	1.130.802.040,24	1
GRV Solutions	CETIP	100,0	Controladores	2.003.613.000,00	1	2.003.613.000,00	1
Globex - OPA	Cia Brasileira de Distribuição	100,0	Acionistas minoritários	51.173.680,23	0	51.173.680,23	0
Rodovias Integradas do Oeste (Multivias)	Companhia de Participações em Concessões	100,0	Multivias	412.331.710,30	1	1424.653.230,10	1
Rodovias Integradas do Oeste (Rodovias)	Companhia de Participações em Concessões	100,0	Planova	1.140.816.661,70	1	1.174.793.964,25	1
BTG Pactual	Consórcio de		Privado	3.030.480.000,00	1	-	0

	Investidores					
Cia de Concessões Rodoviárias	Controladores	51,5	Brisa	1.174.450.000,00	1	-
Mahle - Reestruturação	Controladores	87,7	Free Float	122.584.686,00	1	122.584.686,00
Aralco	Copersucar	100,0	Controladores	-	1	-
Clealco	Copersucar	100,0	Clealco	-	1	-
UMOE Bioenergy ASA	Copersucar	100,0	UMOE Bioenergy	-	1	-
Cosan / Shell	Cosan	50,0	Shell	11.614.855.100,00	1	-
Grupo AG (Balboa, Azpeitia, Lasao)	CSN	100,0	Grupo Alfonso Gallardo	861.333.600,00	1	-
MD1 Diagnósticos	Diagnósticos da América - DASA	100,0	Controladores	1.567.800.000,00	1	-
SKY Brasil Serviços	Directv	92,9	Globo Comunicações	1.001.541.436,49	1	1.001.541.436,49
Drogão	Drogaria São Paulo	100,0	Controladores	-	1	-
Dufry South America - Reest	Dufry AG	100,0	Outros	773.098.460,35	1	1.023.160.793,55
Armazéns Gerais Columbia e EADI Sul	Elog (Ecorodovias)	100,0	Controladores	270.000.000,00	1	264.100.000,00
Net Serviços de Comunicações - OPA	Embratel Participações	100,0	Outros	4.579.869.641,00	1	3.308.629.028,00
Bahia Minerals	ENRC	100,0	Ardila Investments	1.268.242.500,00	1	1.268.242.500,00
Mineração Minas Bahia	ENRC	100,0	Família Couri	507.254.400,00	1	507.254.400,00
Term. Port. da Ponta do Félix	Equiplan	59,2	Previ / FUNBEP	-	0	25.509.698,05
Emp. Elet. Vale Paranapanema	FI - FGTS	35,0	Denerge	600.000.000,00	1	-
Odebrecht Transport Participações	FI - FGTS	30,0	Odebrecht Transport	1.896.500.000,00	1	1.896.500.000,00
Labs D'Or	Fleury	100,0	Controladores	1.040.000.000,00	1	-
Energia Sustentável do Brasil	FUNCEF	5,0	Camargo Correa	228.000.000,00	1	-
Coomex	Fundo de Investimento em Participações Brasil Energia	100,0	Alliance Investimentos e Participações	100.000.000,00	1	100.000.000,00
Alphaville Urbanismo	Gafisa	80,0	Alphaville	155.494.700,00	1	-

			Participações			155.494.700,00	
Odebrecht Realizações Imobiliárias	Gávea Investimentos	14,5	Grupo Odebrecht	-	1	-	1
Aços Villares	Gerdau	87,4	Prontofer / minoritários	1.387.589.799,92	1	-	0
Gerdau Ameristeel	Gerdau	100,0	Free Float	4.042.407.621,54	1	3.906.204.687,00	1
Engineering	Gerens Hill	60,0	Controladores	-	1	-	0
Cons. Empresarial Salto Pilão	GL Empreendimentos	20,0	Camargo Correa	156.000.000,00	1	-	0
Moinhos Cruzeiro do Sul	Glencore Importadora	50,0	Predileto Alimentos	255.468.000,00	1	227.478.000,00	1
Armazéns Gerais e Transporte - AGT	Green Capital Investimentos	100,0	Ultrapar	82.000.000,00	1	-	1
Vocal Comércio de Veículo	Grupo Auto Sueco	100,0	IPFL	90.000.000,00	1	90.000.000,00	1
Citrovita	Grupo Fischer	50,0	Grupo Votorantim	-	1	-	0
Icatu Hartford Seguros	Grupo Icatu	100,0	Hartford Life International	-	0	-	1
Sack's Cosméticos	Grupo LVMH	70,0	Controladores	-	1	-	1
Yuny Incorporadora	Grupo VR	100,0	Yuny Incorporadora	-	1	-	0
Bitufo	Hypermarcas	100,0	IP&H, DPH, Comercial Maripa	82.500.000,00	1	180.057.000,00	1
Facilit Odontológica e Perfumaria	Hypermarcas	100,0	Controladores	79.000.000,00	1	160.385.430,72	1
Luper Ind. Farmac. Ltda	Hypermarcas	100,0	Controladores	52.161.398,00	1	52.161.398,00	1
Mabesa do Brasil	Hypermarcas	100,0	Mabesa	350.000.000,00	1	-	0
Mantecorp	Hypermarcas	100,0	Controladores	2.500.000.000,00	1	-	0
Medley (Digedrat, Peridal, Lopigrel)	Hypermarcas	100,0	Sanofi - Medley	84.000.000,00	1	-	0
Sabonetes Pom Pom	Hypermarcas	100,0	Colgate Palmolive Company	85.000.000,00	1	85.000.000,00	1
Sapeka - Ind. e Com. de Fraldas	Hypermarcas	100,0	Controladores	367.957.306,54	1	227.011.048,57	1
York S.A. Ind. e Com.	Hypermarcas	100,0	Controladores	100.000.000,00	1	195.000.000,00	1
Para Pigmentos	Imerys	86,2	Vale	123.683.000,00	1		1

						123.683.000,00	
Itaú Unibanco Holding	Itausa	36,7	BofA	1.619.378.807,01	1	1.619.378.807,01	1
Rockdale Beef Pty Ltd	JBS	100,0	Itoham Foods Inc	66.968.420,00	1	64.215.680,00	1
Romaria Empreendimentos	Karsten	100,0	Controladores	27.940.376,16	1	31.561.863,16	1
CCVL Participações	Kinea I Private Equity	0,0	Controladores	200.000.000,00	1	-	0
IUNI Educacional	Kroton Educacional	100,0	Controlador	268.193.856,19	1	268.193.856,19	1
TAM	LAN	24,1	TAM	14.369.359.982,02	1	-	0
Ativos Suata	Localfrio	100,0	Controladores	20.000.000,00	1	20.000.000,00	1
Atlântico Terminais	Localfrio	100,0	Controladores	20.000.000,00	1	20.000.000,00	1
SK do Brasil	Maersk Olie og Gas	100,0	SK Brazil	4.076.160.000,00	1	-	0
Lojas Maia	Magazine Luiza	100,0	Família Maia	20.000.000,00	1	20.000.000,00	1
Cargill Alimentos	Marfrig Alimentos	100,0	Cargill	-	0	1.549.876.000,00	1
Grupo Zenda	Marfrig Alimentos	51,0	Controladores	-	0	68.048.883,79	1
Keystone Foods	Marfrig Alimentos	100,0	Lindsay Goldberg	2.271.780.000,00	1	2.118.312.000,00	1
Bayovar - Vale	Mitsui	25,0	Vale	1.175.460.000,00	1	1.169.454.000,00	1
Universo Online	Monte Cristalina	28,8	Portugal Telecom	214.937.835,60	1	-	0
Instituto de Idiomas Yazigi Internexus	Multi Brasil	100,0	Controladores	100.000.000,00	1	100.000.000,00	1
Microlins	Multi Brasil	30,0	Anhanguera	33.700.000,00	1	33.700.000,00	1
Cerradinho - Catanduva e Potirandaba	Noble Group	100,0	Pessoas Físicas	1.622.790.000,00	1	-	0
Ativos de Alumínio Vale	Norsk Hydro ASA	100,0	Vale	8.484.350.000,00	1	-	0
Ativos Unipar	Odebrecht / Petrobras	100,0	Unipar	4.881.000.000,00	1	4.881.000.000,00	1
Agre	PDG Realty	100,0	Controladores	4.386.137.000,00	1		1

					4.386.137.000,00		
SEB - Sistema Educacional Brasileiro	Pearson Education	69,0	Controladores	613.278.930,00	1	613.278.917,43	1
Açúcar Guarani	Petrobras	54,3	Outros	1.600.000.000,00	1	-	0
Gas Brasileiro Distribuidora	Petrobras	100,0	Eni Spa	458.200.000,00	1	-	0
Nova Fronteira Bioenergia	Petrobras	51,0	São Martinho	621.460.000,00	1	-	0
Refinaria Alberto Pasqualini	Petrobras	100,0	Repsol YPF	1.440.665.000,00	1	1.440.665.000,00	1
Itausa	Petros	4,5	Camargo Correa	2.788.451.001,84	1	-	0
Laboratório Teuto Brasileiro	Pfizer	40,0	controladores	421.938.000,00	1	421.938.000,00	1
Cromex S.A	Plann Participações	100,0	Cromex S.A	-	1	-	1
GPTI Tecnologia da Informação	Portugal Telecom	87,5	Fábio Pereira	108.252.339,13	1	108.252.339,13	1
Telemar Participações	Portugal Telecom	23,6	AG Telecom	8.965.397.807,00	1	-	0
QG Comunicação	Publicis Groupe	100,0	QG Comunicação	-	1	-	1
Talent Propaganda	Publicis Groupe	100,0	Talent Propaganda	-	1	-	1
Banco Santander Brasil	Qatar Holdings	5,0	Controladores	4.536.923.400,00	0	4.625.766.320,00	0
Hospital São Luiz	Rede D´Or	0,0	Zar Participações	-	1	-	1
Energias Renováveis do Brasil	Rio Forte Investment	48,0	ERBPar	120.000.000,00	1	120.000.000,00	1
Georadar Levantamentos Geofísicos	Rio Forte Investment	33,3	Sergep / AG Angra	100.000.000,00	1	100.000.000,00	1
PCH Vale Manganês	Salles Leite Machado	100,0	Vale Manganês	35.000.000,00	1	35.000.000,00	1
Equipav	Shree Renuka	50,8	Equipav / Controlpav / Empate	1.360.967.527,67	1	1.213.658.806,80	1
Vale do Ivaí	Shree Renuka	100,0	Família Longo / Outros	-	0	430.896.000,00	1
MMX Mineração e Metálicos	SK Networks	11,6	Eike Batista	1.238.690.309,80	1	-	0
8 Ativos - Plena Transmissora	State Grid of China	89,8	Elecnor / Cobra / Isolux	3.451.094.000,00	1	-	0
Expansion Transmissora de Energia Elétrica e Itumbiara Marimbondo	State Grid of China	25,0	Abengoa	273.750.000,00	1	-	0
BrasilSaúde	Sul América	100,0	Banco do Brasil	28.400.000,00	1	28.400.000,00	1

Geo Vision Soluções Ambientais e Energia	Suma	50,0	Manuel Leão Adm. de Bens	50.000.000,00	1	68.665.238,50	1
Mineração Usiminas	Sumitomo Corporation	30,0	USIMINAS	3.475.093.500,00	1	3.253.451.400,00	1
Conpacel	Suzano Papel e Celulose	100,0	Fibria Celulose	1.500.000.000,00	1	-	0
Terna Participações - OPA	TAESA	100,0	Free Float	1.113.850.809,72	0	1.000.851.907,02	0
Brasilcel, N.V	Telefonica	100,0	Portugal Telecom	18.179.400.000,00	10	18.179.400.000,0	1
Odebrecht Óleo e Gás	Temasek Holding	0,0	Grupo Odebrecht	674.720.000,00	16	79.880.000,00	1
Caixa Seguradora Saúde	Tempo Participações	25,0	Caixa Seguradora	75.000.000,00	1	-	0
Açúcar Guarani - Reestruturação	Tereos	60,0	Guarani	2.121.064.706,01	1	1.910.213.406,44	1
TIG Holding	TH Ltd	100,0	TIG Holding	-	0	168.239.000,47	1
Ind de Meias Scalina	The Carlyle Group	0,0	Ind de Meias Scalina	-	1	-	1
Boa Vista Serviços	TMG Capital	25,0	Controladores	220.000.000,00	1	220.000.000,00	1
J. Malucelli Part. em Seguros e Resseguros	Travelers Companies	43,4	Paraná Banco	735.000.000,00	1	-	0
Diveo Broadband Networks	UOL	100,0	Fundos de Investimento	712.900.000,00	1	712.900.000,00	1
Bunge Part. e Invest.	Vale	100,0	Bunge Brasil / Bunge Fertilizantes	7.034.940.000,00	16	964.640.000,00	1
Fertifos	Vale	0,0	Fertipar / Heringer	76.874.097,73	1	76.874.097,73	1
Fosfertil - Part. Mosaic	Vale	78,9	Mosaic Company	1.756.136.919,60	11	756.136.919,60	1
Fosfertil - Part. Yara	Vale	15,5	Yara	1.451.140.887,60	11	438.971.497,48	1
Instituto Terapêutico Delta	Valeant Pharmaceuticals Internacional	100,0	Controladores	100.000.000,00	1	100.000.000,00	1
GVT - OPA	Vivendi	100,0	Free Float	996.161.992,00	1		1

					967.542.645,24	
Compania Minera Milpo	Votorantim	50,0	Outros	780.431.287,22	1738.948.000,00	1
Cimpor - part. Cinvest	Votorantim Cimentos	21,2	Cinveste	385.226.101,00	1 385.226.101,00	1
Cimpor - part. Lafarge	Votorantim Cimentos	17,3	Lafarge	1.848.008.238,61	11.848.008.238,61	1
Omega Energia Renovável	Warburg Pincus	28,5	BJJ FIP / WinBros / Holding Poente	175.000.000,00	1 -	0
MMX - Wuhan Iron Steel	Wuhan Iron Steel	21,5	Controlador / Free Float	-	01.039.592.816,66	1

Apêndice 6 – Relação de operações de fusão e aquisição da Bloomberg

Deal Type	Announce Date	Target Name	Acquirer Name	Announced Total Value (mil.)	Payment Type	Deal Status
ACQ	30/12/2010	Periscopio Equipamentos Optronicos SA	Elbit Systems Ltd	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	30/12/2010	Ares Aeroespecial e Defesa SA	Elbit Systems Ltd	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	29/12/2010	BTG Pactual Delta Participacoes SA	BTG Pactual Stigma Participacoes SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	29/12/2010	Fundo de Investimento Imobiliario Comercial Progre	BR Properties SA	284,38	Cash	Complete
ACQ	28/12/2010	Brascan Imobiliaria Hotelaria e Turismo SA	BHG SA - Brazil Hospitality Group	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	22/12/2010	Amata SA	Multiple acquirers	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	20/12/2010	Standard Logistica e Distribuicao SA	All America Latina Logistica SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	20/12/2010	Pronto Ducati Consultoria de Imoveis SA	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA	9,07	Cash	Complete
ACQ	20/12/2010	Mantecorp Industria Quimica e Farmaceutica Ltda	Hypermarcas SA	1535,45	Cash and Stock	Complete
ACQ	20/12/2010	Grupo Cipa	Fiera Milano SpA	21,48	Cash	Complete
ACQ	17/12/2010	Hidro Filtros do Brasil	Pentair Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	16/12/2010	Sociedade Educacional Plinio Leite SS Ltda	Anhanguera Educacional Participacoes SA	33,45	Cash	Complete
ACQ	16/12/2010	Land & Building	BR Properties SA	11,44	Cash	Complete
ACQ	15/12/2010	Prontofer Ltda	Gerdau SA	822,04	Stock	Complete
ACQ	15/12/2010	Labs D'Or	Fleury SA	698,13	Cash and Stock	Complete
ACQ	15/12/2010	Land & Building	BR Properties SA	36,19	Cash	Complete
ACQ	15/12/2010	Acos Villares SA	Gerdau SA	325,01	Stock	Complete
ACQ	14/12/2010	Dental PLAN Ltda	Sul America SA	16,84	Cash	Complete
ACQ	13/12/2010	2 Hotels/Belem	BHG SA - Brazil Hospitality Group	N/A	Cash	Complete
ACQ	13/12/2010	Multiple Targets	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA	15,06	Cash	Pending
ACQ	13/12/2010	Disec Digital Security	IdeiasNet SA	N/A	Stock	Complete
ACQ	10/12/2010	Rio Vermelho Acucar e Alcool Ltda	Glencore International PLC	80	Cash	Complete
ACQ	10/12/2010	Land & Building	BR Properties SA	12,95	Cash	Complete

ACQ	09/12/2010	Tegobras Telhas de Concreto Ltd	Cia Previdente - Sociedade de Controlo de Particip	6,61	Cash	Complete
ACQ	08/12/2010	CIMA Empreendimentos do Brasil SA	BR Malls Participacoes SA	128,61	Cash	Complete
ACQ	07/12/2010	Suata Log Servicos e Logistica Ltda	Grupo Localfrio	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	07/12/2010	Suata Servico Unificado de Armazenagem e Terminal	Grupo Localfrio	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	07/12/2010	Suata Transportes Ltda	Grupo Localfrio	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	07/12/2010	Atlantico Terminais SA	Grupo Localfrio	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	07/12/2010	Equisul Industria e Comercio Ltda	Weg SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	03/12/2010	Gang Nail Ltda	Berkshire Hathaway Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	03/12/2010	Engineering SA	Hill International Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	02/12/2010	Grupo Itatiaia - Comercial Itatiaia de Viaturas Lt	Divena Automoveis	46,98	Cash	Complete
ACQ	01/12/2010	GRV Solutions	CETIP SA - Balcao Organizado de Ativos e Derivativ	1172,33	Cash and Stock	Complete
ACQ	29/11/2010	Cafe Damasco SA	Sara Lee Corp	55,39	Cash	Complete
ACQ	29/11/2010	VOSTU	Multiple acquirers	30	Cash	Complete
ACQ	26/11/2010	XP Investimentos CCTVM SA	Actis LLP	33,57	Cash	Complete
ACQ	25/11/2010	Copersucar SA	Aralco SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	23/11/2010	Yazigi	Multi Brasil SA	57,64	Cash	Complete
ACQ	22/11/2010	Silviconsult Engenharia Ltda	Poyry OYJ	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	22/11/2010	Boulevard Shopping Campina Grande	Aliansce Shopping Centers SA	2,6	Cash	Complete
ACQ	21/11/2010	CIMA Empreendimentos do Brasil SA	BR Malls Participacoes SA	247,44	Cash	Complete
ACQ	19/11/2010	Glassec Viracon	Apogee Enterprises Inc	24	Cash	Complete
ACQ	19/11/2010	Western Tapajos Gold Project	Venturex Resources Ltd	N/A	Cash	Complete
ACQ	18/11/2010	MULTI Holding	Itau Unibanco Holding SA	116,61	Cash	Complete
ACQ	17/11/2010	Multi Brasil SA	Kinea Investimentos Ltda/Brasil	115,84	Cash	Complete
ACQ	17/11/2010	Vale Fertilizantes SA	Vale SA	840,12	Cash	Complete
ACQ	12/11/2010	Supervia Concessionaria de Transporte Ferroviarios	Odebrecht SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	12/11/2010	Gtex Brasil Industria e Comercio SA	Actis LLP	53	Cash	Complete
ACQ	11/11/2010	Multiple Targets	Hypermarcas SA	48,08	Cash	Complete
ACQ	10/11/2010	Center Cargo	Tudefrigo SL	N/A	Undisclosed	Complete

ACQ	10/11/2010	Tecnologia de Componentes Automotivos SA	Fiat SpA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	09/11/2010	Norte Shopping Belem SA	Cyrela Commercial Properties SA Empreendimentos e	N/A	Cash	Complete
ACQ	09/11/2010	MinFer Holdings Ltd	Polo Resources Ltd	N/A	Cash	Complete
ACQ	08/11/2010	Elizabeth Loucas Sanitarias Ltda	Duratex SA	47,11	Cash	Complete
ACQ	05/11/2010	Resil Minas	Magna International Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	04/11/2010	Braskem Petroquimica SA	Braskem SA	7,27	Cash	Complete
ACQ	04/11/2010	J Malucelli Participacoes em Seguros e Resseguros	Travelers Cos Inc/The	370	Undisclosed	Complete
ACQ	03/11/2010	Moinhos Cruzeiro do Sul SA	Glencore Importadora e Exportadora SA	77,01	Cash	Complete
ACQ	03/11/2010	Pesquisa SA Industria e Comercio de Minerios	Laterra Mineracao Ltda	3,53	Cash	Complete
ACQ	27/10/2010	Distribuidora Nacional de Petroleo Ltda	Ultrapar Participacoes SA	49,55	Cash	Complete
ACQ	27/10/2010	TIG Holding Ltd	TH Ltd	97,92	Cash	Complete
ACQ	27/10/2010	Gavea Investimentos Ltda	JPMorgan Chase & Co	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	26/10/2010	Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear de	Diagnosticos da America SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	26/10/2010	Oferta X Servicos de Internet SA	Sociedade Comercial e Importadora Hermes SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	21/10/2010	Rio Sao Pedro Mineracao	Ardent Mines Ltd	32,08	Stock	Complete
ACQ	20/10/2010	Odebrecht Oleo e Gas SA	Temasek Holdings Pte Ltd	400	Cash	Complete
ACQ	20/10/2010	Laboratorio Teuto Brasileiro	Pfizer Inc	N/A	Cash	Complete
ACQ	20/10/2010	Laboratorio Teuto Brasileiro	Pfizer Inc	239,48	Cash	Complete
ACQ	19/10/2010	Cia Bandeirantes de Armazens Gerais	Private Investor	0,8	Cash	Complete
ACQ	19/10/2010	Mineracao Peixe Bravo SA	Eurasian Natural Resources Corp PLC	N/A	Cash	Complete
ACQ	19/10/2010	Sociedade Educacional Atual da Amazonia Ltd	Estacio Participacoes SA	11,85	Cash	Complete
ACQ	18/10/2010	Mash Compostos Plasticos	A Schulman Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	15/10/2010	Bretas Supermercados	Cencosud SA	813,99	Undisclosed	Complete
ACQ	12/10/2010	Amazon Resources Ltd	Cancana Resources Corp	2,54	Stock	Pending

ACQ	12/10/2010	Amazon Resources Ltd	Cancana Resources Corp	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	06/10/2010	Talent Group	Publicis Groupe SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	05/10/2010	Moksha8 Pharmaceuticals Inc	Watson Pharmaceuticals Inc	30	Cash	Complete
ACQ	05/10/2010	Multiple Targets	ShawCor Ltd	37,9	Cash	Complete
ACQ	30/09/2010	Vigodent SA Industria e Comercio	Coltene Holding AG	5,9	Cash	Complete
ACQ	29/09/2010	Patria Investimentos	Blackstone Group LP	200	Cash	Complete
ACQ	27/09/2010	Cone SA	FI-FGTS	292,86	Cash	Complete
ACQ	27/09/2010	USIX Technologies Inc	Ebix Inc	N/A	Cash	Complete
ACQ	27/09/2010	UBF Seguros	Multiple acquirers	40	Cash	Complete
ACQ	22/09/2010	Energo Agro Industrial Ltda	Brookfield Asset Management Inc	69,75	Cash	Pending
ACQ	22/09/2010	Omega Energia	Multiple acquirers	203,44	Cash	Complete
ACQ	22/09/2010	Abiatar SPE Empreendimento Imobiliario	Odebrecht SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	20/09/2010	Locaweb Servicos de Internet SA	Silver Lake Management LLC	N/A	Cash	Complete
ACQ	16/09/2010	Shopping Center Crystal Plaza	BR Malls Participacoes SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	14/09/2010	G5 Advisors	Evercore Partners Inc	20	Cash and Stock	Complete
ACQ	14/09/2010	G5 Advisors	Evercore Partners Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	14/09/2010	Excelsior Med Ltda	Amil Participacoes SA	29,33	Cash	Complete
ACQ	13/09/2010	Plataforma Tecnologia em Conservacao de Pisos Ltda	NKT Holding A/S	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	13/09/2010	Wheb Sistemas	Koninklijke Philips Electronics NV	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	13/09/2010	Significa	Edelman Public Relations Worldwide	0,58	Cash	Complete
ACQ	13/09/2010	Geris Engenharia e Servicos	TUV Rheinland Group	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	09/09/2010	TV Sul de Minas SA	Private Investor	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	09/09/2010	B2S	Interpublic Group of Cos Inc/The	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	09/09/2010	Maber Empreendimentos Imobiliarios SA	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA	10,03	Cash	Complete
ACQ	09/09/2010	Brasbunker Participacoes SA	BTG Investments LP	N/A	Cash	Complete
ACQ	09/09/2010	Latapack-Ball Embalagens Ltda	Ball Corp	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	09/09/2010	Empresa Paulista de Televisao S/A	Multiple acquirers	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	09/09/2010	Empresa Pioneira de Televisao SA	Multiple acquirers	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	07/09/2010	Isobrasil	Kaefer GmbH	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	03/09/2010	Metasa Industria Metalurgica	Codeme Engenharia SA	N/A	Debt	Complete

ACQ	02/09/2010	SupplierCard Participacoes SA	Patria Investimentos	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	02/09/2010	Cia Sulamericana de Distribuicao	Actis LLP	58	Cash	Complete
ACQ	02/09/2010	CPM Braxis	Cap Gemini SA	298,15	Cash	Complete
ACQ	02/09/2010	CPM Braxis	Cap Gemini SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	02/09/2010	Hospital e Maternidade Sao Luiz	Rede D'Or	N/A	Cash	Complete
ACQ	01/09/2010	Cia Industrial de Vidros	Owens-Illinois Inc	603	Cash	Complete
ACQ	01/09/2010	Ability Comunicacao Integrada Ltda	Contax Participacoes SA	47,35	Cash	Complete
ACQ	31/08/2010	Octagon do Brasil Ltda	B2S Servicos de Marketing Esportivo Ltda	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	30/08/2010	MD1 Diagnosticos SA	Diagnosticos da America SA	821,67	Stock	Complete
ACQ	29/08/2010	Scalina Group	Carlyle Group/The	159,82	Cash	Complete
ACQ	28/08/2010	Bioleo Industrial e Comercial	Petroleo Brasileiro SA	8,85	Cash	Complete
ACQ	27/08/2010	Abyara Brokers Intermediacao Imobiliaria SA	Brasil Brokers Participacoes SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	27/08/2010	Confeitaria Estrelas Novas Ltda	CPQ Brasil SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	26/08/2010	Industria Farmaceutica Melcon do Brasil Ltda	Ache Laboratorios Farmaceuticos SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	26/08/2010	Plantech Engenharia e Sistemas Ltda	G4S PLC	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	26/08/2010	Everest Hotels	BHG SA - Brazil Hospitality Group	N/A	Cash	Complete
ACQ	25/08/2010	Multivias Participacoes SA	CCR SA	200,42	Cash	Complete
ACQ	24/08/2010	Thermes Participacoes	Grupo Bertin	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	19/08/2010	Cafes Sereia do Brasil Participacoes SA	Starbucks Corp	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	18/08/2010	Plus Imoveis Ltda	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA	6,68	Cash	Complete
ACQ	16/08/2010	Coomex Empresas Operadora do Mercado Energetico Lt	BTG Investments LP	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	13/08/2010	TAM SA	Lan Airlines SA	3258,58	Stock	Pending
ACQ	12/08/2010	Turfal	Novozymes A/S	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	10/08/2010	GVA Mineracao Ltda	MMX Mineracao e Metalicos SA	50,8	Cash	Complete
ACQ	09/08/2010	Mentez	Insight Venture Partners	N/A	Cash	Complete
ACQ	09/08/2010	Mabesa do Brasil Ltda	Hypermarcas SA	199,76	Undisclosed	Complete
ACQ	05/08/2010	NET Servicos de Comunicacao SA	Embratel Participacoes SA	3225,76	Cash	Complete
ACQ	05/08/2010	BioRitmo Academias SA	Patria Investimentos	N/A	Cash	Complete

ACQ	04/08/2010	Multiple Targets	CCR SA	707,86	Undisclosed	Complete
ACQ	03/08/2010	Multiple Targets	Cielo SA	20,1	Cash	Complete
ACQ	02/08/2010	AG2	Publicis Groupe SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	02/08/2010	SRC Servicos em Informatica Ltda	Totvs SA	24,61	Cash	Complete
ACQ	02/08/2010	Comercio e Servicos Tecnologicos SA	Valid Solucoes e Servicos de Seguranca em Meios de	8,58	Cash	Complete
ACQ	30/07/2010	Pronor Petroquimica SA	Pin Petroquimica SA	7,62	Cash	Complete
ACQ	28/07/2010	Odebrecht Transport SA	FI-FGTS	1077,68	Undisclosed	Complete
ACQ	28/07/2010	LF Tel SA	Portugal Telecom SGPS SA	898,97	Cash	Complete
ACQ	28/07/2010	Andrade Gutierrez Participacoes SA	Portugal Telecom SGPS SA	898,97	Cash	Complete
ACQ	28/07/2010	Super Shopping Osasco	Aliansce Shopping Centers SA	0,98	Cash	Complete
ACQ	28/07/2010	Telemar Participacoes SA	Portugal Telecom SGPS SA	613,14	Undisclosed	Complete
ACQ	27/07/2010	Multimix Nutricao Animal	Agroceres Nutricao Animal Ltda	39,66	Cash	Complete
ACQ	26/07/2010	Self Imoveis Ltda	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA	1,47	Cash	Complete
ACQ	24/07/2010	Drogaria Rosario Distrital SA	BR Pharma SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	22/07/2010	Pearson Sistemas do Brasil SA	Pearson PLC	156,09	Cash	Complete
ACQ	21/07/2010	Banco Interacap SA	Private Investor	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	20/07/2010	Rede Energia SA	BNDES	337,21	Cash	Complete
ACQ	19/07/2010	Lojas Maia	Magazine Luiza SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	19/07/2010	Qualicorp Group	Carlyle Group/The	N/A	Cash	Complete
ACQ	14/07/2010	Tam Milor Taxi Aereo Representacoes Marcas e Paten	TAM SA	96,43	Cash and Debt	Complete
ACQ	13/07/2010	Grupo Toledo SA	JBS SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	13/07/2010	Anglo Group	Grupo Abril	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	12/07/2010	RV Patrimovel Consultoria de Imoveis SA	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA	5,67	Cash	Complete
ACQ	12/07/2010	RV Patrimovel Consultoria de Imoveis SA	LPS Brasil Consultoria de Imoveis SA	29,22	Cash	Complete
ACQ	06/07/2010	Banco Interacap SA	Semp Investimentos Financeiros SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	06/07/2010	Hotel Odara	BHG SA - Brazil Hospitality Group	N/A	Cash	Complete
ACQ	02/07/2010	Sack's	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	01/07/2010	Multiple Targets	Movile Internet Movel SA	N/A	Undisclosed	Complete

ACQ	01/07/2010	Multiple Targets	Sonda SA	5	Cash	Complete
ACQ	30/06/2010	Grupo B Ferraz	ABCDEFGHI Participacoes SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	30/06/2010	Energias Renovaveis do Brasil Ltda	FI-FGTS	33,4	Cash	Complete
ACQ	30/06/2010	Energias Renovaveis do Brasil Ltda	Grupo Espirito Santo	33,4	Cash	Complete
ACQ	30/06/2010	Canberra Pumps do Brasil	ITT Corp	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	30/06/2010	Mineracao Usiminas SA	Sumitomo Corp	1930	Cash	Complete
ACQ	23/06/2010	Susa Industria e Comercio de Produtos Minerarios L	Multiple acquirers	8	Cash	Complete
ACQ	23/06/2010	City Lar	Multiple acquirers	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	21/06/2010	Asacorp Empreendimentos e Participacoes SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	8,18	Cash	Complete
ACQ	21/06/2010	Meta da Corda Phosphate project	Agua Resources Ltd	N/A	Cash	Complete
ACQ	21/06/2010	Organizacao Farmaceutica Drogao Ltda	Drogaria Sao Paulo SA	55,14	Cash	Complete
ACQ	18/06/2010	Brasco Logistica Offshore Ltda	Wilson Sons Ltd	8,76	Cash	Complete
ACQ	18/06/2010	Sociedade Independencia de Imoveis SA	BR Malls Participacoes SA	62,22	Cash	Complete
ACQ	16/06/2010	TIVIT Terceirizacao de Processos Servicos e Tecnol	Apax Partners LLP	410,34	Cash	Complete
ACQ	15/06/2010	Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema SA	FI-FGTS	335,35	Cash	Complete
ACQ	14/06/2010	PR Newswire Brazil	UBM PLC	1,2	Cash	Complete
ACQ	14/06/2010	Sienna Interlink	UBM PLC	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	14/06/2010	Navalshore	UBM PLC	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	12/06/2010	Escola de Profissoes SA	Multi Brasil SA	43,69	Cash	Complete
ACQ	10/06/2010	Instrutech Ltda	Weg SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	02/06/2010	International Meal Co Holdings SA	Multiple acquirers	100	Cash	Complete
ACQ	01/06/2010	TQTV D Software Ltda	Totvs SA	3,29	Cash	Complete
ACQ	01/06/2010	MWL Brasil Rodas e Eixos Ltda	Georgsmarienhutte Holding GmbH	67,51	Cash	Complete
ACQ	31/05/2010	Usina Mandu SA	Multiple acquirers	189,53	Undisclosed	Complete
ACQ	31/05/2010	Gazzag Negocios de Internet Ltda	Organizacoes Globo	N/A	Stock	Complete
ACQ	31/05/2010	Vocal Comercio de Veiculos Ltda	Auto Sueco Ltd	45,05	Cash	Complete

ACQ	31/05/2010	Multiple Targets	EcoRodovias Infraestrutura e Logistica SA	145,09	Cash	Complete
ACQ	28/05/2010	Ecoville Empreendimentos e Construcoes SA	Succespar Ecoville Engenharia e Desenvolvimento Im	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	26/05/2010	JHMM Consulting Ltda	Value Team Brasil Consultoria Em TI & Solucoes Ltd	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	23/05/2010	Multiple Targets	Godrej Consumer Products Ltd	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	21/05/2010	Casbac 2008 SL	Educaedu SL	N/A	Cash	Complete
ACQ	19/05/2010	Mineracao Minas Bahia SA	ALL ORE Mineracao	248,99	Undisclosed	Complete
ACQ	18/05/2010	Spring Wireless Brasil Servicos Em Tecnologia Info	Multiple acquirers	12	Cash	Complete
ACQ	18/05/2010	Integrated Biodiesel Industries Ltd	Alternative Fuels America Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	17/05/2010	Mineracao Peixe Bravo Ltda	ALL ORE Mineracao	1,02	Cash	Complete
ACQ	17/05/2010	Revista dos Tribunais	Thomson Reuters Corp	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	17/05/2010	Fischer SA - Agroindustria	Citrovita Agroindustrial Ltda	N/A	Cash	Complete
ACQ	14/05/2010	Enesa Participacoes SA	Banco Modal SA	49,19	Cash	Complete
ACQ	14/05/2010	Dixie Toga SA	Bemis Co Inc	52,54	Cash	Complete
ACQ	13/05/2010	Park One Holdings Inc	Multiple acquirers	N/A	Cash	Complete
ACQ	13/05/2010	Multiple Targets	Fleury SA	6,49	Cash	Complete
ACQ	12/05/2010	GoDigital	Acxiom Corp	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	12/05/2010	Multiple Targets	Medabil Sistemas Construtivos SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	11/05/2010	Via Brasil Shopping	BR Malls Participacoes SA	58,02	Cash	Complete
ACQ	10/05/2010	TIVIT Terceirizacao de Processos Servicos e Tecnol	Apax Partners LLP	528,25	Cash	Complete
ACQ	07/05/2010	Multiple Targets	Compass Group PLC	21,28	Cash	Complete
ACQ	07/05/2010	Shopping D	Cyrela Commercial Properties SA Empreendimentos e	N/A	Cash	Complete
ACQ	06/05/2010	Cromex SA	Plann Participacoes SA	N/A	Stock	Complete
ACQ	05/05/2010	Copersucar SA	Umoe BioEnergy ASA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	05/05/2010	ARA Quimica S/A	Ashland Inc	28	Cash	Complete
ACQ	03/05/2010	Agre Empreendimentos Imobiliarios SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	2127,03	Stock	Complete
ACQ	03/05/2010	Barra Energia Petroleo e Gas	First Reserve Corp	500	Cash	Complete

ACQ	03/05/2010	Amil Assistencia Medica Internacional Ltda	Amil Participacoes SA	11,39	Stock	Complete
ACQ	03/05/2010	Romaria Empreendimentos Ltda	Karsten SA	16,13	Cash	Complete
ACQ	30/04/2010	Guarani SA	Petroleo Brasileiro SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	30/04/2010	Guarani SA	Petroleo Brasileiro SA	536,13	Cash	Pending
ACQ	30/04/2010	Cruz Alta Participacoes SA	Petroleo Brasileiro SA	393,58	Cash	Complete
ACQ	29/04/2010	Eletronica Selenium SA	Harman International Industries Inc	79,36	Cash	Complete
ACQ	29/04/2010	Link Holding Financeira SA	UBS AG	112,96	Cash	Complete
ACQ	28/04/2010	Renova	Molinos Rio de la Plata	53	Cash	Complete
ACQ	24/04/2010	Telsinc Prestacao de Servicos Para Sistemas de Inf	Sonda SA	37,45	Cash	Complete
ACQ	21/04/2010	Bunker Industria Farmaceutica	Valeant Pharmaceuticals International	55,4	Cash	Complete
ACQ	19/04/2010	Pro-Cardiaco Pronto Socorro Cardiologico SA	Hospital de Clinicas de Niteroi Ltda235	55,95	Cash	Complete
ACQ	10/04/2010	Richards	InBrands Participacoes SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	09/04/2010	Cia das Marcas SA	InBrands Participacoes SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	01/04/2010	Eluma SA Industria e Comercio	Parapanema SA	6,23	Stock	Complete
ACQ	31/03/2010	AlphaVille Urbanismo SA	Gafisa SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	30/03/2010	RB2 Empreendimentos SA	Fibra Experts Empreendimentos Imobiliarios Ltda	3,23	Cash	Complete
ACQ	30/03/2010	Taterka Comunicacoes	Publicis Groupe SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	29/03/2010	Guarani SA	Sucreries et Distilleries de L'Aisne	264,17	Stock	Complete
ACQ	25/03/2010	Itaminas Iron Ore Mine	East China Mineral Exploration & Development Burea	1220	Cash	Pending
ACQ	25/03/2010	CUBOCC	Interpublic Group of Cos Inc/The	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	23/03/2010	Yuny Incorporadora SA	Grupo VR	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	19/03/2010	Instituto Terapeutico Delta	Valeant Pharmaceuticals International	28	Cash	Complete
ACQ	18/03/2010	ASPEC-Sociedade Paraibana de Educacao e Cultura SA	Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda	0,56	Cash	Complete
ACQ	18/03/2010	APEC-Sociedade Potiguar de Educacao e Cultura SA	Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda	3,17	Cash	Complete
ACQ	18/03/2010	ESADE-Escola Superior de Administracao Direito e E	Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda	0,28	Cash	Complete

ACQ	18/03/2010	SOCEC-Sociedade Capibaribe de Educacao e Cultura S	Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda	0,28	Cash	Complete
ACQ	12/03/2010	Assistencia a Saude Ltd	Amil Participacoes SA	4,88	Cash	Complete
ACQ	12/03/2010	Enesa Participacoes SA	Banco Santander Brasil SA/Brazil	77,95	Cash	Complete
ACQ	10/03/2010	NDT Comercial Ltda	FUJIFILM Holdings Corp	22,6	Cash	Complete
ACQ	09/03/2010	Qualimidia Veiculacao e Divulgacao Ltda	HomeAway Inc	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	09/03/2010	Luper Industria Farmaceutica Ltda	Hypermarcas SA	29,31	Cash	Complete
ACQ	08/03/2010	Facilit Odontologica e Perfumaria Ltda	Hypermarcas SA	33,77	Cash	Complete
ACQ	08/03/2010	York SA Industria e Comercio	Hypermarcas SA	53,12	Cash	Complete
ACQ	05/03/2010	Sapeka Industria e Comercio de Fraldas Descartavei	Hypermarcas SA	210,38	Cash and Stock	Complete
ACQ	05/03/2010	Super Familia Comercial de Alimentos Ltda	Cencosud SA	33,12	Cash	Complete
ACQ	04/03/2010	Delba Maritima Navegacao Ltda	Bourbon SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	03/03/2010	Max Participacoes Ltda	Marisa SA	4,17	Cash	Complete
ACQ	02/03/2010	Doosan International do Brasil Commercial and Mark	Doosan Infracore Co Ltd	0,02	Cash	Complete
ACQ	01/03/2010	Alcan Embalagens do Brasil Ltda	Multiple acquirers	104,6	Cash	Complete
ACQ	26/02/2010	Rocha Top Terminais e Operadores Portuarios SA	Multiple acquirers	77,58	Cash	Complete
ACQ	26/02/2010	Vessel-Log Cia Brasileira de Navegacao e Logistica	TPI - Triunfo Participacoes e Investimentos SA	N/A	Stock	Complete
ACQ	25/02/2010	Codeme Engenharia SA	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA	70,59	Cash	Complete
ACQ	25/02/2010	Metform SA	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	24/02/2010	CLEEL Empreendimentos e Participacoes Ltda	Guarani SA	57,68	Cash	Complete
ACQ	24/02/2010	Sao Paulo Distribuidora de Motos e Veiculos	Investor Group	0,49	Cash	Complete
ACQ	23/02/2010	Solution Business Technology Processamento de Dado	Sascar Tecnologia e Seguranca Automotiva SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	22/02/2010	ELOG SA	BRZ Investimentos Ltda	50,92	Cash	Complete

ACQ	19/02/2010	Sagres Agenciamento Maritimo Ltda	Multiple acquirers	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	19/02/2010	Brazilian Renewable Energy Co Ltd	Multiple acquirers	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	18/02/2010	Grupo Ibmecc Educacional SA	Multiple acquirers	73,65	Undisclosed	Complete
ACQ	12/02/2010	RiskControl	Accenture PLC	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	10/02/2010	Galvao Venda de Moveis Ltda	Brasil Brokers Participacoes SA	10	Cash	Pending
ACQ	10/02/2010	Monier Tegula Solucoes para Telhados Ltda	Eternit SA	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	08/02/2010	Hotel Internacional Foz	BHG SA - Brazil Hospitality Group	N/A	Cash	Complete
ACQ	08/02/2010	GPTI SA	Portugal Telecom SGPS SA	N/A	Stock	Complete
ACQ	02/02/2010	OSX Estaleiros SA	Hyundai Heavy Industries Co Ltd	N/A	Cash	Complete
ACQ	01/02/2010	Empresa de Servicos Hospitalares Ltda	Amil Participacoes SA	32,29	Cash	Complete
ACQ	28/01/2010	BRF Investimentos e Participacoes Ltda	Veremonte Participacoes SA	58,83	Cash	Complete
ACQ	26/01/2010	BT Salvador Empreendimentos Ltda	BHG SA - Brazil Hospitality Group	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	26/01/2010	Grupo IUNI	Kroton Educacional SA	191,75	Cash	Complete
ACQ	22/01/2010	Azul Linhas Aereas Brasileiras SA	TPG Capital	20	Cash	Complete
ACQ	20/01/2010	Santos Administracao e Participacoes SA	Multiple acquirers	50	Cash	Pending
ACQ	19/01/2010	Multiple Targets	Mangels Industrial SA	9,17	Cash	Complete
ACQ	14/01/2010	Recife Palace Hotel	BHG SA - Brazil Hospitality Group	N/A	Cash	Complete
ACQ	13/01/2010	Hospital Samaritano	Amil Participacoes SA	102,65	Cash	Complete
ACQ	11/01/2010	MCN Technology & Consulting	Ebix Inc	N/A	Cash	Complete
ACQ	11/01/2010	Dufry South America Ltd	Dufry AG	522,1	Stock	Complete
ACQ	09/01/2010	Segmenta Farmaceutica	Eurofarma Laboratorios Ltda	187,88	Cash	Complete
ACQ	08/01/2010	Ceagro Agronegocios SA	Los Grobo Agro do Brasil Ltda	N/A	Undisclosed	Complete
ACQ	07/01/2010	CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	Carlyle Group/The	N/A	Cash	Complete
ACQ	06/01/2010	Midbyte Informatica SA	Totvs SA	6,93	Cash	Complete
ACQ	06/01/2010	FPSO OSX-1 production unit	OSX Brasil SA	N/A	Cash	Complete
ACQ	06/01/2010	M2I Servicos de Implantacao de Software Ltda	Totvs SA	0,31	Cash	Complete
ACQ	06/01/2010	M2S Servicos de Suporte Ltda	Totvs SA	2,75	Cash	Complete
ACQ	05/01/2010	Neugebauer	Grupo Vonpar	N/A	Undisclosed	Complete

ACQ	05/01/2010	Slaughterhouse Plant	Minerva SA/Brazil	N/A	Cash	Complete
ACQ	04/01/2010	J Malucelli Participacoes em Seguros e Resseguros	Travelers Cos Inc/The	N/A	Cash	Complete
ACQ	04/01/2010	Olimpo Cursos Livres Ltda	ABECE-Academia Brasileira de Educacao Cultura e Em	4,71	Cash	Complete
ACQ	04/01/2010	Nova Marlim Participacoes SA	Petroleo Brasileiro SA	0,35	Cash	Complete
ACQ	02/01/2010	Associacao de Mobile Marketing do Brasil	Mobile Marketing Association	N/A	Undisclosed	Complete

