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

GUSTAVO RALDI TANCINI

**Combinações de negócios no Brasil: o que direcionou a alocação do *goodwill* nas
empresas integrantes do IBr-A?**

São Paulo
2017

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

GUSTAVO RALDI TANCINI

Combinações de negócios no Brasil: o que direcionou a alocação do *goodwill* nas empresas integrantes do IBr-A?

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos.

Versão Corrigida

(versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO
2017

Autorizo a reprodução e divulgação total e parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

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

Tancini, Gustavo Raldi

Combinações de negócios no Brasil: o que direcionou a alocação do goodwill nas empresas integrantes do IBr-A? / Gustavo Raldi Tancini. -- São Paulo, 2017.

174 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017.

Orientador: Ariovaldo dos Santos.

1. Ágio 2. Análise multinível 3. Combinação de negócios 4. Alocação do custo de aquisição 5. Valor justo I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 332.83

Nome: Tancini, Gustavo Raldi

Título: Combinações de negócios no Brasil: o que direcionou a alocação do *goodwill* nas empresas integrantes do IBr-A?

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Área de concentração: Controladoria e Contabilidade

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____

Instituição _____

Julgamento _____

Prof. Dr.: _____

Instituição _____

Julgamento _____

Prof. Dr.: _____

Instituição _____

Julgamento _____

**“Aprender é a única coisa de que a mente
nunca se cansa, nunca tem medo e nunca
se arrepende.”**

Leonardo da Vinci (1452 – 1519)

RESUMO

Tancini, G.R (2017): *Combinações de negócios no Brasil: o que direcionou a alocação do goodwill nas empresas integrantes do IBr-A?* Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

Em 2007 foi sancionada a Lei nº 11.638, que possibilitou a adoção das Normas Internacionais de Relato Financeiro (*International Financial Reporting Standards* - IFRS) no Brasil. A convergência às IFRS trouxe diversas inovações, incluindo dentre elas a contabilização das aquisições de empresas, normatizadas pelo Pronunciamento Técnico CPC 15 – *Combinações de negócio*, que tornou obrigatória a aplicação do método de aquisição. Por esse novo modelo, a entidade adquirente contabiliza os ativos identificáveis adquiridos e os passivos assumidos da adquirida pelos seus respectivos valores justos. Já o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) passa a ser mensurado pela parcela do valor justo da contraprestação transferida que não foi individualmente identificada, sendo realizado exclusivamente por meio do teste de *impairment*. Esta tese tem o objetivo de identificar fatores determinantes no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill* nas combinações de negócios realizadas e divulgadas pelas 101 empresas que compõe o Índice Brasil Amplo (IBr-A) durante o período entre 2009 e 2015. Foram identificados e coletados, em grande parte, manualmente, dados sobre 442 combinações de negócios, e utilizaram-se efetivamente as 307 observações em que foi reconhecido *goodwill*. Foi empregada uma técnica multivariada de dependência conhecida como modelos hierárquicos lineares ou modelos multinível (HLM), cuja característica basilar é a captura da estrutura aninhada dos dados, considerando a variabilidade dos dados dentro dos 39 segmentos econômicos das empresas da amostra deste estudo. Os resultados indicaram a existência de uma estrutura hierárquica, na qual o segmento econômico de atuação da adquirente explicou em torno de 15% da variabilidade no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill*. Durante a pesquisa foram testadas cinco variáveis relacionadas a fatores de 1º nível (percentual de remuneração variável da diretoria, relevância da aquisição, número de analistas, contraprestação em ações e o aproveitamento fiscal do *goodwill*) e outras duas relacionadas ao 2º nível (índice de imobilização e *market-to-book ratio* do segmento). Individualmente, dentre as variáveis de 1º nível, apenas o número de analistas acompanhando as ações da adquirente apresentou associação com o percentual de *goodwill*. As interações entre o aproveitamento fiscal e o índice de imobilização médio do segmento com o número de analistas também apresentaram associação.

Palavras-chave: Ágio; Análise multinível; Combinação de negócios; Alocação do custo de aquisição; Valor justo.

ABSTRACT

Tancini, G.R (2017): *Business combination in Brazil: what drives the goodwill allocation by the companies listed in the IBr-A?* Doctoral Thesis, Faculty of Economics, Administration and Accounting, University of São Paulo, 2017.

In 2007, the approval of the Law 11.638 made the adoption of the International Accounting Reporting Standard (IFRS) possible in Brazil. The convergence to the IFRS brought several innovations, among them, the accounting for business combinations, regulated by the *Pronunciamento Técnico CPC 15 – Combinações de negócios*, which made the acquisition method mandatory. Under this new model, the acquirer measures the identifiable acquired assets and the assumed liabilities by their respective fair values. The goodwill, in turn, is the portion of the fair value of the consideration transferred that are not individually identified, and it is realized exclusively by the impairment test. This thesis aims to identify the determining factors in the percentage of the acquisition cost allocated as goodwill in the business combinations realized and disclosed by the 101 companies which comprises the *Índice Brasil Amplo* (IBr-A) in the period from 2009 to 2015. It was identified and, in great part, hand collected, data about 442 business combinations, and the 307 observations in which a goodwill was recognized were effectively used. It was used a multivariate dependency technique known as Hierarchical Linear Models or Multilevel Models (HLM), that has the fundamental characteristic of capturing the nested data structure, considering the variability within the 39 economic segments of the firms of this study's sample. The results indicated the presence of a hierarchical structure, in which the segment that the acquirer operates explains about 15% of the variability in the percentage of acquisition cost allocated as goodwill. During the research five first level variables were tested (variable remuneration percentage of the acquirer's directors, acquisition relevance, number of analysts, stock consideration and the goodwill tax allowance), as well as two related to the second level (properties, plants and equipment to total asset and market-to-book value of the segment). Individually, among the first level variables, only the number of analyst following the acquirer shares presented an association with the percentage of goodwill. The interactions between the use of the tax allowance and the properties, plants and equipment to total asset with the number of analyst also presented an association.

Keywords: Goodwill; Hierarchical Models; Business combination; Purchase Price Allocation; Fair value.

LISTAGEM DAS TABELAS

Tabela 1 - Listagem de ativos intangíveis	44
Tabela 2 - Exemplo ilustrativo: Balanço patrimonial inicial.....	52
Tabela 3 - Exemplo ilustrativo: Balanço patrimonial subsequente com ágio	53
Tabela 4 - Exemplo ilustrativo: Demonstração do resultado do exercício com ágio	54
Tabela 5 - Exemplo ilustrativo: Alocação do custo de aquisição (PPA).....	54
Tabela 6 - Exemplo ilustrativo: Balanço patrimonial subsequente com <i>goodwill</i>	55
Tabela 7 - Exemplo ilustrativo: Demonstração do resultado do exercício com <i>goodwill</i>	56
Tabela 8 - Exemplo do RfR.....	60
Tabela 9 – Exemplo de WIWO	61
Tabela 10 – Exemplo de MEEM	62
Tabela 11 - Pesquisas sobre a relevância do método de aquisição.....	67
Tabela 12 - Pesquisas sobre fatores relevante da alocação do <i>goodwill</i>	68
Tabela 13 - Pesquisas sobre a divulgação das combinações de negócios	70
Tabela 14 - Reconciliação do patrimônio líquido contábil com o valor de mercado	71
Tabela 15 - Pesquisas sobre a mensuração do <i>goodwill</i>	76
Tabela 16 - Pesquisas sobre os fatores determinantes das perdas <i>impairment</i> do <i>goodwill</i>	78
Tabela 17- Pesquisas sobre o <i>timeliness</i> da perda por <i>impairment</i> do <i>goodwill</i>	79
Tabela 18 - Justificativa e nível hierárquico das hipóteses	82
Tabela 19 – Quantidade de empresas da amostra por setor e segmento econômico	89
Tabela 20 - Distribuição da população	91
Tabela 21 - Reconciliação da amostra.....	92
Tabela 22 – Combinações de negócios com compra vantajosa por setor	93
Tabela 23 – Distribuição das combinações de negócios com <i>goodwill</i>	94
Tabela 24 – Combinações de negócios por empresa.....	94
Tabela 25 – Definição das variáveis do <i>goodwill</i>	95
Tabela 26 - Custo das combinações de negócios	97
Tabela 27 – 10 maiores aquisições da amostra.....	99
Tabela 28 - Maiores aquisições da amostra por setor.....	100
Tabela 29 - Informações sobre as combinações de negócios	101
Tabela 30 - Aquisições com participação não controladora mensurada pelo seu valor justo	102
Tabela 31 - Informações sobre o custo das combinações de negócios.....	103

Tabela 32 – Frequência de contraprestação com ações e com pagamento contingente	104
Tabela 33 – Frequência de % do valor de mercado	104
Tabela 34 – Maiores combinações de negócios pelo % valor de mercado da adquirente.....	105
Tabela 35 - Resumo das PPAs.....	106
Tabela 36 - Resumo das PPAs do setor de concessões	107
Tabela 37 - Resumo das PPAs do setor financeiro.....	108
Tabela 38 - Resumo das PPAs do setor de bens não de uso.....	109
Tabela 39 - Resumo das PPAs do setor de bens de uso	110
Tabela 40 - Resumo das PPAs do setor de bens de uso	111
Tabela 41 – Categorias do ajuste de mais-valias mais relevante por setor.....	112
Tabela 42 - Resumo dos ativos intangíveis	113
Tabela 43 - Ativos intangíveis por setor.....	114
Tabela 44 - Maiores ativos intangíveis por classe	116
Tabela 45 - Análise descritivas das variáveis do modelo ^a	118
Tabela 46 - Resumo do perfil dos CEOs por setor	120
Tabela 47 – Faixas do % de bônus do CEO: <i>goodwill</i> , idade e <i>tenuere</i> ^a	121
Tabela 48 – Uso de ações próprias como forma de contraprestação.....	122
Tabela 49 –Benefícios tributário	123
Tabela 50 – Uso conjunto de ações próprias como forma de contraprestação e do benefício tributário	125
Tabela 51 - Média de analistas por setor/ano da amostra.....	126
Tabela 52 – <i>Goodwill</i> por faixa de número de analistas.....	127
Tabela 53 – <i>Goodwill</i> por faixa de relevância da aquisição	127
Tabela 54 - Segmento com os maiores índices de imobilização	129
Tabela 55 – Matriz de correlação entre as variáveis	130
Tabela 56 - Justificativa e o nível hierárquico das hipóteses	135
Tabela 57 - Observações por nível	136
Tabela 58 - Teste nulo com dois níveis	136
Tabela 59 - Teste nulo com três níveis	137
Tabela 60 – Modelo HLM final.....	140
Tabela 61 - Resumo dos testes das hipóteses da pesquisa.....	143
Tabela 62 - Listagem da empresas da amostra	168
Tabela 63 - Teste do modelo completo	171

LISTAGEM DAS FIGURAS

Figura 1 - Combinação de negócios sobre controle comum	39
Figura 2 – Exemplo de negócios	40
Figura 3 – Exemplo de aquisição reversa.....	42
Figura 4 - Exemplo de alocação do custo de aquisição (PPA).....	45
Figura 5 - Alocação do custo de aquisição	46
Figura 6 – Exemplo de ganho por compra vantajosa	47
Figura 7 – Exemplo do custo de aquisição	48
Figura 8 - Aquisição em etapas	49
Figura 9 – Exemplo de aquisição em etapas.....	49
Figura 10 - <i>Full goodwill method</i>	50
Figura 11 – Exemplo de mensuração da participação não controladora pelo seu valor justo ..	51
Figura 12 – Exemplo de mensuração da participação não controladora pelo seu valor justo em uma aquisição em etapas	51
Figura 13 - Evolução da contabilidade do <i>goodwill</i>	74
Figura 14 - Distribuição das empresas por setor	90
Figura 15 - Distribuição da população por ano	91
Figura 16 - Distribuição da população por setor	91
Figura 17 - Conciliação entre a população e a amostra	93
Figura 18 - Distribuição da população e da amostra por setor	94
Figura 19 - Distribuição da população e da amostra por ano	94
Figura 20 - Distribuição do custo das aquisições por ano	97
Figura 21 - Distribuição do custo das aquisições por setor	98
Figura 22 - Histograma da variável dependente da amostra	119
Figura 23 - Histograma da variável dependente da amostra do setor de bens não de uso	119
Figura 24 - Histograma da variável dependente da amostra do setor de serviços.....	119
Figura 25 - Estrutura hierárquica no HLM.....	133
Figura 26 - Observações vs. média global (HLM)	133
Figura 27 - Média segmento vs. média setor (HLM)	133
Figura 28 - Média segmento vs. média setor vs. média global (HLM).....	134
Figura 29 - Média segmento vs. média setor vs. média global interpretação (HLM)	135

DEFINIÇÕES

APB: *Accounting Principles Board*

ARB: *Accounting Research Bulletins*

BP: Balanço Patrimonial

CAC: *Contributory assets charges* (Ativos Contributórios)

CEO: *Chief Executive Officer* (Presidente)

CFO: *Chief Financial Officer* (Direitor-Financeiro)

CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CSLL: Contribuição social sobre o lucro líquido

CVM: Comissão de Valor Mobiliários

DF: Demonstração financeira

DFP: Demonstração Financeira Padronizada

DRE: Demonstração do Resultado do Exercício

EBIT: *Earning before interest and taxes* (Lucro antes dos juros e dos tributos sobre o lucro)

IASB: *International Accounting Standard Board*

IASC: *International Accounting Standard Committee*

IBr-A: Índice Brasil Amplo

IPCA: Índice Nacional de Preço ao Consumido Amplo

IRPJ: Imposto sobre a renda de pessoas jurídicas

FASB: *Financial Accounting Standard Board*

FCL: Fluxo de caixa livre

FR: Formulário de Referência

HLM: *Hierarchical linear models* (Modelos lineares hierárquicos)

IFRS: *International Financial Reporting Standards* (Normas Internacionais de Relato Financeiro)

MEEM: *Multi-period excess earnings method* (Método do lucro excessivo em múltiplos períodos)

MQO: Mínimos quadrados ordinários

NOPAT: *Net operational profit after tax* (Lucro operacional antes dos tributos)

OLS: Mínimos quadrados ordinários

PL: Patrimônio Líquido

PPA: *Purchase price allocation* (Alocação do custo de aquisição)

PNC: Participação não controladora

RfR: *Relief-from-Royalties* (Dispensa dos *royalties*)

SFAS: *Statement of Financial Accounting Standards*

SPE: Sociedade de propósito específico

TAB: *Tax amortization benefits* (Benefício fiscal da amortização)

TR: Thompson Reuters

USGAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*

VJ: Valor justo

VP: Valor presente

VNR: Valor novo de reposição

WIWO: *With-or-without* (Com ou sem)

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	23
1.1.Contextualização.....	23
1.2. Importância e contribuição da pesquisa.....	30
1.3. Estrutura da tese.....	33
2. REFERENCIAL TEÓRICO	35
2.1. <i>Histórico da contabilização de combinações de negócios</i>	35
2.2. <i>Método de aquisição</i>	39
2.2.1. <i>Identificação do adquirente</i>	41
2.2.2. <i>Determinação da data de aquisição</i>	43
2.2.3. <i>Mensuração dos ativos adquiridos e passivos assumidos</i>	43
2.2.4. <i>Mensuração do goodwill ou ganho proveniente de compra vantajosa</i> ..	45
2.2.5. <i>Exemplo ilustrativo</i>	52
2.3. <i>Valor justo</i>	57
2.4. <i>Alocação do custo de aquisição (PPA)</i>	64
2.5. <i>Goodwill</i>	71
3. HIPÓTESES DE PESQUISA	82
4. METODOLOGIA	88
4.1. Amostra e coleta de dados	88
4.2. Variáveis da pesquisa	96

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS	98
5.1. Análise descritiva das combinações de negócios	98
5.1.1. Operações.....	98
5.1.2. Alocação do custo de aquisição	108
5.1.3. Ativos intangíveis identificáveis	114
5.2. Análise descritiva das determinantes do <i>goodwill</i>	120
5.3. Análise estatística das determinantes do <i>goodwill</i>	133
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	146
REFERÊNCIAS	150
APÊNDICE A - DETALHAMENTO DA AMOSTRA	170
APÊNDICE B: MODELO COMPLETO	173

1. INTRODUÇÃO

Neste capítulo, inicialmente apresentaremos na Seção 1.1, uma breve contextualização da tese, posteriormente, na Seção 1.2, sua importância e principais contribuições. Por fim, a estrutura da tese é exposta na Seção 1.3.

1.1. Contextualização

Em 2010 o Brasil adotou integralmente as Normas Internacionais de Relato Financeiro (*International Financial Reporting Standards* - IFRS). Este processo teve início com a promulgação da Lei 11.638/2007, que incorporou à contabilidade nacional diversas alterações. Dentre elas, uma que é o objeto da presente pesquisa, refere-se à contabilização das aquisições de empresas. O tratamento contábil se harmonizou com o que já vinha sendo praticado em diversas jurisdições, com destaque para os Estados Unidos e a União Europeia.

Até então, o Brasil adotara um modelo que apresentava características tanto da comunhão de interesses (*pooling of interest*) como do método de aquisição (*purchase accounting*). O custo da operação era desmembrado em dois componentes, sendo o primeiro deles proporcional ao patrimônio líquido da adquirida, e o segundo por diferença, o chamado ágio. Não existia a obrigação explícita e inequívoca, com ampla aplicação prática, de reconhecer ajustes de mais-valia nos ativos e passivos assumidos. De modo geral, o acervo era mantido pelo saldo de livro, e não pelo seu respectivo valor justo. Todo prêmio pago era fundamentado em termos de expectativa de rentabilidade futura. Outro aspecto importante é que o ágio deveria ser amortizado sistematicamente.

Com a adoção das IFRS, mais especificamente do CPC 15- *Combinação de negócios*, tornou-se mandatória a aplicação do método de aquisição. Por esse novo modelo, o comprador contabiliza os ativos e os passivos da investida pelos seus respectivos valores

justos, e não mais por saldos contábeis. Já o *goodwill*, por sua vez, passa a ser a parcela do custo de aquisição que não foi individualmente identificada.¹

A contabilização se assemelha à compra dos ativos e assunção dos passivos individualmente. Diferentemente do modelo anterior, o *goodwill* não é mais amortizado, e sim realizado exclusivamente por meio de uma avaliação anual da sua capacidade de recuperação econômica (i.e., o teste de *impairment*). Em outras palavras, o valor alocado ao *goodwill* somente afetará o lucro da entidade compradora no momento em que a expectativa acerca dos benefícios econômicos do investimento que o originou diminuir.

Em 2014, esse método também foi parcialmente adotado para fins fiscais (Lei 12.973/14). A legislação tributária se alinhou significativamente às IFRS no que tange especificamente à alocação do custo das aquisições. Até a edição dessa lei, o tratamento societário, e principalmente o fiscal, não era muito claro e preciso, podendo causar divergências de interpretação na sua aplicação prática.

São características marcantes do método de aquisição a sua complexidade, discricionariedade e subjetividade (Detzen & Zuelch, 2012; Hamberg & Beisland, 2014; Lee, 2011; Masters-Stout, Costigan & Lovata 2008; Olante, 2013; Paugam, Astolfi & Ramond, 2015; Ramanna, 2008; Ramanna & Watts, 2012; Roychowdhury & Watts, 2007; Shalev, Zhang & Zhang, 2013; Zhang & Zhang, 2007). Tais atributos estão presentes em diversas situações, como na determinação do valor justo dos pagamentos contingentes, na mensuração de ativos intangíveis, na avaliação das provisões ou mesmo na realização do teste de *impairment*.

Três consequências relevantes das diferenças entre o método atual e o antecessor são:

- a) maior discricionariedade na mensuração do *goodwill*;
- b) *goodwill* com valor inferior; e
- c) o *impairment* é mais flexível e menos constante que a amortização.

¹ É conhecido na língua portuguesa como *ágio por expectativa de rentabilidade futura*. Consideramos essa denominação imprecisa, porém a melhor já encontrada. Doravante decidimos manter a nomenclatura na língua inglesa, *goodwill*. Quando nos referirmos a termo *ágio*, será para as aquisições anteriores à adoção das IFRS no Brasil.

Com base nessas três características, esta tese aborda a seguinte questão de pesquisa: **quais foram os fatores determinantes do *goodwill* na alocação do custo de aquisição das combinações de negócios realizadas pelas empresas do Índice Brasil Amplo (IBr-A) após a adoção do CPC 15?**

Inicialmente, foram avaliadas todas as combinações de negócios realizadas e divulgadas pelas 113 empresas que compõe o IBr-A da BM&FBovespa durante o período entre 2009 e 2015. Todavia, somente foram efetivamente utilizadas na pesquisa as operações que resultaram no reconhecimento de *goodwill*.

Existem poucos estudos semelhantes a este, tendo sido realizados nos mercados norte-americano e europeu (Detzen & Zuelch, 2012; Shalev, 2007; Shalev et al., 2013). Não acreditamos que os resultados encontrados no mercado brasileiro sejam necessariamente os mesmos, devido a diversos fatores externos às empresas que têm a capacidade de afetá-los, ou mesmo pela diferença na modelagem econométrica.

Os componentes do valor do *goodwill* elencados pelo próprio normativo contábil sobre combinações de negócios formam a base da estrutura da análise desta pesquisa. São eles os seguintes:

- a) lucros anormais;
- b) erros na mensuração do valor justo dos ativos líquidos;
- c) sobrepreço; e
- d) sinergias (adaptado da IFRS 3 – *Business combination*, BC 313 a 316).

Para a expectativa de lucros anormais, entendemos que não há um instrumento mensurável com confiança no nível da aquisição ou do adquirente, mas apenas na perspectiva do segmento econômico como um todo. Optamos por utilizar nesta pesquisa a relação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido agregado das empresas de cada um dos segmentos (*market-to-book ratio*).

Os erros na mensuração da mais-valia são aqui representados pela precisão na alocação do custo de aquisição realizada pelos gestores da adquirente. Acreditamos que existem fatores incentivadores e outros limitadores da utilização oportunista da discricionariedade contábil na avaliação das mais-valias durante o processo de alocação do

custo de aquisição (PPA). Esses fatores estão mais relacionados à empresa e sua administração do que à aquisição em si.

Com base na teoria da agência, sugerimos que a hipótese do plano de incentivos explica parte da magnitude do *goodwill* nas operações da nossa amostra. Nesse sentido, uma determinante que pode ser relevante é a importância da remuneração variável da diretoria da adquirente em seu pacote de benefícios.

A razão da associação entre a remuneração variável e o *goodwill* está no último não ser amortizado sistematicamente. O atual modelo de realização exclusiva por meio do teste de *impairment* possui significativo nível de discricionariedade, flexibilidade e menor constância (Detzen & Zuelch, 2012; Shalev, 2007; Shalev et al., 2013). Por outro lado, a maioria das mais-valias fazem pressão negativa no resultado dos anos seguintes à combinação. Por esses motivos, os gestores têm claros incentivos econômicos para sobreavaliar o *goodwill*, uma vez que possivelmente aumentará o lucro, e consequentemente, sua remuneração variável.

A pesquisa incorpora dois limitadores do comportamento oportunista dos gestores. O primeiro é o número de analistas que acompanham a empresa, que representa o nível de sofisticação dos investidores (Ayers & Freeman, 2003; Bartov, Radhakrishnan & Krinsky, 2000; Bonner, Walther, Walther & Young, 2003; Callen, Hope & Segal, 2005; Yo, 2013). Segundo Shalev (2007), quanto mais sofisticados forem os investidores, maior será a propensão dos gestores para apresentarem a aquisição do modo mais atraente possível e, concomitantemente, esperar um escrutínio maior na sua análise.

O segundo limitador é a relevância da operação para a adquirente. Ela é avaliada pela relação entre o custo da aquisição e o valor do ativo total da adquirente. Para Shalev et al. (2013), quanto mais relevante for a operação, maior será sua importância nas decisões corporativas da adquirente.

Como a mensuração do *goodwill* é por diferença, sendo igual ao custo de aquisição menos o valor justo dos ativos líquidos, um pagamento com sobrepreço tem associação positiva e direta com o montante alocado ao seu componente, pois somente afeta o valor justo da contraprestação paga pelo comprador. Utilizamos dois atributos que aumentam a possibilidade da existência de sobrepreço: o uso de ações próprias como uma das formas de contraprestação e o aproveitamento fiscal do *goodwill*. Ambos são características específicas da combinação de negócios.

Alinhando com o que já foi observado em outros estudos (Shalev, 2007; Shalev et al., 2013), avaliamos o efeito da opção pela emissão de novas ações como umas das formas de contraprestação. Seu emprego confere benefícios na estrutura de capital e no caixa da entidade compradora. Diversos estudos indicam haver associação entre a sua utilização e a existência de sobrepreço (Dorata, 2009; Gu & Lev, 2011; Li et. al., 2011; Olante, 2013; Shalev et al., 2013).

Diferentemente dos outros estudos sobre o assunto de que temos ciência, incluímos uma determinante que acreditamos ser significativa, ao menos no contexto brasileiro: a dedutibilidade fiscal do *goodwill*. Entendemos que caso a aquisição resulte em benefício tributário, esse é precificado, mas não reconhecido como uma mais-valia. Logo, pode ser um dos componentes do *goodwill*.

Quanto ao quarto componente, a sinergia está presente, em maior ou menor grau, na grande maioria das aquisições da nossa amostra. Todavia, acreditamos que somente o fato da adquirente e a adquirida atuarem no mesmo segmento econômico não é suficiente para refletir o valor do componente da sinergia alocado ao *goodwill*. Não encontramos outra variável aplicável a nossa amostra que capture adequadamente esse componente, principalmente pelo fato de que a vasta maioria das empresas adquiridas não é listada em bolsa, não sendo possível utilizar o retorno anormal da cotação de ambas as empresas envolvidas na combinação de negócio na data de seu anúncio. Deste modo, não utilizamos o componente da sinergia, mas acreditamos na sua importância na mensuração do *goodwill*.

Por fim, a ótica da análise pode ser outra: em vez de nos concentrarmos no *goodwill*, passemos para a mais-valia - especificamente, para o padrão esperado conforme o segmento econômico da adquirente. Buscamos identificar as características que indiquem a existência de ativos com mais-valias relevantes.

Em geral, um dos ajustes mais significativos se refere ao ativo imobilizado. Utilizamos o índice de imobilização médio das empresas de cada um dos segmentos econômicos para avaliar se a mais-valia do ativo imobilizado explica parte da variação da proporção do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre as aquisições ocorridas em diferentes segmentos.

Os dados da nossa amostra possuem estrutura hierárquica. Fatores ligados ao setor e ao segmento econômico afetam todas as aquisições dentro do seu grupo. Também

entendemos que existem diferenças entre as operações pertencentes a um mesmo grupo. Em outras palavras, partiu-se da premissa de que se faz mister levar em conta a variabilidade dos dados entre e dentro dos níveis. Nesta tese foram definidos 33 segmentos econômicos.

A lógica apresentada nos parágrafos anteriores nos fez assumir que os modelos tradicionais de regressão, em um único nível, não são adequados para perquirir nosso problema de pesquisa. Tais modelos estatísticos pressupõem a independência dos indivíduos, que só ocorre dentro dos grupos de um mesmo nível superior. As observações dentro de cada grupamento compartilham algumas características comuns, que acabam influenciando todas as aquisições, além de outras específicas da empresa e da sua aquisição, que por sua vez, são independentes entre si.

Optamos por utilizar um modelo conhecido como *Hierarchical Linear Models* (HLM), que leva em contas as peculiaridades de dados estruturados em níveis (Bryk & Raudenbush, 2002). Os modelos multinível permitem o desenvolvimento de novos e mais complexos constructos de pesquisa (Corgeau, 2003). Dentro das técnicas tradicionais não existiria uma conexão entre a aquisição e o segmento econômico, relação que acreditamos ser um aspecto vital da nossa pesquisa.

O valor total do custo de aquisição de todas as combinações de negócios identificadas atualizado pelo IPCA até 31 de dezembro de 2015 foi de aproximadamente R\$ 397 bilhões. Os segmentos com maior destaque foram o *bancário* e o de *telefonia*, que concentraram seis das dez maiores aquisições de nossa amostra.

Das 442 combinações de negócios identificadas, apenas 307 foram efetivamente utilizadas na amostra. Basicamente, foram excluídas as operações sem *goodwill*. O percentual de *goodwill* médio foi de aproximadamente 61%, e se mostrou significativamente diferente entre os segmentos econômicos e dentro dos segmentos, sugerindo a existência de uma estrutura hierárquica. Deste modo, a utilização do HLM se mostrou justificável e adequada.

Isoladamente, o segmento econômico explicou aproximadamente 15% da variabilidade do percentual de *goodwill*. Fatores determinantes relacionados à aquisição ou à adquirente explicaram o restante.

Quanto aos fatores de 1º nível, *ceteris paribus*, quanto maior o número de analistas que acompanhava a empresa no ano da aquisição, maior a proporção de *goodwill* em relação

ao custo da aquisição, independentemente do segmento da adquirente. Todavia, esse efeito é menor conforme aumenta o índice de imobilização médio do segmento econômico da empresa adquirente, que representa um dos fatores de 2º nível.

Isoladamente, o aproveitamento da dedutibilidade fiscal do *goodwill* não apresentou associação significativa com seu percentual em relação ao custo da aquisição. Todavia, esse fator de 1º nível teve significância se considerada sua interação com o índice de imobilização do segmento. Invertendo a explicação, o índice de imobilização, que indica a relevância da mais-valia do ativo imobilizado, somente tem associação negativa significativa na presença do aproveitamento fiscal; de outro modo, não.

Com base na significância de duas variáveis de interação, não rejeitamos a existência de características específicas do segmento econômico que explicaram a variação do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre aquisições ocorridas em segmentos econômicos diferentes. No caso presente, as duas interações com o índice de imobilização médio do segmento.

1.2. Importância e contribuição da pesquisa

Esta pesquisa se justifica devido à contemporaneidade e à importância do novo padrão de contabilização das combinações de negócios, tanto no Brasil quanto internacionalmente. Em adição, a quantidade e o valor das aquisições de empresas são altos, mas a taxa de “sucesso” dessas operações é questionável, embora, não falem casos de êxito, que criam valor para os acionistas (Copeland, Koller & Murrin, 2000; Sudarsanam, 2010). Tais eventos podem ocasionar impactos econômicos e sociais, sejam negativos, como se verifica na concentração de mercado, ou positivos, por meio de uma alocação eficiente de recursos que pode incrementar a qualidade e reduzir o custo dos produtos e serviços.

A contabilidade está entre os protagonistas no fornecimento de informações relevantes aos diversos *stakeholders* das empresas envolvidas na operação. Nessas situações não se deve limitá-los aos acionistas e credores, sejam eles os atuais ou os futuros, como fazem os órgãos reguladores - *International Accounting Standards Board* (IASB), *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) - em suas Estruturas Conceituais. Nessas operações são muitas as externalidades, sejam elas negativas ou positivas, transbordando os interesses dos investidores e credores, podendo causar benefícios ou malefícios econômicos e sociais em terceiros que não são diretamente vinculados às empresas envolvidas.

Uma informação contábil somente é útil aos seus usuários se for relevante, ou seja, caso tenha a capacidade de afetar na tomada de decisões econômicas e, concomitantemente, representar fidedignamente a essência econômica do fenômeno subjacente. No caso das combinações de negócios, a contabilidade necessita de certo nível de flexibilidade para atingir seu objetivo.

É desejável identificar e entender quais são os incentivos que os gestores possuem na contabilização das aquisições de empresas, devendo-se questionar com ceticismo a presunção de que ela seja totalmente neutra. O modelo contábil aplicável possui inevitável e significativa subjetividade, dando margem para um eventual “oportunismo” contábil. Em face disso, esta pesquisa almeja fornecer elementos para que se comece a identificar e compreender os efeitos

de alguns determinantes do processo de alocação do custo da aquisição entre o valor justo dos ativos líquidos e o *goodwill*.

Outro aspecto importante desta pesquisa é comparar se os resultados encontrados no mercado brasileiro são consistentes com aqueles encontrados nos Estados Unidos (Shalev, 2007; Shalev, Zhang & Zhang, 2013; Zhang & Zhang, 2007) e na Europa (Detzen & Zulch, 2012).

Segundo Dyckman e Zeff (2014) e Brown (2013) a replicação de estudos com amostras e períodos diferentes, bem como com modelos adaptados está em desuso. Isto se dá em grande parte, pelo atual sistema de incentivo dos pesquisadores, no qual o benefício é muito maior para a pesquisa de novos problemas sob prismas inovadores. De acordo com esses autores, é lamentável a falta de atenção ao que já foi feito, pois sem a replicação, os resultados acabam sendo aceitos sem maiores questionamentos, perdendo-se a oportunidade de aprofundar mais o problema e entender sua significância econômica.

Para nossa pesquisa, faz sentido imaginar que as conclusões não sejam necessariamente as mesmas que as sugeridas em estudos prévios. A possível divergência pode ser consequência das diferenças de estrutura acionária, conflitos de interesse, práticas de remuneração, legislação, nível de governança corporativa da nossa amostra frente à utilizada nos outros estudos, ou mesmo da técnica estatística que empregamos.

Alguns fatores ligados à atividade econômica das empresas envolvidas devem afetar todas as aquisições dentro do seu grupo. Principalmente por essa peculiaridade de existirem dados aninhados, decidimos levar em conta a variabilidade dos dados entre e dentro dos ninhos. Fizemos de modo diferente de outras pesquisas, nas quais se isolou um único segmento, ou se empregou um conjunto de muitas variáveis *dummies* ou, mesmo o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios de segmento foi adotado. Em contraste, optamos por empregar uma técnica multivariada de dependência conhecida como modelos hierárquicos lineares ou modelos multinível (HLM – *Hierarchical Linear Models*).

As contribuições esperadas desta pesquisa são as seguintes:

- a) exposição acerca da aplicação do método de aquisição no Brasil, propiciando um panorama pormenorizado do que foi feito pelas empresas da amostra nos últimos sete anos (2009-2015);

- b) sugestão de identificação de variáveis determinantes da alocação do custo das combinações de negócios entre o valor justo dos ativos líquidos e o *goodwill*. As consequências não se limitam ao “*é só contábil!*”, mas são também econômicas, uma vez que afetam a remuneração dos acionistas e dos gestores, os riscos assumidos pelos credores e a arrecadação tributária do Estado; e
- c) utilização do HLM na pesquisa contábil para tratar o problema de dependência em dados que compartilham características de grupo, como em empresas de um mesmo segmento econômico ou localização geográfica.

1.3. Estrutura da tese

O restante da tese foi organizado da seguinte maneira: o Capítulo 2 apresenta a fundamentação teórica e o estado atual da literatura sobre o assunto. As hipóteses são descritas no Capítulo 3, o Capítulo 4 expõe a arquitetura da pesquisa e a análise dos resultados é exibida no Capítulo 5. O Capítulo 6 contém as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nas seções deste capítulo, inicialmente apresentaremos, na Seção 2.1, um breve histórico, mundial e brasileiro, da evolução na contabilização de aquisições de empresas. Posteriormente, apresentaremos detalhadamente na Seção 2.2 o método de aquisição e as principais consequências de sua adoção no Brasil. Na seção 2.3 será explorada a temática do valor justo, especialmente, no contexto de aquisições de empresas e avaliação de ativos intangíveis. Por fim, nas Seções 2.4 e 2.5 será exposto o estado da arte nas pesquisas sobre alocação do custo de aquisição e sobre o *goodwill*, respectivamente.

2.1 Histórico da contabilização de combinações de negócios

Até a segunda guerra mundial não existia uma norma formal para aquisições de empresas nos Estados Unidos, embora o padrão mais utilizado fosse o método da aquisição. Com o crescimento das operações liquidadas em ações próprias da adquirente, nas quais ambas as partes, comprador e vendedor, tornam-se sócios, essencialmente não existia venda alguma, conseqüentemente, não haveria motivos para reavaliar os ativos. Nesse cenário, o método de comunhão de interesses começou a ganhar adeptos entre os contadores (Walter, 1999).

A primeira orientação sobre a contabilização das combinações de negócios, a ARB 43 – *Business combination*, foi emitida em 1940. Sob a vigência desta norma, era permitida tanto a utilização do método de aquisição, como o da comunhão de interesses, mas o último somente quando atendido quatro critérios.² Normas posteriores ampliaram o número de critérios. Em 1970, quando foram emitidos o APB 16 – *Business combination* e o APB 17 – *Intangibles*, os critérios já totalizam doze.

² A saber: (i) tamanhos semelhantes; (ii) manutenção da gestão da adquirida; (iii) manutenção dos acionistas; e, (iv) atividades simulares ou complementares.

O método de comunhão de interesses (*pooling*) obrigava a eliminação do *goodwill* contra o patrimônio líquido, não existindo nem o *impairment*, nem a amortização; ou seja, com a aplicação de tal método, o *goodwill* nunca afetava o lucro da empresa. A ideia era de que quando atendidos os doze critérios, a operação era uma “fusão de iguais”, não devendo produzir efeitos contábeis. Por outro lado, se transação fosse contabilizada pelo método da aquisição, o *goodwill* era amortizado em até quarenta anos. O teste de *impairment* já era previsto genericamente no ordenamento contábil, todavia com pouca ênfase e orientação.

Em paralelo, até 1978, o International Accounting Standard Committee (IASC) - atual IASB)³ - nem ao menos planejava desenvolver uma regra específica para combinações de negócios. O tratamento dentro da Europa era heterogêneo. Nesse ano, o assunto foi adicionado na agenda de projetos prioritários do IASC. Em 1983 foi emitida a IAS 22 – *Business combination*, que somente permitia o método de comunhão de interesses em situações excepcionais.

No Brasil, por sua vez, a primeira regulação de que temos ciência sobre o assunto no Brasil foi a Lei 6.404/76 (Lei das S/As). Em sua versão original, ela determinava que os investimentos societários fossem reconhecidos pelo custo de aquisição, atualizado monetariamente. Nas demonstrações consolidadas, o *goodwill* era registrado dentro do ativo permanente, e não havia menção à sua amortização sistemática, apenas à redução de seu saldo pelas perdas comprovadas como prováveis.

Um ano após a promulgação da Lei das S/As, o governo emitiu o Decreto-Lei 1.598/77, que alterou a legislação do imposto sobre a renda, detalhando diversos procedimentos já previstos na Lei das S/As, inclusive os registros das aquisições de participação societária permanente. O tratamento exigia o desdobramento do excedente do custo da aquisição em relação ao patrimônio líquido contábil entre:

- a) valor de mercado de bens do ativo da coligada ou controlada superior ou inferior ao custo registrado na sua contabilidade;
- b) valor da rentabilidade da coligada ou controlada, com base em previsão de resultados nos exercícios futuros; e,
- c) fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas. (art. 20 do Decreto-Lei 1.598)

Em 1996, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu uma orientação a respeito da avaliação de investimentos societários em coligadas e controladas (Instrução CVM

³ O IASC alterou seu nome para IASB em 2002.

247/96). Inicialmente, salientamos que a referida Instrução eliminou, para fins exclusivamente contábeis, a “letra c” do Decreto-Lei 1.598/77, sem com isso alterar a legislação tributária. Ademais, ela também introduziu a amortização do *goodwill* em um prazo de 5 a 10 anos.

Durante os anos 1990, a maioria dos países permitia a amortização do *goodwill* pelos mais diversos prazos, e algumas jurisdições também aceitavam a eliminação imediata contra os lucros acumulados. Seguem exemplos de tratamento preconizado para o *goodwill* em alguns países (Nobes & Norton, 1996):

- a) reduzido diretamente dos lucros acumulados: Alemanha, Holanda (padrão), Inglaterra (padrão) e Itália;
- b) amortizados em prazo curto (máximo de 5 anos): Alemanha (padrão), Espanha (padrão), Holanda e Itália (padrão);
- c) amortizados em prazo elevado (entre 5 a 20 anos): Austrália (padrão – 20 anos) e Suécia (padrão – 5 anos); e
- d) amortizados maior que 20 anos: Canadá (padrão – 40 anos), Estados Unidos (padrão – 40 anos) e França.

A literatura estadunidense sugere que os gestores pagavam um prêmio para poder utilizar o método da comunhão de interesses (Aboody, Kasnik & Willians, 2002; Ayers, Lefanowicz & Robinson, 2002; Lys & Vincent, 1995; Nathan, 2008; Robinson & Shane, 1990; Walter, 1999).⁴ Em pesquisa realizada por Aboody, Kasnik e Willians (2002) é verificado que os CEOs com maior participação de remuneração baseada no lucro também tendiam a adotar esse método.

Segundo Walter (1999) e Rarata (2009), o FASB recolocou o assunto na sua agenda de prioridades em 1996, justificando esta medida pela necessidade de dar uma resposta às críticas ao mau uso da regra vigente. Este projeto foi conduzido em colaboração mútua com os reguladores da Inglaterra, Canadá, Austrália e Nova Zelândia. O IASC participou apenas como observador (Boennen & Glaum, 2014).

⁴ Um caso real famoso é a aquisição da NCR Corporation pela American Telephone & Telegraph (AT&T) ocorrida em 1991, a maior fusão até então, no qual foi pago um prêmio de US\$ 325 milhões para aplicar o método da comunhão de interesses (Walter, 1999 e Lys & Vicente, 1995).

Em 1996, o FASB abriu audiência pública sobre a contabilização das combinações de negócios. Era sugerida a adoção do método de aquisição e a manutenção da amortização do *goodwill*. O mercado reagiu muito mal ao método proposto, e as críticas que foram levadas ao Congresso dos Estados Unidos (Camfferman & Zeff, 2007; Ramanna, 2008)⁵. Quando na emissão das normas sobre o assunto (SFAS 141 e SFAS 142, 2003), o método de aquisição se tornou mandatório para todas as aquisições. Porém a amortização do *goodwill* foi proibida, passando a ser realizado exclusivamente por *impairment*. Dorata (2009) sugeriu que houve um aumento na transparência das aquisições com a adoção do método de aquisição.

Um ano depois, em 2004, foi emitida a IFRS 3 – *Business Combinations*. Esse normativo prescrevia um tratamento similar ao do USGAAP, tendo como maiores divergências a proibição do *full goodwill method* e a metodologia do teste de *impairment*. A primeira diferença foi parcialmente eliminada em 2008, quando da revisão da IFRS 3. O *full goodwill method* foi permitido, mas não se tornou obrigatório. Quanto ao *impairment*, as diferenças permaneceram, e a literatura acerca desses dois temas ainda é escassa.

Com a promulgação da Lei 11.638/07, e a emissão do CPC 15, as práticas contábeis adotadas no Brasil para as combinações de negócios se alinharam à IFRS 3. Posteriormente, o tratamento também foi parcialmente adotado para fins fiscais (Lei 12.973/14). Diferentemente, do que ocorre na contabilidade societária, para fins tributários o teste de *impairment* não é realizado, e os critérios anteriores de utilização do benefício fiscal foram mantidos.

⁵ Ramanna (2008) concluiu que os congressistas que se posicionaram contra a eliminação do método da comunhão de interesses foram justamente aqueles que receberam doações de empresas pró-comunhão de interesses.

2.2 Método de aquisição

Com a emissão do CPC 15 – *Combinação de negócios*, uma nova prática para a contabilização de aquisição de investimentos societários foi introduzida no Brasil: o chamado método de aquisição, cujas quatro etapas serão devidamente apresentadas a seguir.

Algumas aquisições não devem ser contabilizadas pelo método de aquisição. As combinações de negócios entre empresas sob controle comum têm o *goodwill*, ao menos nas demonstrações consolidadas, eliminado contra o patrimônio líquido.⁶ Existe atualmente uma incerteza sobre como contabilizar esse tipo de operação nas demonstrações contábeis individuais da adquirente, em quais situações aplica-se ou não o método de aquisição. As IFRS/CPC ainda não têm regras específicas para transações sob controle comum. A Figura 1 apresenta um exemplo ilustrativo de uma operação entre empresas sob controle comum:

Figura 1 - Combinação de negócios sobre controle comum

Fonte: elaborada pelo autor.

Outro ponto complexo do CPC 15 é avaliação sobre se o que foi adquirido constitui um negócio ou somente um conjunto ativos e, eventualmente, de passivos. Um negócio é definido nos itens B7 até B12 do CPC 15, como sendo um conjunto de insumos e processos que podem interagir, possuindo capacidade de gerar produção. Na prática, existem sérias dificuldades nessa identificação, que podem resultar em contabilizações significativamente

⁶ Utilização do método da comunhão de interesses (*pooling of interest*).

diferentes (IFRS Foundation, 2015). Exemplos de situações complexas são as aquisições de fazendas, *shoppings center*, fundos de investimento e empreendimento pré-operacionais.

Uma situação prática dessa nova conceituação ocorreu em 2012 com a Braskem. A companhia petroquímica adquiriu diversas unidades de polipropileno no exterior, em uma negociação única. Uma das partes da aquisição, a unidade localizada no México, não se qualificou como um negócio à luz do CPC 15, tendo sido, portanto, mantida por valores contábeis, sem alocação de *goodwill* ou compra vantajosa. A Figura 2 reproduz a nota explicativa referente à operação:

Figura 2 – Exemplo de negócios

Ativos de PP no exterior – Dow Chemical

Em 30 de setembro de 2011, a Braskem, através de suas controladas Braskem America e Braskem Alemanha, adquiriu os negócios de PP da Dow Chemical por R\$ 608 milhões (US\$ 323 milhões). Na mesma data, foram pagos mais R\$ 312 milhões (US\$ 166 milhões) correspondentes à parte das contas a pagar assumidas na operação.

O contrato ainda previa ajustes no valor pago baseados na variação das contas a receber de clientes e dos estoques, cujo montante final foi um recebimento de R\$ 24 milhões (US\$ 12 milhões) pelas adquirentes.

A negociação compreendeu quatro unidades industriais, sendo duas nos Estados Unidos e duas na Alemanha, com capacidade anual e total de produção de 1.050 mil de toneladas (não auditado) de PP.

Nesta negociação foram adquiridos, principalmente, plantas industriais, contas a receber de clientes, estoques e assumidos passivos ligados à operação do negócio. Nos Estados Unidos, as plantas adquiridas estão localizadas no estado do Texas e têm capacidade anual de 505 mil toneladas (não auditado). Na Alemanha, as plantas adquiridas estão localizadas em Wesseling e Schkopau e possuem capacidade anual de 545 mil toneladas (não auditado).

O montante pago incluiu contas a receber de clientes e estoques localizados no México, através da controlada Braskem México, no montante de R\$ 13 milhões (US\$ 8 milhões), líquido de contas a pagar assumidas. Por se tratar de uma aquisição isolada de ativos que se encerrou em curto prazo com a venda dos estoques e a liquidação financeira dos títulos a receber e a pagar, esta parte da operação não constituiu uma combinação de negócios.

	Estados Unidos	Alemanha	Total da combinação de negócios	México	Total
Contraprestação transferida					
Caixa	285.135	285.551	570.686	13.214	583.900
Total de contraprestação transferida (A)	285.135	285.551	570.686	13.214	583.900
Valores reconhecidos de ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos					
<u>Ativo circulante</u>					
Contas a receber de clientes	143.932	133.438	277.370	18.948	296.318
Estoques	161.617	126.385	288.002	12.661	300.663
<u>Ativo não circulante</u>					
Imobilizado	137.186	222.483	359.669		359.669
<u>Passivo circulante</u>					
Fornecedores	(140.558)	(153.310)	(293.868)	(18.395)	(312.263)
Outras contas a pagar	(845)	(141)	(985)		(985)
<u>Passivo não circulante</u>					
Imposto de renda diferido	(6.374)	(8.647)	(15.021)		(15.021)
Plano de previdência privada		(14.436)	(14.436)		(14.436)
Total dos ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos a valor justo (B)	294.959	305.773	600.731	13.214	613.945
Resultado de combinação de negócios (A) - (B)	9.824	20.222	30.045		30.045

Fonte: DFP 2012 da Braskem

2.2.1. Identificação do adquirente

É obrigatória a identificação da figura do adquirente, ou seja, da parte que detém o controle do negócio após a conclusão da operação. Não existindo a chamada “fusão pura”, na qual não haveria adquirente e adquirida. A definição de controle é prescrita no item 6 do CPC 36 – *Demonstrações consolidadas* como: “o investidor controla a investida quando está exposto a, ou tem direitos sobre, retornos variáveis decorrentes de seu envolvimento com a investida e tem a capacidade de afetar esses retornos por meio de seu poder sobre a investida.”⁷ Alguns fatores devem ser analisados durante a identificação da adquirente, tais como: direitos de votos, manutenção da administração, pagamento de prêmio de controle e, até mesmo o tamanho das entidades envolvidas na transação.

Podem ser encontradas duas situações peculiares, nas quais o adquirente legal não é o mesmo que o contábil, seja pelo adquirente legal ser meramente um veículo de investimento ou em uma aquisição reversa. O primeiro caso pode ocorrer quando uma entidade é criada especificamente para ser um veículo para a realização da operação, ou seja, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE). O caso se aplica para as SPEs constituídas pouco antes da operação e, incorporadas pela adquirida (incorporação reversa) em um curto intervalo de tempo. Nessa situação, a adquirente certamente não é a SPE, mas sim sua controladora.

Normalmente, quando a contraprestação pela aquisição é feita exclusivamente com emissão de novas ações, a adquirente é a entidade emitente, ou seja, a adquirente legal. Em algumas situações, no entanto, acontece uma situação atípica, na qual a “adquirente contábil” é a entidade “adquirida legalmente”.⁸ Isso ocorre quando depois da operação, o controle está nas mãos da empresa que recebeu as ações, e não na companhia emissora. Em outras palavras, são emitidas tantas ações votantes que o antigo controlador acaba por ter sua participação diluída a tal ponto que perde o controle do investimento.

Nessa situação, a empresa que terá seus ativos líquidos mensurados pelo valor justo é a emitente das ações. Como a adquirente contábil não entregou ativos nem assumiu passivos, a contraprestação da aquisição é mensurada com base na quantidade hipotética de ações que a

⁷ Esta definição de controle foi introduzida nas IFRS em 2013 por meio da IFRS 10 – *Consolidated Financial Statements*. Anteriormente, em parte do período compreendido na amostra dessa pesquisa (2009-2012), a definição de controle era: “O poder de governar as políticas financeiras e operacionais da entidade de forma a obter benefício das suas atividades.”

⁸ A nossa amostra tem apenas três casos de aquisição reversa.

subsidiária legal teria que ter emitido para a vendedora ter sua participação atual na entidade combinada - em termos mais objetivos, pelo valor justo da entidade combinada multiplicado pela participação final dos antigos proprietários da adquirida contábil nesta entidade. A Figura 3 traz um exemplo de uma aquisição reversa realizada pela Duratex S.A. em 2009:

Figura 3 – Exemplo de aquisição reversa

Informações gerais

Aquisição da Satipel Industrial S.A pela Duratex S>A

Em 22 de junho de 2009 a Itaúsa Investimentos Itaú S.A (Itaúsa) e a Companhia Ligna de Investimentos (Ligna) assinaram contrato irrevogável e irretroatável de associação entre as empresas Satipel Industrial S.A. e Duratex S.A., visando unificar suas operações, [...]

Na Assembléia Geral Extraordinária realizada em 31 de agosto de 2009, foi aprovada a incorporação da Duratex S.A. nas condições e nos termos estabelecidos no Protocolo de Incorporação e nos Laudos. Para fins dessa incorporação, foi aprovado o aumento de capital social da Companhia em razão da incorporação, em virtude da versão do patrimônio líquido da Duratex S.A. para a Satipel S.A, que passou de R\$ 344.459 para R\$ 1.288.085, mediante a emissão de 348.785.970 novas ações ordinárias, sem valor nominal, atribuídas aos acionistas da antiga Duratex S.A..

2.1 – Base de preparação

As demonstrações financeiras foram preparadas considerando os ativos financeiros (inclusive instrumentos derivativos) mensurados ao valor justo e os demais ativos da antiga Duratex S.A. ao custo histórico, como base de valor, enquanto os ativos da Satipel Industrial e Satipel Florestal S.A. ao valor justo (ver notas 2.2.1 b e 28).

NOTA 28 – COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

[...]

Contabilmente esta transação caracteriza-se como uma aquisição reversa pela qual a empresa adquirida Duratex é, na sua essência econômica, a compradora do negócio. Desta forma, o tratamento contábil da transação está baseado no fato de considerar a Duratex como a entidade compradora da Satipel". Para fins dessa determinação levou-se em consideração a composição do Conselho de Administração, de seu corpo diretivo e o tamanho relativo das duas empresas mensurado por meio de seus ativos, receitas e lucros. [...]

Considerando que a compra foi realizada através de troca de ações entre os acionistas da empresa adquirente e da empresa vendedora, o valor da contraprestação paga foi determinada com base no número de ações da "antiga Duratex" que teriam sido entregues aos acionistas da "antiga Satipel" para que esses mantivessem uma participação de 17% na "antiga Duratex"

Contraprestação pela compra:

A - Quantidade hipotética de ações entregues aos acionistas da "antiga Satipel"	39.635.177
B - Preço da ação em 31 de agosto de 2009	28,23
A * B = Contraprestação total pela compra	1.118.901

Fonte: DFP 2009 da Duratex

2.2.2. *Determinação da data de aquisição*

A data de aquisição é aquela na qual o controle ou a influência significativa sobre a empresa adquirida é obtido, indicando a data-base da avaliação do valor justo do acervo líquido. Em síntese, a data da aquisição representa o momento em que o investimento na adquirida deve começar a ser contabilizado pelo método da equivalência patrimonial e, eventualmente, consolidado nas demonstrações financeiras da adquirente.⁹

2.2.3. *Mensuração dos ativos adquiridos e passivos assumidos*

Todos os ativos identificáveis devem ser reconhecidos e mensurados pelos seus respectivos valores justos. Um ativo é identificável quando, e somente quando:

- a) resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais: não dependendo de esses serem transferíveis ou separáveis da entidade; ou
- b) for separável: puder ser vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado.

A Tabela 1 apresenta uma listagem ilustrativa de alguns ativos intangíveis e sua base de sua identificação:

⁹ Segundo o CPC 18 – *Investimento em coligadas, em controlada e empreendimentos controlados em conjunto*, o método de aquisição deve ser utilizado para a aquisição de coligadas e de empreendimentos conjuntos (nunca na sua constituição). Ambas não serão consolidadas, porém o efeito da realização da mais-valia afeta o resultado de equivalência patrimonial.

Tabela 1 - Listagem de ativos intangíveis

Classe	Base
Marcas e nomes comerciais	Direito legal
Nomes de domínios da internet	Direito legal
Acordos de não competição	Direito legal
Lista de clientes	Separabilidade
Ordens em andamento (<i>backlog</i>)	Direito legal
Licença	Direito legal
Contratos de arrendamento (arrendatário e arrendador; operacional e financeiro)	Direito legal
Direito de exploração	Direito legal
Tecnologia patenteada	Direito legal
Tecnologia não patenteada	Separabilidade
Base de dados	Separabilidade
Software	Direito legal
Pesquisa em andamento (<i>in-process reasearch and development</i>)	Separabilidade
Contrato favoráveis / desfavoráveis com fornecedores ou clientes	Contratual
Canal de venda	Separabilidade

Fonte: adaptado do Apêndice C do CPC 15 – *Combinações de negócios*.

Os passivos assumidos também devem ser reconhecidos pelo valor justo. Destaca-se nesse âmbito uma exceção à regra geral, o critério de reconhecimento das provisões difere dos tradicionais. Não sendo necessário que a saída de recursos econômicos seja provável, bastando ser uma obrigação presente que possa ser estimada com confiança. A probabilidade de saída de recursos impacta na mensuração, e não no reconhecimento. Assim sendo, muitas das contingências passivas, que anteriormente estariam fora do balanço da adquirida, apenas divulgadas nas notas explicativas, deverão ser reconhecidas como “menos-valias”.

A Figura 4 traz um exemplo das mais-valias registradas pela Qualicorp quando da aquisição da ConnectMed ocorrida em 2014:

Figura 4 - Exemplo de alocação do custo de aquisição (PPA)

<u>Ativos (passivos) líquidos adquiridos</u>	<u>Valor dos livros</u>	<u>Ajustes</u>	<u>Valor justo na aquisição</u>
Ativos circulantes, incluindo caixa e equivalentes de caixa, de R\$17.496	99.362	-	99.362
Ativos não circulantes	22.028	-	22.028
Ajustes identificados	-	(7.374)	(7.374)
Valor justo dos ativos intangíveis (nota explicativa nº 17):			
Relacionamento de clientes (a)	-	35.564	35.564
Não competição (b)	-	38.800	38.800
Marca (c)	-	3.490	3.490
Software (d)	-	7.070	7.070
Passivo circulante	(42.480)	-	(42.480)
Passivo não circulante	(16.197)	-	(16.197)
Passivo não circulante - imposto de renda e contribuição social diferidos sobre o valor justo dos ativos intangíveis 34% - relacionamento de clientes, não competição, marca e software	-	(28.874)	(28.874)
Ativos (passivos) líquidos	62.713	48.676	111.389
Ágio - rentabilidade futura	-	81.868	81.868
Total	62.713	130.544	193.257

(a) Contratos de longa data que costumam ser renovados.

(b) Refere-se a valor justo identificado como "não competição", sendo o período de amortização de cinco anos.

(c) Refere-se às marcas adquiridas nessa combinação de negócios de acordo com a avaliação realizada.

(d) Refere-se à mais-valia dos softwares adquiridos sobre o valor registrado nas empresas adquiridas.

Fonte: DFP 2014 da Qualicorp

2.2.4. Mensuração do goodwill ou ganho proveniente de compra vantajosa

O método de aquisição abraça a visão de que o *goodwill* representa os benefícios econômicos futuros adquiridos em uma combinação de negócios que não foram identificados e, consequentemente, separadamente reconhecidos. O *goodwill* é mensurado pela diferença entre o custo de aquisição e o somatório do patrimônio líquido e as mais-valias adquiridas. A Figura 5 apresenta um resumo gráfico da alocação do custo de aquisição:

Figura 5 - Alocação do custo de aquisição

Fonte: elaborado pelo autor.

Em situação oposta, na qual o custo de aquisição se mostrar inferior à proporção ao valor justo do acervo líquido adquirido, a diferença deve ser reconhecida imediatamente no resultado do exercício a título de *ganho proveniente de compra vantajosa*. O registro é fundamentado pela vantagem obtida pelo adquirente, originando um ganho econômico realizado, já que não depende de expectativa futura incerta; ao contrário do *goodwill*, que tem como “objeto” tão somente uma probabilidade de rentabilidade futura.

A Figura 6 apresenta um exemplo de uma aquisição da Gol que resultou em ganho por compra vantajosa. Na operação, a companhia adquiriu a Webjet e pagou R\$ 43,5 milhões, montante esse superior ao valor de livro (passivo a descoberto de R\$ 169,9 milhões). Todavia, devido à significativa mais-valia (R\$ 301,8 milhões), o custo de aquisição acabou perfazendo um montante inferior ao valor justo do ativo líquido.

Figura 6 – Exemplo de ganho por compra vantajosa

	Balanço de abertura 03/10/2011	Ajustes	Balanço de abertura ajustado 03/10/2011
ATIVO			
Caixa e equivalentes de caixa	9.556	-	9.556
Contas a receber	159.403	-	159.403
Estoques (i)	6.696	(3.061)	3.635
Depósitos	65.204	-	65.204
Despesas antecipadas	9.197	-	9.197
Impostos a recuperar	10.211	-	10.211
Outros	1.607	-	1.607
Impostos diferidos	-	7.086	7.086
Imobilizado (i)	71.592	(4.624)	66.968
Intangível (ii)	209	478.057	478.266
	<u>333.675</u>	<u>477.458</u>	<u>811.133</u>
PASSIVO			
Empréstimos e financiamentos	224.403	-	224.403
Fornecedores	74.064	-	74.064
Obrigações trabalhistas	21.791	-	21.791
Obrigações fiscais	5.101	-	5.101
Taxas e tarifas aeroportuárias	25.796	-	25.796
Transportes a executar	92.154	-	92.154
Provisões (iii)	39.662	13.158	52.820
Outras obrigações	18.349	-	18.349
Impostos diferidos	-	162.539	162.539
Processos judiciais (iv)	2.245	-	2.245
	<u>503.565</u>	<u>175.697</u>	<u>679.262</u>
Acervo líquido adquirido da Webjet			<u>131.871</u>
(-) Preço de compra ajustado			<u>(43.443)</u>
Deságio apurado na aquisição			<u>88.428</u>

O deságio gerado pela compra decorre do reconhecimento do valor dos intangíveis não registrados nos livros contábeis da adquirida, representados pelos direitos de uso dos aeroportos de Guarulhos e Santos Dumont, que estão entre os aeroportos mais movimentados do país, e cuja valorização é consequência do expressivo crescimento da demanda e do fluxo de passageiros nas viagens domésticas nos próximos anos, aliado a expectativa da Administração de recuperação de rentabilidade das operações nesses aeroportos.

Fonte: DFP 2011 da Gol

O custo da aquisição compreende o valor justo da contraprestação transferida mais o valor justo de eventuais passivos assumidos. Pagamentos contingentes (*earnout*) também devem ser considerados com base em seu valor justo na data de aquisição.¹⁰ Eles dão ao vendedor o direito de receber um pagamento adicional caso certas condições sejam atendidas. A função do *earnout* é dirimir as incertezas do adquirente, uma vez que alinham os interesses do comprador e do vendedor. Muitas vezes, a mensuração do valor justo de pagamentos contingentes é complexa e subjetiva. A Figura 7 traz o exemplo a apuração do custo da aquisição da compra da Casas Bahia pela Globex, ocorrida em 2010.

¹⁰ Posteriormente à data de aquisição, se o pagamento for liquidado em caixa, o passivo referente ao *earnout* deve ser remensurado pelo valor justo contra o resultado do exercício. Na situação da liquidação ser com títulos patrimoniais próprio, o elemento patrimonial nunca será reavaliado. Ou seja, em ambas as modalidades, não altera o valor do *goodwill*.

Figura 7 – Exemplo do custo de aquisição

	<u>31.12.2010</u>
Quantidade de ações ordinárias mantidas por CBD, correspondentes a participação de 98,77% detida	168.927.975
Cotação da ação ordinária de Globex em 09 de novembro de 2010 - R\$	<u>15,00</u>
Valor de mercado (Bovespa) do investimento em Globex - 98,77%	<u>2.533.920</u>
47% do valor de mercado do investimento em Globex cedidos aos acionistas de CB	1.193.082
Dividendos fixos obrigatórios aos acionistas de Bartira (i)	6.069
<i>Ativos recebidos de CB e considerados como contraprestação transferida:</i>	
Opção de compra de participação controladora de Bartira, líquido de imposto de renda e contribuição social (ii)	(274.563)
Participação de acionistas não controladores sobre os ativos recebidos	130.571
Valor da contraprestação total transferida	<u><u>1.055.159</u></u>

Fonte: DFP 2010 da Globex

Quaisquer custos diretamente ligados à operação, como honorários de advogados e estudos de *due diligence*, dentre outros, devem ser reconhecidos no resultado quando de sua ocorrência.

Já nas aquisições em etapas, aquelas operações nas quais o controle vai sendo obtido por meio de sucessivas aquisições parciais, o procedimento aplicável é controverso: a cada nova aquisição, o adquirente deverá reavaliar sua participação prévia pelo valor justo, com reflexo no resultado do exercício; posteriormente, ao apurar o *goodwill*, deverá adicionar o custo de aquisição o valor justo da participação anterior no total da contraprestação; e subtrair o percentual total de sua nova participação no valor justo do acervo líquido na data da última aquisição. Esse procedimento, ilustrado na Figura 8, alinha a data das mais-valias e, em geral, aumenta o *goodwill*. Por sua vez, a Figura 9 apresenta um exemplo da aquisição em etapas realizadas pela BR Foods.

Figura 8 - Aquisição em etapas

Fonte: elaborado pelo autor.

Figura 9 – Exemplo de aquisição em etapas

6.1.1 Combinação de negócios em estágios – Federal Foods LLC (“FF”)

Em 16.01.13, a BRF adquiriu 49% de participação na FF, tornando-se detentora de 60% dos seus direitos econômicos, sem deter o seu controle, conforme os termos do acordo de acionistas firmado à época com a AI Nowais Investments Company LLC (“ANI”), antiga controladora da FF.

Em 09.04.14, a Companhia concluiu o processo de aquisição dos direitos econômicos

remanescentes pelo valor de R\$61.488, passando a deter o controle da FF. Esta transação, em conformidade com os requerimentos dos itens 41 e 42 do CPC 15 (R1), aprovado pela Deliberação CVM no. 665/11 foi registrada como uma combinação de negócios em estágios. Desta forma, o valor contábil do investimento, antes da aquisição em 09.04.14, foi mensurado a valor justo e gerou ganho de R\$24.963, reconhecido em outras receitas operacionais.

O valor justo dos ativos adquiridos e dos passivos assumidos para efeito de determinação da alocação do preço de compra está a seguir demonstrado:

	Valor justo reconhecido na aquisição
Caixa e equivalentes de caixa	10.926
Contas a receber de clientes	109.904
Estoques	131.498
Imobilizado	2.386
Relacionamento com clientes	29.349
Outros ativos	15.722
	299.785
Empréstimos	75.275
Fornecedores	78.689
Salários e obrigações sociais	3.028
Impostos diferidos	7.337
Outros passivos	27.806
	192.135
Acervo líquido adquirido	107.650
Valor justo da contraprestação paga	151.714
Ágio na compra	44.064

O valor da contraprestação paga foi determinado da seguinte forma:

Caixa - pagamento aquisição de controle	61.488
Valor contábil da antiga participação	65.263
Ganho gerado pela remensuração da antiga participação a valor justo	24.963
Valor justo total da contraprestação transferida na data de aquisição	151.714

Fonte: DFP 2012 da BR Foods

O *goodwill* somente é reavaliado até o momento da obtenção do controle. Qualquer aquisição posterior deverá ser tratada como uma transação de capital, e um eventual *goodwill* será reconhecido diretamente como uma conta redutora do patrimônio líquido.

Por fim, na última revisão da IFRS 3 / CPC 15 foi facultada a opção de mensurar a participação não controladora (PNC) pelo seu valor justo na data de aquisição. O procedimento é chamado de *full goodwill method*.¹¹ Alternativamente, a PNC pode ser mensurada pelo seu percentual no valor justo do ativo líquido da adquirida, que é a opção adotada na grande maioria das aquisições no Brasil. A diferença entre as duas bases de mensuração é o componente *goodwill* dentre do valor contábil da PNC.¹² O tratamento pelo *full goodwill method* se aplica exclusivamente para as demonstrações consolidadas. No caso brasileiro, o *goodwill* e a PNC são ajustados, quando da consolidação, pelo *goodwill* atribuível à PNC na data de aquisição. Pelo USGAAP esse tratamento contábil é obrigatório, mas aqui ele é somente incentivado caso a adquirida tenha suas ações negociadas em bolsa de valores.¹³

Existem críticas à permissão da adoção de tratamentos contábeis alternativos em virtude da livre escolha outorgada ao gestor, e de maneira individualizada para cada operação. A variabilidade de tratamentos pode prejudicar a comparabilidade entre empresas ou aquisições de uma mesma empresa. Uma pesquisa conduzida por Lopes, Lourenço e Suliman (2013), porém, concluiu que a escolha dessa política contábil não acarreta diferença alguma na avaliação dos analistas. Segue a Figura 10 com esquema gráfico da diferença:

Figura 10 - *Full goodwill method*

Fonte: elaborado pelo autor.

¹¹ Tradução livre: método do *goodwill* integral.

¹² As mais-valias estão contidas na PNC em ambas as métricas.

¹³ ICPC 09 - *Demonstrações Contábeis Individuais, Demonstrações Separadas, Demonstrações Consolidadas e Aplicação do Método de Equivalência Patrimonial*. Em nossa amostra, a opção pela mensuração da PNC pelo valor justo foi eleita em apenas 6 das 135 combinações de negócios nas quais não foi adquirido o capital integral da adquirida.

Quando da aquisição da BR Educação pela Anima Educação, a empresa optou por mensurar a PNC pelo seu valor justo. A companhia adquirente divulgou uma conciliação de modo bem didático, a qual estamos reproduzimos na Figura 11. Nota-se que o prêmio de controle é a diferença dos valores atribuídos aos PNCs (R\$ 18,6 milhões). Por fim, um exemplo interessante foi a compra da Aracruz pela Fibria, uma aquisição em etapas na qual a PNC foi mensurada pelo valor justo, que foi avaliada com base nas cotações das ações da adquirida na BM&FBovespa, conforme evidenciado na Figura 12.

Figura 11 – Exemplo de mensuração da participação não controladora pelo seu valor justo

	31/12/2013	
	Controladora	Consolidado
Contrapartida transferida	55.269	55.269
Mais: Participações não controladoras (50%)		
Valor justo dos ativos líquidos	17.616	-
Valor justo dos minoritários	-	36.181
Menos:		
Valor justo de ativos líquidos identificáveis adquiridos	(50.842)	(50.842)
Ágio gerado na aquisição	<u>22.043</u>	<u>40.608</u>

Foi gerado ágio na aquisição da BR Educação e de suas controladas, porque o custo da combinação incluiu o montante pago pelo prêmio de controle. Adicionalmente, a contrapartida paga pela combinação efetivamente incluiu valores em relação ao benefício das sinergias esperadas, crescimento das receitas, desenvolvimento futuro dos mercados e mão-de-obra. Esses benefícios não são reconhecidos separadamente do ágio porque não atendem aos critérios de reconhecimento de ativos intangíveis identificáveis.

Fonte: DFP 2013 da Anima Educação

Figura 12 – Exemplo de mensuração da participação não controladora pelo seu valor justo em uma aquisição em etapas

Conforme requerido pelo parágrafo nº 42 do pronunciamento técnico CPC 15, a Companhia reavaliou sua participação anterior de 12,35% na Aracruz pelo valor justo na data da aquisição e reconheceu no resultado do período o ganho resultante:

Ações ordinárias detidas antes da combinação de negócios - em milhares	127.506
Preço cotado da ação em 21 de janeiro de 2009	<u>12,65</u>
Valor justo da participação inicial detida na Aracruz	<u>1.612.956</u>
(-) Saldos contábeis em 21 de janeiro de 2009	
Custo contábil do investimento (valor patrimonial e saldo remanescente do ágio)	<u>(234.032)</u>
Resultado bruto da avaliação ao valor justo da participação inicial	<u>1.378.924</u>

A tabela a seguir demonstra a contrapartida da compra da Aracruz e da alocação dos ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos que foram reconhecidos na data da aquisição, o valor justo à data de aquisição da participação de não controladores e a determinação do ágio:

	Formação do preço de compra
Preço de compra considerado	
Valor presente a ser pago às famílias (Lorentzen, Moreira Salles, Braga e Saфра)	4.687.972
Valor justo da participação inicial na Aracruz	1.612.956
Valor justo da participação de não controladores na data da aquisição	<u>2.078.056</u>
	<u>8.378.984</u>

Fonte: DFP 2009 da Aracruz.

2.2.5. Exemplo ilustrativo

A seguir, é apresentado um exemplo simplificado da contabilização de combinações de negócios, cujo o foco é na exploração das consequências do uso ou não do método de aquisição. Para tanto, inicialmente, a Tabela 2 contém o balanço patrimonial da adquirente (Alpha) e da adquirida (Beta) em 01/01/20x6:

Tabela 2 - Exemplo ilustrativo: Balanço patrimonial inicial

<u>BP</u>	<u>Alpha</u>	<u>Beta</u>
Caixa	450	50
Imobilizado	100	200
Investimento	-	-
Patrimônio Líquido	550	250

Fonte: elaborada pelo autor.

Nessa data, Alpha adquire Beta por meio de um pagamento à vista ao seu antigo acionista no valor de \$450. Aplicando-se o método da comunhão de interesses adaptado, a contabilização seria bastante direta: o custo da aquisição somente seria segregado entre o patrimônio líquido (\$250) e o ágio (\$200).¹⁴

A Tabela 3 apresenta o balanço patrimonial de Alpha, de Beta e o Consolidado após a transação ser contabilizada por esse método. Note-se que o *goodwill* somente é reclassificado para o ativo intangível quando da consolidação. Também é imprescindível destacar que o imobilizado, bem como qualquer outro eventual ativo ou passivo da entidade adquirida é mantido pelo valor contábil anterior.

¹⁴ Representa uma das adaptações em relação ao método de comunhão de interesses puro, no qual o ágio não é reconhecido no ativo da adquirente. Optamos por contabilizar o ágio no ativo, pois era o modelo amplamente utilizado para as aquisições realizadas antes da adoção das IFRS no Brasil. Mesmo que já existisse a previsão do reconhecimento de mais-valias de ativos, tanto no Decreto-Lei 1.598/77, como na Instrução CVM 247/96.

Tabela 3 - Exemplo ilustrativo: Balanço patrimonial subsequente com ágio

<u>BP</u>	<u>Alpha</u>	<u>Beta</u>	<u>Ajustes</u>	<u>Consolidado</u>
Caixa	-	50		50
Imobilizado	100	200		300
Investimento	450	-	(450)	-
Intangível - Ágio	-	-	200	200
Patrimônio Líquido	550	250	(250)	550

Fonte: elaborada pelo autor.

Dando continuidade ao exemplo, vamos agora passar para o desempenho, ou seja, a demonstração do resultado de 20x6. Seguem algumas premissas contábeis e as demonstrações do resultado.

- a) vida útil do ativo imobilizado: 5 anos;
- b) vida útil do ágio: 10 anos (dedutível para fins de IRPJ/CSLL);¹⁵
- c) alíquota IRPJ/CSLL: 34%; e
- d) não existem diferenças fiscais temporárias.

Conforme a Tabela 4, ambos os lucros, individual e consolidado, apresentam valor idêntico. A depreciação consolidada não sofre nenhum ajuste, pois no ativo não foi incorporada mais-valia alguma. A amortização se refere exclusivamente ao goodwill, uma vez que esse foi o único impacto direto da combinação de negócios no lucro de Alpha.

¹⁵ Optamos por amortizar o ágio fiscalmente em dez anos. Como o benefício fiscal é uma das variáveis desta pesquisa, o exemplo ajuda a entender sua lógica econômica. Também esta sendo amortizado contabilmente de acordo com as normas contábeis brasileiras antes das IFRS, no prazo máximo permitido pela Instrução CVM 247/96 que é de 10 anos.

Tabela 4 - Exemplo ilustrativo: Demonstração do resultado do exercício com ágio

<u>DRE</u>	<u>Alpha</u>	<u>Beta</u>	<u>Ajustes</u>	<u>Consolidado</u>
Receita	100	150		250
Despesa com depreciação (5 anos)	(20)	(40)		(60)
Despesa com amortização (10 anos)	(25)	-		(25)
REP (100% \$73)	73	-	(73)	-
<u>Lucro antes do tributos</u>	<u>128</u>	<u>110</u>		<u>165</u>
Tributos correntes	(19)	(37)		(56)
Tributos diferidos	-	-		-
<u>Lucro líquido</u>	<u>109</u>	<u>73</u>		<u>109</u>

Fonte: elaborada pelo autor.

Mas passemos novamente para o exemplo, porém agora contabilizado pelo método de aquisição. O resultado da alocação do custo da aquisição (PPA) é apresentado na Tabela 5.

Tabela 5 - Exemplo ilustrativo: Alocação do custo de aquisição (PPA)

	<u>Data da aquisição</u>
<u>Custo da aquisição</u>	<u>450</u>
<u>Patrimônio Líquido Contábil</u>	<u>250</u>
<u>Mais-valia</u>	<u>79</u>
Imobilizado	20
Patente	100
IRPJ/CSLL diferido	(41)
<u>Goodwill</u>	<u>121</u>

Fonte: elaborada pelo autor.

Nesse exemplo, existem duas mais-valias: uma de menor valor, no ativo imobilizado (vida útil de 5 anos), e uma maior, referente a uma patente (vida útil de 4 anos). O passivo fiscal diferido representa a diferença temporária tributável da mais-valia ($\$ 120 \times 34\%$). A Tabela 4 traz quatro balanços patrimoniais: Alpha, Beta, Beta ajustado pelas mais-valias e o consolidado:

Tabela 6 - Exemplo ilustrativo: Balanço patrimonial subsequente com *goodwill*

<u>BP</u>	<u>Alpha</u>	<u>Beta</u>	<u>Beta´</u>	<u>Ajustes</u>	<u>Consolidado</u>
Caixa	-	50	50		50
Imobilizado	100	200	220		320
Investimento	450	-	-	(450)	-
Patente	-	-	100		100
<i>Goodwill</i>	-	-	-	121	121
Passivo Fiscal Diferido	-	-	41		41
Patrimônio Líquido	550	250	329	(329)	550

Fonte: elaborada pelo autor.

O balanço patrimonial consolidado incorpora os três ajustes de mais-valia (ativo imobilizado, patentes e passivo fiscal diferido). Devido ao uso do valor justo na mensuração inicial dos ativos identificáveis, o *goodwill* foi reduzido de \$200 para \$121. Ao se aumentar o valor contábil de ativos depreciáveis ou amortizáveis, teremos efeitos negativos no resultado consolidado. Conforme ilustrado pela Tabela 7

O *goodwill* não foi amortizado, verificada pela ausência de despesa de amortização no resultado individual de Alpha. Já para fins de consolidação, ajusta-se o resultado de Beta pelas realizações das mais-valias do imobilizado, da patente e do respectivo passivo fiscal diferido. Por consequência, de um lucro inicial de \$73, Beta passou para um resultado positivo de apenas \$37, uma redução de aproximadamente 49%.

Tabela 7 - Exemplo ilustrativo: Demonstração do resultado do exercício com *goodwill*

<u>DRE</u>	<u>Alpha</u>	<u>Beta</u>	<u>Beta'</u>	<u>Ajustes</u>	<u>Consolidado</u>
Receita	100	150	150		250
Despesa com depreciação (5 anos)	(20)	(40)	(45)		(65)
Despesa com amortização (10 anos)	-	-	(50)		(50)
REP (100% \$37)	37	-	-	(37)	-
<u>Lucro antes dos tributos</u>	<u>117</u>	<u>110</u>	<u>55</u>		135
Tributos correntes	(27)	(37)	(37)		(64)
Tributos diferidos	-	-	19		19
<u>Lucro líquido</u>	<u>90</u>	<u>73</u>	<u>37</u>		<u>90</u>

Fonte: elaborada pelo autor.

Pelo exemplo apresentado é notório o efeito negativo que a realização da mais-valia do valor justo dos ativos adquiridos tem sobre o lucro. Evidencia-se também que quanto maior for a mais-valia, menor será o lucro nos anos subsequentes. Em adição, o fato do *goodwill* não ser mais amortizado aumenta indiretamente o lucro conforme o valor da mais-valia seja reduzido.

2.3 Valor justo

Nossa discussão será focada no papel do valor justo no contexto de sua aplicação no método de aquisição. Dentro do atual ordenamento contábil brasileiro, existe um pronunciamento que trata exclusivamente da mensuração do valor justo e das divulgações necessárias, caso seja utilizado. O referido pronunciamento é o CPC 46 – *Mensuração do valor justo*. Segundo as disposições previstas neste documento, valor justo é definido como: “o preço que seria recebido na venda de um ativo ou pago para transferir um passivo em uma transação ordinária entre participantes de mercado na data de mensuração. [Grifos nossos] (item 9 do CPC 46)

O objetivo do valor justo é representar o “preço” pelo qual o item está sendo negociado em um mercado ativo (i.e., marcação a mercado – nível 1) ou estaria, hipoteticamente, sendo comercializado, situação em que se utilizam modelos de precificação para estimar qual seria esse “preço” (i.e., marcação a modelo – níveis 2 e 3).

Outra consequência direta da definição supracitada é a consideração de fatores que os participantes de mercado levariam em conta ao precificar o item em questão. Exemplos são sua localização, condições e restrições de uso. Logo, a avaliação deve refletir o valor do ativo ou passivo na visão do mercado, e não na da própria empresa. Não se trata, portanto, do conceito de *deprival value*¹⁶, ainda que algumas das metodologias de avaliação utilizadas se assemelhem muito. Em outras palavras, o valor justo não é o quanto vale o ativo para a empresa, e sim o preço pelo qual ele é negociado entre partes interessadas em um mercado ativo.

Frequentemente devido à ausência de mercado ativo, empregam-se modelos que simulam condições análogas às de mercado, efetivando a construção de uma *proxy* do valor justo. Essas abordagens devem privilegiar ao máximo a utilização de dados observáveis, ou seja, exógenos. Eles podem ser classificados nas seguintes abordagens:

¹⁶ Tradução literal: valor de perda.

A) Abordagem do mercado

A lógica é que o preço de uma transação anterior fornece uma evidência empírica do valor justo. A avaliação se baseia em preços e outras informações a respeito de itens idênticos ou similares. Entre as diversas técnicas, destaca-se a utilização de múltiplos de mercado e comparação com transações recentes de um ativo ou passivo semelhante.

No que tange aos ativos intangíveis, uma classe que tem seu valor justo frequentemente apurado pela abordagem de mercado é o fundo de comércio, que por diversas vezes é precificado por comparação.

B) Abordagem do custo

Busca determinar o custo de substituição ou reposição de um ativo. Os modelos refletem o valor que seria necessário para substituir a capacidade de serviço do item. Um participante do mercado, de maneira geral, não estará disposto a pagar por um ativo mais do que seu custo de aquisição ou construção. As condições atuais do bem, como as obsolescências tecnológicas e econômicas, devem incorporar a avaliação.

Essa abordagem é amplamente utilizada para avaliação de ativos imobilizados. Entre as técnicas que são comumente empregadas, destacamos o valor novo de reposição (VNR) e o valor de reprodução. Uma das únicas classes de ativos intangíveis que por algumas vezes é avaliado por essa abordagem são os *softwares*.

C) Abordagem da receita

Os modelos que utilizam uma abordagem de receita baseiam-se na conversão de fluxos de caixa futuros em um único valor presente. A lógica sobre a qual se apoia esta abordagem é que um ativo vale a receita que ele pode gerar. Os modelos devem incorporar a expectativa atual do mercado sobre as condições futuras do item avaliado.

A abordagem da receita é amplamente empregada na avaliação de intangíveis sem mercado ativo, como marcas, carteiras de cliente, licenças entre os mais diversos. Destaca-se

o uso de três técnicas: *relief-from-royalties* (RfR), *with-or-without* (WIWO) e *multi-period excess earnings* (MEEM).¹⁷

Relief-from-Royalties (RfR)

O RfR, que também conhecido como *Royalties-Relief*, ou mesmo na língua portuguesa, como Dispensa de Royalties, tem por objetivo mensurar o valor justo com base nos benefícios econômicos inerentes à posse do ativo, frente à alternativa hipotética de licenciá-lo junto a um terceiro. A Equação 1 indica sua expressão analítica:

$$VJ = VP(r) \sum_{t=0}^t (base \times royalties \times (1 - T)) \quad (1)$$

Sendo,

VJ = Valor justo;

VP = Valor presente;

r = Taxa de desconto;

t = Vida útil do ativo intangível;

base = Base de incidência, em geral, a receita líquida;

royalties = Taxa de royalties de mercado para o ativo; e

T = Alíquota total de tributos sobre o lucro.

O aspecto de maior complexidade na aplicação desta metodologia está na determinação da taxa de royalties de mercado. Catty (2013) alerta que esse método também pode ser classificado como híbrido, situando-se entre a abordagem da receita e a de mercado, pois faz referência a transações comparáveis. Ele é amplamente utilizado para o tratamento de um dos ativos intangíveis mais frequentes: as marcas.

A Tabela 8 traz um exemplo simplificado da avaliação de um ativo intangível ilustrativo com vida útil de quatro anos.

¹⁷ Traduções literais: RfR – Dispensa de royalties; WIWO – Com ou sem; e MEEM – Método do lucro excessivo em múltiplos períodos.

Tabela 8 - Exemplo do RfR

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Comentários
Receita líquida	1.000	1.100	1.210	1.331	Crescimento de 10% a.a.
Royalties	40	44	48	53	Taxa de royalties de 4% da receita líquida
Tributos	(14)	(15)	(16)	(18)	Alíquota de 34%
<i>Dispensa</i>	26	29	32	35	
Valor justo (valor presente)	96				Taxa de desconto de 15% a.a.

Fonte: elaborado pelo autor.

With-or-Without (WIWO)

Conforme seu próprio nome evidencia, o WIWO mensura o valor justo de um ativo pela diferença no valor da empresa, com e sem o intangível. Ele traz sob si uma racionalidade semelhante àquela que subjaz o *deprival value*. Em resumo, o avaliador estima um segundo fluxo de caixa livre da empresa como um todo, expurgando os efeitos do intangível; posteriormente, compara com o valor presente dos fluxos de caixa que incluem o ativo. Esse procedimento é descrito na Equação 2.

$$VJ = VP(r1) \sum_{t=0}^t (FCL1) - VP(r2) \sum_{t=0}^t (FCL2) + TAB \quad (2)$$

Sendo,

VJ = Valor justo;

VP = Valor presente;

r = Taxa de desconto (1 = com o ativo, 2 = sem o ativo);

FCL = Fluxo de caixa livre (1 = com o ativo, 2 = sem o ativo); e

TAB = Amortização do benefício fiscal.

Na Tabela 9 é apresentado um exemplo de apuração do valor justo de um contrato com desconto para o fornecimento de matéria-prima, que causa uma redução de 10% no custo total. O contrato tem prazo de vigência de quatro anos, e certamente não será renovado. Por

uma questão de simplificação, essa empresa não tem ativo imobilizado, CAPEX e nem variação no capital de giro. Segue a apuração do valor justo:

Tabela 9 – Exemplo de WIWO

COM	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Comentários
Receita líquida	1.350	1.485	1.634	1.797	Crescimento constante de 10% a.a
Custo	(900)	(990)	(1.089)	(1.198)	Margem líquida de 33,3%
Despesa	(135)	(149)	(163)	(180)	10% da receita líquida
<i>Fluxo de caixa livre</i>	<i>315</i>	<i>346</i>	<i>381</i>	<i>419</i>	
Valor Presente	1.462				Taxa de 15%

SEM	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Comentários
Receita líquida	1.350	1.485	1.634	1.797	Crescimento constante de 10% a.a
Custo	(1.000)	(1.100)	(1.210)	(1.331)	Margem líquida de 25,6%
Despesa	(135)	(149)	(163)	(180)	10% da receita líquida
<i>Fluxo de caixa livre</i>	<i>215</i>	<i>237</i>	<i>260</i>	<i>286</i>	
Valor presente	998				Taxa de 15%
TAB ¹	113				
Valor justo	577				

¹ TAB = *Tax amortization benefits* (ie. Benefício da amortização fiscal). Aqui foi considerada uma vida útil de 4 anos, uma alíquota de 34% sobre o lucro de 34%, e uma taxa de desconto de 15% a.a. A base tributária foi determinada como sendo a diferença no valor presente dos fluxos.

Fonte: elaborada pelo autor.

A mensuração de diversos contratos é realizada por meio do WIWO. Aqueles que ampliam o valor do negócio são denominados contratos vantajosos, por sua vez, quando reduzem, contratos onerosos.

Multi-Period Excess Earnings Method (MEEM)

O *MEEM* define o valor justo de um ativo como sendo o equivalente ao valor presente do lucro adicional gerado pelo mesmo. A aferição deve ocorrer depois de se reduzir a parte nos lucros que é derivada do benefício econômico esperado de outros ativos, os chamados ativos contributórios, exemplos desse tipo de ativo são a capacitação da mão-de-obra, o capital de giro, o imobilizado e as patentes geradas internamente. A sua expressão matemática é apresentada na Equação 3:

$$VJ = VP(r) \sum_{t=1}^t (FCL - CAC's) + TAB \quad (3)$$

Sendo,

VJ = Valor justo;

VP = Valor presente;

r = Taxa de desconto que reflete o risco do ativo;

t = Vida útil do ativo;

FCL = Fluxo de caixa livre projetado (levando em conta curta a taxa de retenção);

CAC's = Ativos contributórios (geralmente, um percentual do lucro operacional após impostos - NOPAT); e,

TAB = Amortização do benefício fiscal.

Para elucidar o modelo, a Tabela 10 exemplificada uma carteira de clientes rotineiros de uma empresa hipotética. A projeção do fluxo de caixa livre levou em consideração a taxa de retenção (i.e., *attrition rate*), exaurindo-se totalmente ao final de quatro anos.

Tabela 10 – Exemplo de MEEM

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Comentários
NOPAT	875	625	375	125	EBIT - TRIBUTOS
CACs					% NOPAT
Capital de giro (5%)	(44)	(31)	(19)	(6)	
Mão-de-obra (2%)	(18)	(13)	(8)	(3)	
Imobilizado (8%)	(70)	(50)	(30)	(10)	
Patentes (15%)	(131)	(94)	(56)	(19)	
Fluxo de caixa livre	595	425	255	85	
VP Fluxo de caixa livre	1.164				Taxa de 15%
TAB ¹	282				
Valor justo	1.446				

¹ TAB = *Tax amortization benefits* (ie. Benefício da amortização fiscal). Aqui foi considerada uma vida útil de 4 anos, uma alíquota de 34% sobre o lucro de 34%, e uma taxa de desconto de 15% a.a. A base tributária foi determinada como sendo a diferença no valor presente dos fluxos.

Um ponto importante na utilização do valor justo durante o processo de alocação do custo de aquisição (PPA) é seu emprego na avaliação de ativos intangíveis sem mercado ativo. Ou seja, nas situações em que a mensuração é baseada em modelos de avaliação (nível 2 e 3).

A maioria dos estudos sobre valor justo se concentra nos ativos financeiros. Segundo Shalev et al. (2007), os resultados das pesquisas sobre o uso de discricionariedade excessiva pelos gestores nessa situação não são conclusivos. Landsman (2007) e Watts (2013) apresentam pesadas críticas quando o “nível 3” de mensuração do valor justo é empregado; segundos os autores, a avaliação possui um nível exacerbado de subjetividade o que a torna muito suscetível à manipulação. Por consequência, a utilização desses valores aumenta o custo de monitoramento dos investidores (Shalev et al., 2013).

2.3. Alocação do custo de aquisição (PPA)

A principal característica do método de aquisição é a mensuração dos ativos adquiridos e dos passivos assumidos pelos seus respectivos valores justos. O IASB e o FASB justificam o uso exclusivo dessa base de mensuração por ser comparável à compra de ativos e assunção de passivos, individualmente. Ademais, defendem que a informação decorrente da utilização do método é mais útil aos usuários na avaliação do evento econômico.¹⁸ A relevância da informação contábil é ampliada pela captura da expectativa de mercado na estimação dos valores justos. Os normatizadores entendem que, de maneira geral, essas mensurações fornecem informações privadas sobre os futuros fluxos de caixa aos usuários, reduzindo a assimetria informacional entre eles.

Shalev (2007) explica que do ponto de vista econômico, um ativo intangível é um elemento sem substância física com potencial de geração de fluxo de caixa no futuro. Quando não existe mercado para o item, em geral, estamos diante de um caso de falta de controle dos benefícios econômicos desse ativo. Muitas vezes, eles tão somente podem ser obtidos em conjunto com outros ativos. Logo, a mensuração se torna menos confiável e verificável.

Diversos estudos contestam o posicionamento normativo dos reguladores quanto ao reconhecimento dos ativos intangíveis pelos seus respectivos valores justos (Ball, 2006; Konodia, Sapra & Venugopalan, 2004; Penman, 2009; Shalev, 2007; Shalev et al. 2007; Skinner, 2008).¹⁹ Um dos maiores problemas recai na falta de confiabilidade da mensuração de ativos intangíveis que não são negociados em um mercado ativo. Por diversas vezes, a mensuração de seu valor justo tem que ser realizada com base em modelos sujeitos a manipulações significativas.

Para Garten (2001) e Penman (2009), o reconhecimento de ativos intangíveis não tem qualquer contribuição ou impacto na avaliação econômica das empresas; sendo que seus benefícios econômicos já estão refletidos na projeção dos fluxos de caixa. Konodia et al.

¹⁸ Segundo o IASB (IFRS 3, BC 23), a maioria dos participantes da consulta pública apoiou a adoção obrigatória do método de aquisição.

¹⁹ Durante o ano de 2014 a IFRS Foundation divulgou um estudo pós-adoção da IFRS 3. Os problemas mais apontados pelos constituintes foram as dificuldades na realização do teste de *impairment*, determinação do valor justo dos *earnouts* e de alguns ativos intangíveis sem mercado ativo (ex. marcas e fidelização de clientes) e a própria definição de negócio.

(2004) e Skinner (2008) argumentam que a divulgação de um valor impreciso é pior do que sua total omissão, pois acaba gerando um ruído que deverá ser eliminado pelos investidores durante suas avaliações.

O CPC 15 – *Combinação de negócios*, uma cópia fidedigna da IFRS 3, não impõe muitas restrições ao reconhecimento de ativos intangíveis identificáveis devido a problemas de confiabilidade em sua mensuração. Segundo Paugam et al. (2015) o conteúdo informacional da alocação do valor justo (PPA) é sistematicamente negligenciado pelos investidores por três motivos:

- a) eles têm a visão que a PPA é apenas o cumprimento *ex post* das regras contábeis, sendo, em geral, divulgada tardiamente;²⁰
- b) os modelos de avaliação utilizados na mensuração dos ativos intangíveis são pouco confiáveis, incorporaram muitas premissas e estimativas que podem conduzir a valores com uma precisão questionável; e
- c) além das avaliações serem imprecisas, elas têm alta potencialidade de estar enviesadas, devido à oportunidade de gerenciamento de resultados fornecida aos gestores.

Na contramão, Kimbrough (2007) defende os critérios de alocação do método de aquisição, apresentando evidências que quanto menor a alocação de mais-valias, pior a reação do mercado. Em outras palavras, ele considera o reconhecimento dos ativos identificáveis pelos seus valores justos como sendo uma informação útil aos investidores. Outro pesquisador que defende a mensuração de todos os ativos intangíveis pelos respectivos valores justos é Lee (2011). Segundo este autor, os benefícios informacionais superam os problemas de confiabilidade.

A alocação deve ser realizada com um olhar na data de aquisição. Desse modo custos pós-aquisição que a adquirente espera incorrer, mas ainda não está comprometida, não representam uma obrigação presente. Trata-se somente de uma obrigação possível, não sendo um passivo.

Por outro lado, segundo Dorata (2009), o procedimento de reconhecer os custos pré-aquisição como parte do custo da aquisição já foi a regra no passado (USGAAP), tendo sido alterado e, agora volta a ser o procedimento prescrito. Esta prática é chamada de *big bath*

²⁰ O item 45 do CPC 15 permite que sejam usados valores provisórios por um período de até 12 meses.

*accounting*²¹: depois que uma provisão é reconhecida, sua liquidação financeira não mais afeta o resultado. Segundo a autora, a volta da prática do não reconhecimento dessa provisão aumenta a transparência na contabilização das combinações de negócios.

Expandindo a discussão sobre passivos, um aspecto interessante do método de aquisição é a necessidade de também avaliá-los pelo respectivo valor justo. Quando se pensa em valor justo de passivos financeiros, temos que ter em mente como funciona sua mensuração. Caso a percepção a respeito do risco da empresa em questão tenha aumentado, a taxa corrente de desconto de mercado será superior à contratual, que por sua vez reflete o risco que existia na data da emissão da dívida. Desse modo, o valor justo do passivo diminui. No caso da PPA, nessa situação o ajuste é uma mais-valia, reduzindo o *goodwill*. A lógica é que a dívida está mais barata do que seu custo de oportunidade ou mesmo do que o valor de uma eventual recompra. Martins e Martins (2015) enfatizam que a existência de dívida economicamente saudável tem valor econômico para o acionista. Na situação inversa, na qual o risco de crédito próprio tenha melhorado, o efeito é o inverso: a adquirente assumiu uma dívida cara, por isso o *goodwill* aumenta (uma menos-valia).

Quando o valor da empresa for significativamente inferior ao custo de aquisição, existirá um forte indício de sobrepreço, essa diferença não representa um ativo (Liz, Vicente & Yehuda, 2012). Tanto as IFRS, quanto o USGAAP não preveem explicitamente a necessidade de ajuste inicial do *goodwill*, o que fica por conta do posterior teste de *impairment* (IFRS 3 & SFAS 141, BC 282). Com base em uma amostra de 2.123 aquisições ocorridas nos Estados Unidos entre 2002 e 2006, esses pesquisadores não encontraram nenhuma empresa que tenha realizado o *impairment* já na data de aquisição. Contudo, utilizando um modelo para detectar a presença de sobrepreço, eles encontraram indícios em 41% da amostra. Assim, os autores afirmaram que se o *goodwill* dessas empresas já fosse reconhecido líquido desse excedente, seu valor contábil inicial seria um melhor preditor do resultado operacional futuro frente ao *goodwill* bruto. Na Tabela 11, há uma síntese dos principais estudos sobre a relevância da informação fornecida por meio do método de aquisição.

²¹ A tradução literal não faz sentido.

Tabela 11 - Pesquisas sobre a relevância do método de aquisição

Pesquisadores	Principais resultados
Liz, Vicent e Yehuda (2003)	O conteúdo informacional do <i>goodwill</i> aumenta caso um eventual sobrepreço já seja expurgado de seu valor contábil inicial.
Dorata (2009)	A reintrodução do conceito de que os custos diretamente relacionados à aquisição não fazem parte de seu custo ampliaram a transparência da contabilização das combinações de negócios nos Estados Unidos.
Lee (2011)	A adoção do SFAS 142 nos Estados Unidos melhorou a fidedignidade do <i>goodwill</i> .
Paugam, Astolfi e Ramond (2015)	A alocação do custo de aquisição fornece informações relevantes sobre a qualidade da aquisição.

Fonte: elaborada pelo autor.

A contabilização das combinações de negócios pelo método da aquisição exige uma quantidade razoável de julgamentos, estimativas e interpretações. Consequentemente, os gestores possuem certo grau de flexibilidade nas suas escolhas contábeis. Segundo Scott (2014), essa discricionariedade contábil acaba facilitando um comportamento oportunista *ex post*; assumindo que, assim como os investidores e os credores, os gestores são agentes racionais, eles podem escolher práticas contábeis para os seus próprios fins.

Dentro desse contexto, algumas pesquisas buscaram identificar fatores que influenciam na alocação do custo das aquisições. Uma das linhas de pesquisa aponta que o *goodwill* não é sistematicamente amortizado, mas a maioria das mais-valias sim, consequentemente, quanto maior for a remuneração variável do CEO, maior será sua “recompensa” por alocar o valor máximo possível como *goodwill*. Nesta linha, alguns estudos no assunto sugerem essa associação (Detzen & Zulch, 2012; Shalev, 2007; Shalev et. al., 2013; Zang & Zang, 2007).

Detzen e Zulch (2012) também entendem que o bônus, que representa a remuneração variável, indica o grau de poder do CEO dentro da companhia. A hipótese do poder gerencial sugere que quanto maior o poder de um executivo, mais ele consegue impor seus desejos dentro da organização. Essa característica amplia consideravelmente a chance de existência de sobrepreço no pagamento das aquisições realizadas durante seu mandato, o que implicaria, por seu turno, em uma maior alocação do custo de aquisição como *goodwill*. Adicionalmente,

os autores sugerem que a intensidade da remuneração variável apenas afeta a alocação quando sua importância ficar dentro de um intervalo percentual de relevância. Quando essa remuneração for muito baixa ou alta, o ganho pessoal não será grande o suficiente para influenciar a escolha de políticas contábeis profícuas. Para a primeira situação, o benefício próprio é muito marginal; já quando a remuneração variável é muito alta, o risco de ser pego é extremamente elevado.

Shalev et. al. (2013) pesquisaram a informação gerada pela alocação do custo de aquisição para os credores. Como os saldos contábeis dos ativos imobilizados podem ancorar a percepção do seu valor como garantia, os autores estudaram e sugeriram que existe uma associação negativa entre o nível de endividamento e o percentual do custo de aquisição alocado ao *goodwill*.

As associações encontradas na literatura são resumidas na Tabela 12:

Tabela 12 - Pesquisas sobre fatores relevante da alocação do *goodwill*

Pesquisadores	Determinante	Associação
Shalev (2007)	% de remuneração variável	Positiva
	Preocupação com o lucro por ação ^a	Positiva
	Risco de <i>impairment</i> ^b	Não significativa
	Alavancagem	Negativa
Zang e Zang (2007)	% de remuneração variável	Positiva
	Idade do CEO	Positiva
Detzen e Zulch (2012)	% de remuneração variável ^{a c}	Positiva
Shalev et. Al. (2013)	Idade ^d	Positiva
	Setor ^d	Positiva

^a As proxies utilizadas foram preço/lucro (*P/E ratio*) e a frequência de acerto na previsão dos analistas de mercado.

^b Utilização de 5 proxies e uma fatorial entre elas. As proxies são:

- diferença entre o valor de mercado e contábil da adquirente ajustado pelo custo da aquisição;
- volatilidade da cotação das ações da adquirente;
- retorno da cotação das ações no último ano;
- retorno da cotação das ações no penúltimo ano; e
- intensidade do gasto com pesquisa e desenvolvimento.

^c Relação na linear, a associação somente é significativa dentre de um intervalo de importância da remuneração variável (100-150% da remuneração fixa).

^d Utilizadas como variáveis instrumentos do “% de remuneração variável”.

Fonte: elaborada pelo autor.

Por fim, discorremos sobre as divulgações relativas às combinações de negócios. Gostaríamos de destacar que a quantidade de divulgação não faz sua qualidade, devendo ser divulgadas nas notas explicativas apenas informações que sejam úteis.²² Em linhas gerais, o CPC 15 prescreve que a divulgação sobre as combinações de negócios deve possibilitar aos usuários avaliar sua natureza e efeito nos fluxos de caixa. Alguns pesquisadores sugerem que as divulgações sobre combinações de negócios têm grande demanda, mas em geral, não são satisfatórias (Glaun, Schmidt, Street & Vogel, 2013; Johansen & Plenborg, 2013).

Segundo Kimbrough (2007) quanto mais extensas forem as divulgações da adquirente sobre os ativos adquiridos e os passivos assumidos, melhores serão as previsões dos futuros fluxos de caixa da operação. Ele sugere que os investidores revisam suas avaliações frente a novas informações evidenciadas nas notas explicativas. O autor ainda complementa que as empresas com grande parte de suas ações detidas por investidores institucionais apresentaram revisões menos acentuadas.

Shalev (2009) estudou quais os determinantes do nível de divulgação das combinações de negócios realizadas no mercado americano. Os resultados obtidos foram em linha com a teoria da divulgação, sinalizando que quanto mais desfavorável for a aquisição (*bad news*), menor tenderá ser o nível de divulgação. Ele sugere que as empresas que divulgaram informações detalhadas exibiram aumento significativo do seu retorno sobre o ativo (ROA) nos dois anos subsequentes ao evento. Os retornos das cotações das ações também apresentaram associação positiva com o nível de divulgação. Em linha com Kimbrough (2007), o pesquisador também afirma que os investidores reagem rapidamente ao conteúdo das divulgações sobre as combinações de negócios.

Além disso, o Shalev (2009) conduziu uma análise muito interessante sobre a aplicação da materialidade na divulgação das combinações de negócio. O principal critério de materialidade encontrado foi a relação entre o custo da aquisição e o ativo total da adquirente. Outros critérios como o valor absoluto do custo da aquisição, sua proporção no valor de mercado e no lucro da adquirente mostraram ter menor relevância nas decisões sobre materialidade.

²² O próprio CPC 26 – *Apresentação das demonstrações contábeis* requer que somente e, tão somente, informações relevantes sejam divulgadas nas notas explicativas. E, ainda, a OCPC 07 – *Evidenciação na divulgação de informação dos relatórios contábeis-financeiros de propósito geral* enfatiza os riscos de uma divulgação muito extensa e sem relevância.

A Tabela 13 resume os principais resultados das pesquisas que identificamos sobre a divulgação de informações a respeito das combinações de negócios.

Tabela 13 - Pesquisas sobre a divulgação das combinações de negócios

Pesquisador	Principais resultados
Glaun, Schmidt, Street e Vogel (2013)	Na média, a divulgação sobre as combinações de negócio (IFRS 3) e os testes de <i>impairment</i> (IAS 36) não atendem os requisitos. O cumprimento depende de variáveis relacionadas à própria empresa e ao país. Um exemplo no nível de país é a manutenção das tradições contábeis, e um exemplo específico da empresa é a contratação de uma auditoria "Big4."
Johansen e Plenborg (2013)	As divulgações exigidas para combinações de negócio (IFRS 3) e os testes de <i>impairment</i> (IAS 36) estão entre as mais demandadas; por outro lado, são caras e pouco satisfatórias.
Kimbrought (2007)	A divulgação de informações sobre as combinações de negócios possui conteúdo informacional; todavia esse é menos acentuado conforme aumenta a participação de investidores institucionais no capital social da adquirente.
Shalev (2009)	O nível de divulgação das combinações de negócios tem associação positiva com a performance futura da adquirida e, negativa com a importância do <i>goodwill</i> em relação ao custo total da aquisição. Quanto aos critérios de materialidade, o com a maior associação ao nível de divulgação foi a relação entre o custo de aquisição e o ativo total da adquirida.

Fonte: elaborada pelo autor.

Embora a maioria dos pesquisadores não neguem que o método de aquisição e suas respectivas divulgações ocasionaram benefícios informacionais aos usuários, a adoção de tal prática, certamente proporcionou um aumento na discricionariedade dos gestores, principalmente na avaliação de ativos intangíveis.

2.4 Goodwill

As pesquisas sobre o *goodwill* são nitidamente divididas em dois períodos. No primeiro, durante o século XX, havia uma preponderância de estudos normativos. Posteriormente, a pesquisa passa a ter foco majoritariamente positivista.

No começo do século passado, Canning (1929, citado por Bloom, 2008) apresentou uma reconciliação que se tornou clássica entre o patrimônio líquido contábil e o valor de mercado de uma empresa, demonstrada na Tabela 14.

Tabela 14 - Reconciliação do patrimônio líquido contábil com o valor de mercado

(=) Patrimônio Líquido Contábil
+/- Ajuste ao valor de mercado de ativos e passivos reconhecidos.
+/- Ajuste ao valor de mercado de ativos e passivos que não estão reconhecidos (ex. patentes, marcas, pesquisas em andamento).
+/- Ajuste ao valor de mercado de direcionadores de valor intangíveis ou deficiências que não atendem às definições de ativos ou de passivo, respectivamente. (ex. moral dos funcionários).
+/- Ajuste ao valor de mercado de planos e oportunidades futuros, bem como os respectivos riscos.
+/- Outros fatores: publicidade, psicologia do mercado e etc.
(=) Valor de Mercado

Fonte: Adaptado de Bloom (2008, p.26)

Segundo Martins (1972) e Bloom (2008), o *goodwill* foi estudado sistematicamente pela primeira vez em 1891, ainda que o termo seja bem mais antigo, existindo referências de 1571. Sendo inclusive citado nos tribunais ingleses pela primeira vez em 1810 conforme transcrito a seguir (caso *Crutwell vs. Lye*, citado em Bloom, 2008, p. 21): “o *goodwill* que foi objeto de venda nada mais é que uma probabilidade de que os antigos clientes irão manter o

relacionamento.”²³. Paton e Littleton definem o *goodwill* precisamente, como sendo (1940, citado em Bloom, 2008):

O valor presente dos lucros anormais - o montante de lucros líquidos futuros em excesso ao lucro suficiente para cobrir os recursos tangíveis empregados por uma taxa de retorno de mercado²⁴. [Grifos nossos] (Bloom, 2008, p.21, tradução livre)

Voltando à reconciliação apresentada na Tabela 14, os dois primeiros itens não fazem parte genuinamente do *goodwill*, pois representam mais-valias contábeis. Do ponto de vista econômico, um agente (e.g. carro, máquina, estoque, etc) só é relevante se produzir retorno econômico; assim, o que é verdadeiramente um “ativo” é o seu potencial de serviços futuros (Martins, 1972). Porém, devido às atuais práticas contábeis, muitos dos ativos não são registrados pelo seu potencial econômico, mas sim pelo seu custo histórico menos eventuais ajustes. No entanto, como o retorno que o investidor busca não é baseado no valor contábil, e sim no valor de mercado. A diferença entre o valor contábil e o de mercado não deveria ser incluída no *goodwill*.

Paton e Littleton desconsideraram ainda os recursos intangíveis - entendemos que a definição deveria ser mais ampla, contemplando todos os recursos econômicos identificáveis pela empresa.

Existem dois tipos de *goodwill*: o gerado internamente (e.g. treinamento e propagandas) e o adquirido em uma combinação de negócios. O primeiro não é aceito pelos órgãos reguladores por diversos motivos, dentre os quais se destaca a falta de confiabilidade na sua apuração. Assim, optamos por restringir nossas análises ao segundo, o *goodwill* adquirido de terceiros.

Conforme já exposto, o *goodwill* adquirido é mensurado residualmente, representando a diferença entre o custo da aquisição e o valor justo do acervo líquido.²⁵ A mensuração está em linha com a definição supracitada de Paton e Littleton, ou seja, o *goodwill* é mensurado como os benefícios econômicos excedentes ao valor justo do acervo líquido dado retorno esperado. Por essa definição, não se suporta a ideia de utilizar o patrimônio líquido contábil.

²³ Original: *The goodwill which has been subject of sale is nothing more than the probability that the old customers will resort the old place.*

²⁴ Original: *the discounted value of the estimated excess earning power – the amount of the net income anticipated in excess of income sufficient to clothe the tangible resources involved with the normal rate of return.*

²⁵ Parte-se da premissa que o custo da aquisição é igual ao valor de mercado da participação adquirida. Martins (1972) nos alerta que, em geral, o vendedor sacrifica o suficiente para induzir o comprador a fechar o negócio.

Os órgãos normatizadores (IASB e FASB) optaram por definir o *goodwill* com base em sua mensuração: “um ativo representando os benefícios futuros decorrentes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, que não são identificados individualmente e reconhecidos separadamente” [grifos nossos] (Apêndice A - *Definições*, CPC 15)

Nas bases de conclusão das IFRS 3 e do SFAS 141, frutos de um projeto conjunto entre o IASB e o FASB, os conselheiros enumeraram componentes que são universalmente aceitos na literatura pertinente ao assunto:

- a) lucros anormais;²⁶
- b) sinergias;
- c) erros na mensuração da contraprestação transferida ou do valor justo dos ativos líquidos; e
- d) sobrepreço.

Ding, Richard e Stolowy (2008) apresentam uma explicação histórica da contabilização do *goodwill* nos países ocidentais, levando em conta a evolução na estrutura de propriedade das empresas. O horizonte temporal da pesquisa inicia-se em 1880 e avança até os dias atuais, identificando quatro fases distintas, apresentadas cronologicamente:

- a) estática (baixa imediata contra o resultado): no período inicial do estudo não havia segregação entre os acionistas e os gestores. A maior preocupação recaía na proteção e durabilidade dos ativos tangíveis, em linha com o interesse de eventuais credores (exclusivamente os bancos). À época o padrão era baixar rapidamente o *goodwill*, concentrando a atenção nos ativos tangíveis;
- b) estática enfraquecida (baixa imediata contra o patrimônio líquido): conforme aumentou a influência dos bancos, surgiu uma demanda pela baixa do *goodwill* ser realizada diretamente contra o patrimônio líquido, não mais afetando o lucro das empresas;
- c) dinâmica (amortização): com o desenvolvimento do mercado financeiro, apareceram os investidores profissionais, e passaram então a existir acionistas minoritários relevantes, com orientação de médio prazo, que não buscavam o retorno num horizonte demasiadamente longo. Influenciado por esse novo perfil de estrutura de propriedade, o *goodwill* começou a ser visto como um ativo com valor econômico, e

²⁶ Representa a parcela do lucro esperado que supera o custo do capital próprio da adquirida.

que deveria ser amortizado sistematicamente durante o prazo de aproveitamento do seu benefício;

- d) atuarial (somente teste de *impairment*): com o passar do tempo, despontou a ocorrência do controle disperso. Assim, a separação entre a gestão e os investidores ganha relevo. O foco da contabilidade mudou para o seu conteúdo informacional (*information approach*), e a amortização periódica começou a ser vista como sendo pouco informativa. Afinal, por diversas vezes alegou-se que o *goodwill* não perdeu seu potencial econômico, e seu valor não deveria ser reduzido, nem tampouco impactar negativamente o resultado do grupo econômico. Começa, então, a fase em que o *goodwill* passa a ser realizado exclusivamente por meio do teste de *impairment*. Em outras palavras, ele somente deve ser baixado conforme as expectativas acerca dos seus futuros benefícios econômicos se reduzem.

A Figura 13 traz um resumo gráfico da evolução na contabilização do *goodwill*.

Figura 13 - Evolução da contabilidade do *goodwill*

Fonte: elaborada pelo autor.

A literatura contemporânea sobre o *goodwill* concentra-se majoritariamente em modelos econométricos que verificam a relevância de seu valor contábil e, principalmente, da despesa decorrente da sua realização (i.e., *impairment* vs. amortização). Usando a emissão dos SFAS 141 e do SFAS 142, Lee (2011) comparou o *goodwill* em ambos os períodos - um com amortização, e outro, somente *impairment* - encontrando evidências de que a mudança de política contábil melhorou a acurácia das projeções dos fluxos de caixa realizadas pelos analistas. Entretanto, o autor dá muita ênfase à introdução do teste de *impairment*, mas não explora com a devida profundidade uma explicação alternativa de que o expurgo das mais-valias dos ativos líquidos de dentro do *goodwill* venha a ser o principal motivo para a melhoria da informação. Desse modo, é difícil comparar o impacto da informação do

impairment contra a amortização, pois há também, concomitantemente, a diferença do reconhecimento das mais-valias.

Nesse sentido, em 2005, quando a Austrália e a Suécia adotaram as IFRS, em 2005, a utilização do método de aquisição já era prevista anteriormente em seus ordenamentos contábeis, porém com uma amortização sistemática do *goodwill*. Assim, a mudança se restringiu exatamente ao mecanismo de realização do *goodwill*, trocando a amortização pelo *impairment*. Pesquisas realizadas em ambos os países apresentaram resultados convergentes, apontando que o *goodwill* aumentou de valor e que a despesa subjacente caiu (Chalmers, Godfrey & Webster, 2011; Hamberg, Paananen & Novak, 2011).

Outro estudo australiano avaliou a utilidade do *goodwill* na acurácia das previsões dos analistas após a adoção das IFRS, sugerindo que a informação proporcionou melhora nas previsões (Chalmers, Clinth, Godfrey & Wei, 2012). Por outro lado, uma recente pesquisa destacou a pressão que as mais-valias dos ativos exercem sobre o lucro pós-aquisição, apontando que a maioria delas não é devidamente incorporada na estimativa dos analistas (Dyckson, Wangerin & Wild, 2016).

Entre 1982 e 1998 a magnitude da amortização do *goodwill* aumentou muito nas companhias americanas, indo de uma média de 1,4% para uma de 7,8% do lucro líquido (Jennings, Robinson, Thompson II & Durval, 1996; Jennings, LeClere & Thompson, 2001). Nessa época, o USGAAP não fixava a vida útil do *goodwill*, apenas estipulava um limite máximo de 40 anos, determinando que o prazo deveria ser coerente com o dos ativos adquiridos. Na prática, sua determinação era influenciada por motivos contratuais, políticos e pelo mercado de capitais. Geralmente, as empresas que ofereciam aos gestores remuneração baseada no lucro e possuíam uma alta alavancagem adotaram vidas úteis dilatadas para a amortização do *goodwill*. Por outro lado, Skinner (1993) sugere que as empresas muito lucrativas e com capacidade de absorver rapidamente o saldo do *goodwill*, tende-se a optar por prazos menores.

A Tabela 15 sintetiza as principais pesquisas publicadas nos últimos anos a respeito do valor contábil do *goodwill* e dos outros ativos intangíveis reconhecidos nas combinações de negócios. É notória a presença de pesquisa sobre o *value relevance* desses itens: existe consenso de que o valor contábil do primeiro é relevante; para o último, todavia, as pesquisas

não são conclusivas. Por fim, sua relevância também guarda relação com a qualidade da divulgação sobre a aquisição que originou o *goodwill*.

Tabela 15 - Pesquisas sobre a mensuração do *goodwill*

Pesquisadores	Assunto	Principais resultados
Lee (2011)	Acurácia da previsão dos analistas	A adoção do SFAS 142 nos Estados Unidos melhorou a acurácia da previsão dos analistas. ^a
Chalmers, Clint, Godfrey e Wei (2012)	Acurácia da previsão dos analistas	A adoção do método de aquisição melhorou a acurácia da previsão dos analistas na Austrália. ^b
Dahmash, Durand e Watson (2009)	<i>Value relevance</i>	Tanto o <i>goodwill</i> como os outros ativos intangíveis identificáveis têm valores relevantes e pouco confiáveis. A contabilização do <i>goodwill</i> tende a ser muito conservadora e a dos outros ativos agressiva.
Aharony, Barniv e Falk (2010)	<i>Value relevance</i>	O valor do <i>goodwill</i> é relevante, sendo mais <i>timely</i> ^c em jurisdições com um alto nível de <i>enforcement</i> .
Sahut, Boulerne e Teulon (2011)	<i>Value relevance</i>	Os ativos intangíveis relacionados ao IFRS 3 são menos relevantes que os outros ativos intangíveis.
Amel-Zadeh, Faase e Meeks (2013)	<i>Value relevance</i>	O valor do <i>goodwill</i> é relevante, principalmente no ano da aquisição.
Laghi, Mattei e Di Marcantonio (2013)	<i>Value relevance</i>	O valor do <i>goodwill</i> é relevante.
Babokardous e Rimmel (2014)	<i>Value relevance</i>	A pesquisa se concentra em países não anglo-saxões, que possuem maiores problemas com a utilização do valor justo. Nesses países, o valor do <i>goodwill</i> apenas se mostrou relevante nas empresas com um alto nível de divulgação.

Pesquisadores	Assunto	Principais resultados
Su e Wells (2014)	<i>Value relevance</i>	O valor do <i>goodwill</i> é relevante, porém os dos outros ativos intangíveis relacionados ao IFRS 3 não são.
Dickson, Wangerin e Wild (2016)	Acurácia da previsão dos analistas	A mais-valia dos ativos pressiona negativamente o lucro pós-aquisição. Em adição, o efeito das mais-valias não é adequadamente incorporado na previsão dos analistas.

^a Esta norma contábil obrigou a adoção do método de aquisição para todas as combinações de negócios.

^b A nova legislação apenas alterou a realização do *goodwill*, de amortização sistemática para exclusivamente por *impairment*. O reconhecimento dos ativos e passivos da adquirida pelo valor justo já era obrigatório.

^c Tradução literal: oportuna ou tempestiva.

Fonte: elaborada pelo autor.

Shepardson (2013) sugere que empresas cujos os membros do comitê de auditoria tenham experiência prévia em assuntos relacionados tendem a reconhecer perdas por *impairment* do *goodwill* com maior frequência. Nas empresas em que o diretor financeiro (CFO) tem experiência prévia com aquisições, as perdas por *impairment* também são mais frequentes, menores e de maior impacto na cotação de das ações da companhia. Em contraste, para o presidente (CEO) com esse mesmo histórico, os resultados foram outros: em linha com a teoria de agência, quando da existência de experiência prévia a probabilidade de reconhecimento de *impairment* do *goodwill* é menor (Brochet & Welch, 2011). Ainda sobre o CEO, quando ele está no cargo há pouco tempo, a probabilidade do reconhecimento de perda por *impairment* é maior (AbuGhazaleh, All-Hares & Roberts, 2011).

Siggelkow e Zuelch (2013) estudaram o *impairment* de ativos não circulantes como um todo, incluindo o *goodwill*, para uma amostra de 1.300 companhias de 15 países europeus. Eles sugeriram que as determinantes da probabilidade de ocorrência de perda por *impairment* e de sua magnitude são diferentes dentro da amostra, os resultados se diferenciaram de acordo com o nível local de *enforcement* (considerando haver baixo nível na Espanha, Grécia, Itália e Portugal).

Diversas pesquisas sugerem que quando existe sobrepreço no custo de aquisição, a probabilidade de *impairment* aumenta (Gu & Lev, 2011; Li, Shroff, Venkatamaraman & Zhang, 2011; Loante, 2013). Mas como não é possível observar diretamente o pagamento de sobrepreço, as pesquisas se utilizam de fatores que tenham associação com essa contraprestação a maior - os principais determinantes utilizados pelos pesquisadores são:

- a) uso de ações próprias como forma de contraprestação;
- b) prêmio pago sobre o patrimônio líquido (i.e., o múltiplo da operação);
- c) percentual de *goodwill* em relação ao custo total da aquisição;
- d) ausência de sinergia; e
- e) estrutura de governança corporativa.

A Tabela 16 resume os principais resultados das pesquisas mais recentes sobre os fatores determinantes da probabilidade de reconhecimento de perda por *impairment* do *goodwill*.

Tabela 16 - Pesquisas sobre os fatores determinantes das perdas *impairment* do *goodwill*

Pesquisadores	Determinantes significativos
Verriest e Gaeremynck (2009)	Lucratividade, crescimento das vendas e nível de governança corporativa.
AbuGhazaleh, Al-Hares, Roberts (2011)	Nível de governança corporativa e presidente (CEO) no cargo a pouco tempo.
Brochet e Welch (2011)	Diretor financeiro (CFO) e presidente (CEO) com experiência em operações similares .
Gu e Lev (2011)	Sobrepreço <ul style="list-style-type: none"> a) quantidade de aquisições; e b) percentual de <i>goodwill</i> em relação ao custo da aquisição).
Li, Shroff, Venkatamaraman e Zhang (2011)	Sobrepreço <ul style="list-style-type: none"> a) uso de ações próprias como forma de contraprestação; b) prêmio pago; c) ausência de sinergia; e d) nível de governança. Lucratividade e crescimento das vendas.
Olante (2013)	Sobrepreço <ul style="list-style-type: none"> a) uso de ações próprias como forma de contraprestação; b) prêmio pago; e c) percentual de <i>goodwill</i> em relação ao custo da aquisição.

Pesquisadores	Determinantes significativos
Shepardson (2013)	Membros do comitê de auditoria com experiência em operações similares.
Siggerlkow e Zulch (2013)	Nível de <i>enforcement</i> .

Fonte: elaborada pelo autor.

Outro assunto que está sendo pesquisado com grande intensidade é o *timeliness*²⁷ das perdas por *impairment*. Se tais perdas forem reconhecidas no momento adequado, trarão novas informações privadas aos participantes do mercado. No caso do *impairment* ser muito tardio, nada vai adicioná-los, a cotação das ações já vai ter capturado esta desvalorização - antes mesmo do reconhecimento contábil da perda. Lembrando que a contabilidade é apenas uma das fontes de informação a respeito das empresas, competindo com as demais.

Algumas pesquisas indicam que o reconhecimento da perda é defasado em relação ao evento econômico e, até chegam a insinuar, que a própria desvalorização das ações é um dos gatilhos que ocasionam o reconhecimento da perda por *impairment* (Chen, Kohlbeck & Warfield, 2008; Kim, Lee & Yoon, 2013). A Tabela 17 resume as pesquisas mais recentes sobre o *value relevante* e o *timeliness* da perda por *impairment* do *goodwill*.

Tabela 17- Pesquisas sobre o *timeliness* da perda por *impairment* do *goodwill*

Pesquisadores	Principais resultados
Chen, Kohlbeck, e Warfield (2008)	O mercado antecipa parte da perda por <i>impairment</i> . Assim, quando do seu reconhecimento contábil, a desvalorização já está incorporada na cotação, sendo defasada (<i>timely</i>).
Liberatore e Mazzi (2010)	A perda por <i>impairment</i> traz novas informações ao mercado. Todavia, seu efeito não é imediato, demorando um certo período de tempo para ser incorporada na cotação das ações das empresas.
Chalmers, Godfrey e Webster (2011)	Na Austrália, após a adoção obrigatória do modelo de perda por <i>impairment</i> no lugar da amortização, a relevância e persistência do lucro melhoraram. Por outro lado, não houve o mesmo efeito no patrimônio líquido.

²⁷ Tradução literal: tempestividade.

Pesquisadores	Determinantes significativos
Li, Shroff, Venkatamaraman e Zhang (2011)	A perda por <i>impairment</i> está associada a uma reação negativa na cotação das ações das empresas.
Xu, Anandarajan e Curatola (2011)	O valor da perda por <i>impairment</i> fornece informações adicionais ao mercado, principalmente a respeito de empresas lucrativas.
AbuGhazaleh, Al-Hares e Haddad (2012)	A perda por <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> de uma empresa está associada a uma reação negativa na cotação das suas ações.
Laghi, Mattei e Di Marcantonio (2013)	A perda por <i>impairment</i> está associada a uma reação negativa na cotação das ações das empresas.
Amel-Zadeh, Faase e Meeks (2013)	A perda por <i>impairment</i> está associada a uma reação negativa na cotação das ações das empresas.
Kim, Lee & Yoon (2013)	A adoção da realização do <i>goodwill</i> afetou negativamente o <i>timely</i> da divulgação da informação.
Glaum, Schmidt, Street e Vogel (2015)	As perdas por <i>impairment</i> apresentaram maior <i>timeliness</i> em países com alto nível de <i>enforcement</i> . Em países onde ele é fraco, em geral, a perda foi reconhecida tardiamente.
Hamberg, Paananen & Novak, 2011	O valor da perda por <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> não foi relevante, não apresentando associação com o retorno da cotação das ações das empresas.

Fonte: elaborada pelo autor.

Algumas pesquisas também apontam no sentido de que o nível de divulgação sobre o teste de *impairment* do *goodwill* não é satisfatório, principalmente quanto às principais premissas utilizadas na apuração do valor recuperável (Camodeca, Almice & Bernardi, 2013; Carlin & Finch, 2010).

Ao revisar a literatura é notória a contemporaneidade dos estudos sobre os determinantes e o *timeliness* das perdas por *impairment*. Porém, as pesquisas não apresentaram conclusões muito congruentes, variando conforme o mercado e a metodologia aplicada. Nos parece claro que o *impairment* tem maior conteúdo informacional ao mercado do que a amortização sistemática, mas certamente sua ocorrência, valor e momento não são determinados exclusivamente por fundamentos econômicos.

3. HIPÓTESES DE PESQUISA

As hipóteses desta pesquisa assumem que o *goodwill* é explicado pelos componentes que são elencados no normativo contábil sobre combinações de negócios.²⁸ Em adição, consideramos os padrões de alocação esperados conforme o segmento de atuação das empresas envolvidas na transação.

A formulação das hipóteses também levou em conta a estrutura hierárquica dos dados, ou seja, que existem determinantes do valor relativo do *goodwill* que estão associadas a características de um nível superior ao da aquisição em si, afetando todas as combinações de negócios realizadas por empresas pertencentes a um mesmo segmento econômico. A Tabela 18 identifica as variáveis consideradas nesta pesquisa:

Tabela 18 - Justificativa e nível hierárquico das hipóteses

Justificativa	Nível	Variável
Lucros anormais	Segmento	<i>Market-to-book ratio</i>
Padrão esperado da mais-valia	Segmento	% de ativo imobilizado médio
	Companhia	Remuneração variável
Discrecionabilidade contábil	Companhia	Número de analistas
	Companhia / Aquisição	Relevância da aquisição
	Aquisição	Entrega de ações próprias
Sobrepreço	Aquisição	Aproveitamento fiscal

Fonte: elaborada pelo autor.

A seguir serão apresentadas as quatro hipóteses desta tese, elas seguem a estrutura sugerida por Bryk e Raudenbush (2006). Inicialmente, as duas primeiras verificam a existência de uma estrutura hierárquica, uma delas testa a existência de diferenças na alocação entre as aquisições ocorridas em segmentos distintos (H1), e a seguinte, entre as aquisições de

²⁸ IFRS 3 – *Business combination*, BC 313 a 316.

um mesmo segmento (H2). A não rejeição de ambas as hipóteses indica que nossa amostra possui características de estrutura de grupo, na qual faz sentido utilizar um Modelo Hierárquico Linear (HLM). A formulação dessas duas hipóteses iniciais é a seguinte:

H1: Há variabilidade significativa no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre as aquisições envolvendo empresas de segmentos econômicos diferentes.

H2: Há variabilidade significativa no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre as aquisições envolvendo empresas de um mesmo segmento econômico.

A próxima hipótese (H3) se refere aos fatores específicos da aquisição e da adquirente. De acordo com a estrutura que sugerimos, eles estão relacionados à discricionariedade contábil dos gestores e ao pagamento de sobrepreço. Sua formulação é a seguinte.

H3: Há características das aquisições ou específicas da adquirente que explicam a variação do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre as aquisições envolvendo empresas de um mesmo segmento econômico.

Acreditamos que existam fatores incentivadores e outros limitadores da utilização oportuna da discricionariedade contábil pelo gestor na avaliação da mais-valia durante o processo chamado de alocação do custo de aquisição (PPA). Esses fatores são ligados à empresa e não à aquisição por ela realizada. Com base na teoria da agência, a hipótese do plano de incentivos (Watts & Zimmerman, 1986) pode explicar parte da magnitude do *goodwill* nas operações da nossa amostra, sendo a importância da remuneração variável no pacote de benefício da diretoria da adquirente a variável escolhida para representá-la.

A coerência dessa associação está no fato de o *goodwill* não ser amortizado sistematicamente - o atual modelo de realização exclusiva por meio do teste de *impairment* possui níveis significativos de discricionariedade e flexibilidade, assim como pouca

constância (Detzen & Zuelch, 2012; Shalev, 2007; Shalev et al., 2013). Adicionalmente, parte expressiva da mais-valia se refere à ativos depreciáveis ou amortizáveis, o que afeta diretamente, negativamente e sistematicamente o lucro líquido da entidade adquirente. Desse modo, os gestores têm motivadores econômicos para sobreavaliar o *goodwill*, uma vez que tal atitude possivelmente aumentará sua remuneração variável. A própria hipótese do plano de incentivos sugere que quando os gestores têm parte relevante de sua remuneração atrelada ao resultado da empresa, existe presente um estímulo para ampliar o lucro por meio do emprego da discricionariedade contábil (Watts & Zimmerman, 1986). Inclusive, em pesquisa conduzida por Ramanna e Watts (2012) é indicado que quanto maior o *goodwill*, maiores serão os lucros pós-aquisição.

Shalev et al. (2013) estudaram a relação entre a relevância da remuneração variável no pacote de benefícios do CEO e a parcela do custo de aquisição alocado ao *goodwill* no contexto do mercado americano, seus resultados indicaram haver uma associação positiva entre essas variáveis. Ao testarem essa mesma hipótese no ambiente europeu, Detzen & Zuelch (2012) chegaram a conclusões semelhantes, sugerindo ainda que o bônus indica o grau de poder do CEO dentro da companhia, o que amplia a chance de existência de sobrepreço no pagamento das aquisições realizadas durante o seu mandato.

Esta pesquisa também incorpora dois limitadores de um comportamento oportunista por parte dos gestores. O primeiro deles é o número de analistas que acompanham a empresa. Ele representa o nível de sofisticação do investidor (Ayers & Freeman, 2003; Bartov, Radhakrishnan & Krinsky, 2000; Bonner, Walther, Walther & Young, 2003; Callen, Hope & Segal, 2005; Yo, 2013). Assume-se que quanto maior a quantidade de analistas, mais esforços os gestores envidarão para apresentar a aquisição do modo mais atraente possível, algo conhecido na linha inglesa com “*window dress*”²⁹ (Shalev, 2007). Por outro lado, o mesmo pesquisador nos alerta que provavelmente também haverá um escrutínio maior na análise dessa operação. Como existem incentivos para ambos os sentidos, o sinal da associação é incerto.

O segundo limitador do comportamento oportunista é a relevância da operação para o adquirente. Segundo Shalev et al. (2013), quanto mais relevante for a operação, maior será a importância dela nas decisões corporativas da adquirente, e assim o escrutínio das partes

²⁹ Tradução literal: Vestido janela [*sic*]; melhor definido como “embelezar”.

afetadas também deverá ser mais rigoroso. Por isso, sugerimos que quanto maior for a relevância do investimento, menor deve ser a proporção do *goodwill*.

Em relação a eventuais sobrepreços, esperamos que tenham associação positiva com o montante do *goodwill*, que é mensurado pela diferença entre o custo de aquisição e o valor justo dos ativos líquidos, sendo que o último elemento não tem relação direta com o sobrepreço. Decidimos por utilizar duas características que aumentam a possibilidade de sobrepreço: o uso de ações próprias como uma das formas de contraprestação e o aproveitamento fiscal do *goodwill*.

Avaliamos o efeito da opção pela emissão de novas ações como uma das formas de contraprestação, diversos estudos indicam estar associado à existência de sobrepreço no custo de aquisição (Dorata, 2009; Gu & Lev, 2011; Li et. al., 2011; Olante, 2013; Shalev et al., 2013). O emprego desse mecanismo no Brasil tem uma notória vantagem tributária, tendo em vista o possível benefício fiscal da amortização do *goodwill*, sem o respectivo dispêndio de caixa. Por outro lado, tal prática dilui a participação dos acionistas, tendo potencial de lesar principalmente os minoritários. Logo, grande parte do ônus da aquisição é suportado pelos acionistas e não pela empresa. Algumas pesquisas apontam a existência de associação positiva entre o percentual de *goodwill* e a utilização da emissão de novas ações como forma de contraprestação (Shalev, 2007; Shalev et al., 2013). Vislumbramos encontrar uma associação positiva entre o percentual do custo da aquisição alocado como *goodwill* e a presença desta forma de pagamento.

Diferentemente dos outros estudos sobre o assunto de que temos conhecimento, incluímos nesta pesquisa uma determinante que acreditamos ser significativa, ao menos no contexto brasileiro, a dedutibilidade fiscal do *goodwill*. Partimos da premissa que caso a aquisição resulte em benefícios tributários, estes estarão precificados, mas não serão reconhecidos como uma mais-valia, logo, o efeito tributário é um componente do *goodwill*.

Com a promulgação da Lei 9.532/97, o saldo do *goodwill* mensurado de acordo com os preceitos do Decreto-Lei 1.598/76 e posteriores alterações se tornou dedutível, desde que viesse a ocorrer a absorção do patrimônio de outra entidade, em virtude de incorporação, fusão ou cisão.³⁰

³⁰ Alguns países permitem a dedutibilidade do *goodwill*, variando o prazo mínimo e o percentual permitido (ex. Alemanha, Canadá, Espanha, Estados Unidos, Holanda, Índia, Itália, Japão e Rússia). Outros países não

Até 2013, os valores atribuídos ao *goodwill*, societário e fiscal, não precisavam ser iguais, embora as demonstrações financeiras preparadas para fins societários poderiam vir constituir um elemento de prova (Mosquera & Freitas em Mosquera & Lopes, 2011). Entretanto, com a promulgação da Lei 12.973/14, os valores têm que ser idênticos, inclusive um mesmo laudo técnico sustenta ambas as contabilidades.³¹

À primeira vista, caso a adquirente tenha realizado algum tipo de reestruturação societária, fazendo assim jus à dedutibilidade do *goodwill*, a sua magnitude será maior. Todavia, devido à exposição que o *goodwill* pode ter, a depender de sua relevância, a associação pode acabar até sendo inversa, em linha com a hipótese dos custos políticos (Watts e Zimmerman, 1986).

Por fim, acreditamos que existam padrões comuns de alocação do custo de aquisição (PPA) conforme o segmento econômico de atuação das empresas envolvidas na combinação. Assim, a quarta e última hipótese desta tese é formulada da seguinte maneira:

H4: Há características específicas do segmento econômico que explicam a variação do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre empresas de segmentos econômicos diferentes

Em geral, como um dos ajustes mais significativos é no ativo imobilizado, utilizamos seu percentual em relação ao ativo total médio das empresas de cada um dos segmentos (Zhang & Zhang, 2007). Essa variável buscou representar o padrão de alocação do custo de aquisição como mais-valia conforme o segmento econômico das empresas envolvidas.

Não encontramos um instrumento confiável e disponível para a expectativa de lucros anormais da amostra no nível da combinação de negócio, mas apenas para a perspectiva econômica do segmento econômico de atuação da adquirente como um todo. Por isso

permitem (ex. Austrália, Áustria, China, França, México e Reino Unido e Turquia). Legislações vigentes em julho/2016. Fonte: <http://www.taxamortisation.com/tax-amortisation-benefit.html>, acessado no dia 25 de julho de 2016.

³¹ Existem conciliações pontuais a serem realizadas, destacando-se o estorno dos impostos diferidos para fins fiscais. Uma vez que as mais-valias serão incorporadas aos respectivos ativos e passivos, não existiria mais as chamadas diferenças temporárias. Outro efeito se refere aos pagamentos contingentes (*earnout*) ainda não liquidados.

utilizamos a relação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido agregado das empresas de cada um dos segmentos (*market-to-book value*) – em outras palavras, o múltiplo patrimonial anual do segmento como um todo. A variável tenta capturar as oportunidades e as perspectivas de crescimento (Paugam et al., 2015; Shalev et al., 2013).

Outra interação que foi testada no decorrer das análises foi quanto à existência de efeitos aleatórios na interação das variáveis de 2º nível com as variáveis de 1º, seja seu intercepto ou seu coeficiente. A associação dos fatores de primeiro nível com o percentual de *goodwill* pode não ser linear entre os segmentos.

Cabe ainda reconhecer que as aquisições são um fenômeno complexo e difícil de ser compreendido somente por meio de modelos econométricos. Admitimos, portanto, que existem diversos outros fatores, inclusive não econômicos, que não foram aqui contemplados.

4. METODOLOGIA

Este capítulo contém duas seções, na Seção 4.1 é apresentada a amostra, e na Seção 4.2 as variáveis do modelo econométrico.

4.1.4 Amostra e coleta de dados

A pesquisa contempla todas as combinações de negócios realizadas e divulgadas pelas 113 empresas integrantes do Índice Brasil Amplo (IBr-A) de 1º de janeiro de 2009 até 31 de dezembro de 2015.³² Durante a pesquisa foram avaliadas 729 empresas/ano e coletadas manualmente informações a respeito de 442 aquisições. Os dados utilizados neste trabalho foram extraídos das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), dos Formulários de Referência (FR), da plataforma Thompson Reuters (TR) e, eventualmente, de outros *sites* da internet.

O estudo começa com as demonstrações contábeis de 2010, que foi o ano da adoção integral das IFRS no Brasil.³³ Como todas as aquisições ocorridas em 2009, que é o período comparativo do balanço de abertura, também foram contabilizadas pelo método de aquisição, resolvemos considerar as operações ocorridas nesse exercício social, evitando a necessidade de atribuir uma janela de tempo arbitrária para a pesquisa.

A escolha do IBr-A funda-se no fato de ser o mais abrangente dos índices da bolsa de valores doméstica, compreendendo 32% das empresas listadas na BM&FBovespa. Grande parte das companhias fora do índice apresentam um volume de negociação inexpressivo. Não temos o objetivo aqui de generalizar os resultados para o mercado de capitais brasileiro como um todo, nem tampouco para todas as empresas não listadas. Como não utilizamos uma amostra aleatória, mas sim baseada na liquidez dos títulos negociados na bolsa de valores, qualquer generalização exige muita parcimônia.

³² Na data-base de 08/09/2015. A listagem das empresas da amostra é apresentada no Apêndice A.

³³ O processo de adoção das IFRS no Brasil ocorreu em duas etapas (2009 e 2010). O CPC 15 – *Combinações de negócio* teve sua vigência para o exercício social de 2010.

A Tabela 19 apresenta a divisão das companhias avaliadas entre 6 setores e 39 segmentos econômicos. Os segmentos foram definidos em função da estrutura esperada de alocação do custo de aquisição, exceto pelo setor *outros*, composto por empresas que atuam em atividades nas quais entendemos que aquisições não são recorrentes, e por *holdings* de investimento que não operam em um único setor. Durante a coleta de dados, consideramos apenas os anos nos quais a empresa já tinha ações negociadas na bolsa.

Tabela 19 – Quantidade de empresas da amostra por setor e segmento econômico

<u>Concessões (19%)</u>	<u>22</u>	<u>Financeiro (11%)</u>	<u>13</u>	<u>Bens não de consumo (17%)</u>	<u>19</u>
Energia elétrica	13	Bancos	7	Petróleo e gás	4
Rodoviário	3	Seguradoras	3	Madeira e papel	4
Telefonia	3	Serviços financeiros	3	Mineração	1
Saneamento básico	2			Siderurgia	4
Ferroviário	1			Indústria pesada	6
<u>Bens de consumo (22%)</u>	<u>24</u>	<u>Serviço (16%)</u>	<u>18</u>	<u>Outros (15%)</u>	<u>17</u>
Carne e derivados	3	Serviços educacionais	5	Shopping center	3
Agricultura	1	Tecnologia da informação	3	Incorporação imobiliária	10
Açúcar e etanol	2	Serviços médicos	3	Holding diversificada	2
Cerveja e refrigerante	1	Transporte	3	Construção civil	2
Cigarro	1	Programa de fidelização	2		
Calçados	2	Corretora de seguro	1		
Comércio	11	Turismo	1		
Indústria: comércio	2				
Restaurante	1				

Fonte: elaborada pelo autor

Conforme evidenciado na Figura 14, não se verifica concentração demasiada de empresas em alguns setores específicos, em detrimento da representatividade de outros. Os setores econômicos mais representativos foram o de *concessões* e o de *bens de uso*, que juntos representam 41% da amostra.

Figura 14 - Distribuição das empresas por setor

Fonte: elaborado pelo autor.

Ainda pela Tabela 19, nota-se uma ampla diversidade de segmentos econômicos, cada qual com suas idiossincrasias. Destacamos a quantidade de empresas nos segmentos de *bancos*, *energia elétrica* e *incorporação imobiliária*, que juntas, representam 27% das empresas da amostra. O setor de *bens de consumo* apresentou o maior número de segmentos econômicos, com 13 distintos. Os segmentos com maiores destaques foram o de *carnes e derivados* e o de *serviços educacionais*, o primeiro com 4 empresas e 49 aquisições, e o segundo com 5 empresas e 55 aquisições. Lembrando que existe certo grau de subjetividade na determinação dos setores e segmentos econômicos.

Conforme a Tabela 20 e as Figuras 15 e 15, o exercício social com maior número de combinações de negócio foi 2011. E, os setores de *bens de uso* e de *serviços* concentraram a maior parte das operações, totalizando 57% delas. Na média, tem-se 3,9 aquisições por empresa durante o período da pesquisa.

Tabela 20 - Distribuição da população

Setor	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Concessões	2	8	19	12	5	9	4	59
Financeiro	8	7	6	4	3	6	2	36
Bens não de uso	13	17	18	11	8	6	8	81
Bens de uso	10	16	26	15	26	13	18	124
Serviços	2	6	25	27	29	19	18	126
Outros	1	2	6	4	2	1	0	16
Total	36	56	100	73	73	54	50	442
Número de empresas	85	95	102	105	114	114	114	729

Fonte: elaborada pelo autor.

Figura 15 - Distribuição da população por ano

Figura 16 - Distribuição da população por setor

Posteriormente à identificação e a coleta de dados sobre todas as combinações de negócios, foram excluídas as operações que não são adequadas para a nossa pesquisa por apresentaram:

- a) ganho por compra vantajosa;
- b) uma concessão de serviço público como a adquirente, ou que tenha o *goodwill* igual zero;
- c) Ausência de contraprestação;
- d) informações insuficientes; ou
- e) *goodwill* superior a 200% do custo da aquisição.

Assim, de uma amostra inicial com 442 observações, após as exclusões o tamanho foi para 307. A Tabela 21 apresenta a conciliação entre a amostra com todas as combinações de negócios e as operações que foram efetivamente utilizadas em nossa pesquisa. Essa mesma conciliação também é representada graficamente na Figura 17.

Tabela 21 - Reconciliação da amostra

Total de combinações de negócios	442
(-) Compras vantajosas ^a	(41)
(-) Concessões e afins ^{a b}	(55)
(-) Sem <i>goodwill</i>	(17)
(-) Sem contraprestação ^a	(4)
(-) Sem informações suficientes	(9)
(-) <i>Goodwill</i> superior a 200% do custo da aquisição	(9)
Amostra utilizada	307

^a Existem duas operações que são simultaneamente compras vantajosas e concessões e afins. Ambas foram classificadas como compras vantajosas.

^b Existe uma operação envolvendo uma concessão sem contraprestação. Ela foi classificada como concessões e afins.

Figura 17 - Conciliação entre a população e a amostra

Fonte: elaborada pelo autor.

As operações que resultaram em compra vantajosa representaram 9,3% de todas as combinações de negócios. Conforme aponta a Tabela 22, elas têm maior concentração no setor de *bens não de uso*, e menor frequência no de *serviços*.

Tabela 22 – Combinações de negócios com compra vantajosa por setor

Setores	Quantidade	%
Concessões	4	9,8
Financeira	4	9,8
Bens não de uso	14	34,1
Bens de uso	13	31,6
Serviços	2	4,9
Outros	4	9,8
Total	41	100

Fonte: elaborada pelo autor.

Por sua vez, a Tabela 23 apresenta a distribuição das 333 aquisições da amostra que foram efetivamente utilizadas em função do setor e do ano. As Figuras 18 e 19 representam graficamente a distribuição da população e da amostra por setor e ano, respectivamente.

Tabela 23 – Distribuição das combinações de negócios com *goodwill*

Sector	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total	Exclusões
Concessões	1	2	3	0	0	1	2	9	(50)
Financeiro	6	6	4	3	3	4	3	29	(8)
Bens não de uso	6	9	6	9	4	4	7	45	(36)
Bens de uso	9	12	18	10	23	12	13	97	(27)
Serviços	2	6	22	26	26	19	16	117	(10)
Outros	1	1	4	3	0	1	0	10	(4)
Total	25	36	57	51	56	41	41	307	(135)

Fonte: elaborada pelo autor.

Figura 18 - Distribuição da população e da amostra por setor

Figura 19 - Distribuição da população e da amostra por ano

Por fim, a Tabela 24 apresenta uma listagem da quantidade de aquisições por empresa:

Tabela 24 – Combinações de negócios por empresa

Concessões de serviço público			Financeiro			Bens não de consumo			Bens de consumo			Serviços			Outros		
Empresa	Total	Amostra	Empresa	Total	Amostra	Empresa	Total	Amostra	Empresa	Total	Amostra	Empresa	Total	Amostra	Empresa	Total	Amostra
AES TIETE	0	0	ABC BRASIL	0	0	BRASKEM	5	0	ALPARGATAS	2	2	ANIMA	2	2	ALIANSC	2	0
ALUPAR	0	0	BANCO DO BRASIL	9	5	CSN	3	2	AMBEV	2	2	BR INSURANCE	26	25	BR MALLS	0	0
ARTERIS	0	0	BANRISUL	0	0	DURATEX	6	5	AREZZO	0	0	CVC BRASIL	2	1	BR PROPERTIES	1	1
CCR	7	1	BBSEGURIDADE	0	0	EMBRAER	4	3	B2W	6	6	ESTACIO PART	17	17	BRADSPAR	0	0
CEMIG	15	0	BM&FBOVESPA	0	0	FIBRIA	1	1	BRF SA	10	10	FLEURY	3	3	CYRELA	1	0
CESP	0	0	BRADESCO	4	2	GERDAU	4	2	CIA HERING	0	0	GOL	1	0	DIRECIONAL	0	0
CPFL	8	0	CETIP	1	1	GERDAU METAIS	2	2	COSAN	10	8	KROTON	9	8	EVEN	0	0
COPASA	0	0	CIELO	6	5	IOCHP-MAXION	4	3	GRENDENE	0	0	LINX	10	10	EZTEC	0	0
COPEL	2	0	ITAÚ S.A.	1	1	KLABIN	1	0	HYPERMARCAS	12	12	LOCALIZA	0	0	GAFISA	2	0
CTEEP	1	0	ITAÚ-UNIBANCO	7	7	MARCOPOLO	3	3	IMC S/A	16	9	MULTIPLUS	0	0	HELBOR	0	0
ECORODOVIAS	2	1	PORTO SEGURO	1	1	METAL LEVE	1	1	JBS	25	18	ODONTOPREV	2	2	IGUATEMI	1	0
ELETRONBRAS	5	0	SANTANDER	3	3	PETROBRAS	13	6	LOJAS AMERICANA	5	5	QUALICORP	5	4	MILL	1	1
ENERGIAS BR	3	1	SUL AMÉRICA	4	4	PETRORIO	3	0	LOJAS MARISA	1	1	SER EDUCAÇÃO	12	10	MRV	0	0
EQUATORIAL	2	0				QGEF	0	0	LOJAS RENNER	1	1	SMILES	0	0	MULTIPLAN	0	0
LIGHT	3	0				RANDON	2	0	MARFRIG	7	2	SOMOS EDUCAÇÃO	15	14	ROSSI RE	0	0
OI	1	1				SUZANO PAPEL	3	1	MAGAZINE LUIZA	2	2	TEGMA	2	2	TECNISA	2	2
RUMO LOGISTICA	3	0				USIMINAS	2	1	M DIAS BRANCO	4	3	TOVTS	13	13	ULTRAPAR	6	6
SABESP	0	0				VALE	9	1	MINERVA	7	5	VALID	7	6			
TAESA	1	0				WEG	15	14	NATURA	1	1						
TELEFONICA	2	2							PAO DE AÇUCAR	5	4						
TIM	3	3							RAIADROGASIL	2	2						
TRACTEBEL	2	0							SAO MARTINHO	4	3						
									SLC AGRICOLA	0	0						
									SOUZA CRUZ	0	0						
									VIA VAREJO	1	1						
Total	60	9		36	29		81	45		123	97		126	117		16	10
%	14%	3%		8%	9%		18%	14%		28%	29%		29%	35%		4%	3%

4.2. Variáveis da pesquisa

Esta seção apresenta a Tabela 25 com as variáveis utilizadas no modelo econométrico desta tese, bem como suas definições e fontes. Elas estão segregadas conforme o seu nível hierárquico.

Tabela 25 – Definição das variáveis do *goodwill*

Variável	Definição	Fonte ^a
<u>Dependente</u>		
GOODWILL	<i>Goodwill</i> / Custo de aquisição	DF
<u>Explicativa – nível 1 (observação)</u>		
BONUS	Remuneração variável da diretoria / Remuneração total da diretoria no ano da aquisição ^b	FR (13.2)
STOCK	Variável <i>dummy</i> , igual 1 caso haja utilização de contraprestação em forma de ação, e igual a 0 caso não haja.	DF
TAX	Variável <i>dummy</i> , igual 1 caso haja reestruturação que resulte em aproveitamento fiscal do <i>goodwill</i> , e igual a 0 caso não haja.	DF e FR (6.5 e 8.3)
RELEVANCE	Custo de aquisição / Ativo total consolidado no final do ano da aquisição. Com base nos resultados, segregamos a amostra em 4 portfólios: menores 0,01, maiores 0,01 até 0,05, maiores 0,05 até 0,1 e maiores 0,1.	DF e TR
COVERAGE	Números de analistas registrados na I/B/E/S acompanhando a empresa ao final do ano da aquisição.	TR
<u>Explicativa – nível 2 (segmento)</u>		
PPE	Média (ativo imobilizado / ativo total) de todas as empresas de cada segmento (2009 – 2015).	TR
MTB	Σ valor de mercado de todas as empresas do setor ao final do ano / Σ patrimônio líquido de todas as empresas do segmento ao final de cada ano	TR

^a DF = Demonstrações Financeiras Anuais, FR = Formulário de Referência, TR = plataforma Thompson Reuters e N/A = Não aplicável.

^b A remuneração total é líquida de eventuais benefícios por cessação de emprego.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na Seção 5.1 deste capítulo será apresentada uma análise descritiva sobre todas as combinações de negócios da população. Posteriormente, na Seção 5.2 exporemos uma análise descritiva detalhada das determinantes do *goodwill* da amostra. Por fim, na Seção 5.3 exibiremos uma análise estatística das determinantes do *goodwill* da amostra.

5.1. Análise descritiva das combinações de negócios

Nesta seção são apresentadas as principais informações a respeito das combinações de negócios efetuadas pelas empresas do IBr-A no período entre 2009 e 2015. A análise é dividida em três partes atinentes: a primeira apresenta as principais características das operações, como seu custo e forma de contraprestação; na parte seguinte, são discutidas as alocações do custo das aquisições; e por fim, na última parte as mais-valias são exploradas, especialmente as dos ativos intangíveis.

5.1.1. Operações

O custo total das aquisições segregado anualmente entre os setores é apresentado na Tabela 26. O valor de todas as combinações de negócios divulgadas pelas empresas da nossa amostra, atualizado monetariamente até 31 de dezembro de 2015, é de R\$ 397 bilhões de reais.³⁴ O ano com o maior montante foi 2009, enquanto os menores valores foram em 2012 e 2013. A Figura 20 representa graficamente a distribuição anual do custo das aquisições.

³⁴ Valores atualizados pelo IPCA até 31 de dezembro de 2015. O valor nominal total é de R\$ 299 bilhões, uma diferença de 33%. Para as aquisições ocorridas no ano de 2009 essa diferença ultrapassa os 50%.

Tabela 26 - Custo das combinações de negócios

R\$ milhões	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Concessões	2.233	5.929	50.950	5.127	1.611	8.819	21.204	94.874
Financeiro	82.819	5.651	2.927	3.200	3.942	15.848	464	114.871
Bens não de uso	21.398	32.213	8.160	2.597	1.212	7.155	130	72.872
Bens de uso	14.999	24.973	7.556	6.327	7.779	2.435	20.568	85.646
Serviços	1.142	173	4.294	1.987	2.173	11.430	1.414	22.672
Outros	2.053	153	256	4.950	125	817	-	8.354
Total	124.644	69.092	74.142	24.189	16.842	46.504	42.023	397.437

Fonte: elaborada pelo autor.

Figura 20 - Distribuição do custo das aquisições por ano

Fonte: elaborada pelo autor.

Cabe destacar que o setor no qual as operações totalizaram o maior valor foi o *financeiro*, em grande parte como consequência da compra do Banco Real pelo Santander, ocorrida em 2009. O custo atualizado dessa aquisição totalizou aproximadamente R\$ 59 bilhões. Se somarmos ainda as aquisições da Nossa Caixa e do Corpbanca, realizadas pelo Banco do Brasil e pelo Itaú-Unibanco, respectivamente, tem-se um custo total atualizado

monetariamente de R\$ 83 bilhões, ou seja, 74% do montante total de todas as operações envolvendo as empresas desse setor.

O setor de *serviços*, mesmo tendo 28% das combinações de negócios da amostra, representa somente 6% do custo total (média de R\$ 183 milhões por operação). Por outro lado, as aquisições dos setores *financeiro* e de *concessões* tiveram o custo de aquisição médio mais elevado, de R\$ 3,2 bilhões e R\$ 1,7 bilhão, respectivamente. A Figura 21 representa a distribuição do custo das aquisições por setor.

Figura 21 - Distribuição do custo das aquisições por setor

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 27 apresenta as dez maiores combinações de negócios da nossa amostra. Juntas, apenas as três primeiras já representam aproximadamente 25% do custo total. As grandes aquisições se concentram nos segmentos de *banco* e de *telefonia*, com três operações cada. A única empresa a figurar duas vezes no rol das operações foi a Telefônica, com as compras da Vivo Participações e da GVT, ocorridas em 2011 e 2015, respectivamente. Dentre essas dez operações, em apenas três delas não houve pagamento em ações, sendo seu custo liquidado integralmente em caixa: as aquisições da Aracruz, da Nossa Caixa e da Fosfertil. Em complemento, a Tabela 28 identifica as quatro maiores aquisições por setor, também apresentadas pelo seu custo atualizado monetariamente até 31 de dezembro de 2015.

Tabela 27 – 10 maiores aquisições da amostra

Adquirida	Adquirente	Ano	Segmento	Custo da aquisição (R\$ milhões)^a
Banco Real	Santander	2009	Bancos	58.978
Vivo Participações	Telefônica Brasil	2011	Telefonia	42.262
GVT	Telefônica Brasil	2015	Telefonia	17.996
Bertin	JBS	2010	Carnes e derivados	17.316
Fosfertil	Vale	2010	Fertilizantes	15.450
Nossa Caixa	Banco do Brasil	2009	Bancos	11.966
Corpbanca	Itaú-Unibanco	2014	Bancos	11.938
Anhanguera	Kroton	2014	Educacional	9.431
Aracruz	Fibria	2009	Papel e celulose	7.099
Portugal Telecom	Oi	2014	Telefonia	6.482

^a Com base no critério contábil determinado no CPC 15 – *Combinação de negócios*. Em adição, os valores foram atualizados monetariamente até 31 de dezembro de 2015 pela IPCA. A diferença da atualização no valor total das dez aquisições foi de 35%.

Fonte: elaborada pelo autor.

Tabela 28 - Maiores aquisições da amostra por setor

Adquirida	Adquirente	Ano	Segmento	Custo da aquisição (R\$ milhões)
<u>SETOR DE CONCESSÕES</u>				
Vivo Participações	Telefônica Brasil	2011	Telefonia	42.262
GVT	Telefônica Brasil	2015	Telefonia	17.996
Portugal Telecom	Oi	2014	Telefonia	6.482
SPVias	CCR	2010	Exploração de rodovias	1.930
<u>SETOR FINANCEIRO</u>				
Banco Real	Santander	2009	Bancos	58.978
Nossa Caixa	Banco do Brasil	2009	Bancos	11.966
Corpbanca	Itaú-Unibanco	2014	Bancos	11.938
Banco Votorantim	Banco do Brasil	2009	Bancos	6.287
<u>SETOR DE BENS NÃO DE USO</u>				
Fosfertil	Vale	2010	Fertilizantes	15.450
Aracruz	Fibra	2009	Papel e celulose	7.099
BSG Resources	Vale	2010	Minerais metálicos	6.195
Namisa	CSN	2014	Siderurgia	6.075
<u>SETOR DE BENS DE USO</u>				
Bertin	JBS	2010	Carnes e derivados	17.316
Sadia	BRF	2009	Carnes e derivados	5.877
Moy Park	JBS	2015	Carnes e derivados	5.840
Cargill Pork	JBS	2014	Carnes e derivados	5.728
<u>SETOR DE SERVIÇOS</u>				
Anhanguera	Kroton	2014	Educacional	9.431
Unopar	Kroton	2011	Educacional	1.756
Labs D'Or	Fleury	2011	Serviços médicos	1.657
Wise Up	Somos educação	2013	Educacional	1.186
<u>SETOR "OUTROS"</u>				
One Properties	BR Properties	2012	Exploração de imóveis	3.936
Texaco (negócio de distribuição de gás no Brasil)	Ultrapar	2009	Holding diversificada	2.053
Extrafarma	Ultrapar	2014	Holding diversificada	817
Pargim	Aliansce	2012	Exploração de imóveis	741

Fonte: elaborada pelo autor.

Passando para a Tabela 29, que traz informações diversas a respeito das combinações de negócios, percebeu-se que em 75% das observações algum valor foi alocado como *goodwill* - média 58% do custo de aquisição. Por outro lado, em 9% das aquisições foi registrado ganho por compra vantajosa - média de 26% do custo de aquisição.

Tabela 29 - Informações sobre as combinações de negócios

Informação	Quantidade	Frequência	% custo ^e
Com <i>goodwill</i> ^a	333	75,3%	57,7%
Com compra vantajosa ^a	41	9,3%	- 25,6%
Aquisições integrais ^b	307	69,9%	
Aquisições em etapas	33	7,1%	
Aquisições reversas	3	0,7%	
Participação do não controlador pelo valor justo ^c	6	4,4%	
Aproveitamento fiscal do <i>goodwill</i> ^d	135	40,5%	

^a No % do custo, retiramos quatro operações que apresentaram um percentual superior a +/- 200% (nove operações com *goodwill* e outras três com ganho por compra vantajosa).

^b Incluímos as aquisições integrais nas quais a adquirente já possuía participação societária anterior, mas sem ter o controle prévio sobre a investida.

^c Incluímos somente as aquisições que não foram integrais (136 combinações de negócios).

^d Consideramos somente as aquisições que apresentam *goodwill* contábil. Temos ciência que algumas operações, como as envolvendo concessões do serviço público podem usufruir de benefícios fiscais, mesmo sem apresentar *goodwill* contábil.

^e Valor do *goodwill* ou da compra vantajosa / custo da aquisição.

Fonte: elaborada pelo autor.

As aquisições integrais, ou seja, aquelas cuja a totalidade do capital social foi adquirida, representam 70% das combinações de negócios. As aquisições em etapas, por sua vez, aconteceram em 7% das operações – para esse tipo de operação, é prescrito um tratamento contábil específico para que, em geral, amplia o valor do *goodwill*.³⁵ Vale destacar que não foram contempladas as aquisições de participação de não controladores, ou seja, posteriores à obtenção do controle. Essas compras são contabilizadas como transações de capital.

³⁵ Para informações adicionais veja a seção 2.2.1.

Foram identificadas apenas três aquisições reversas, nas quais a parte que emite as ações é a adquirida, e não a compradora.³⁶, e somente em seis das aquisições parciais a adquirente elegeu mensurar a participação do não controlador pelo seu respectivo valor justo. A Tabela 30 compila informações sobre essas operações.³⁷

Tabela 30 – Aquisições com participação não controladora mensurada pelo seu valor justo

Adquirente	Adquirida	Ano	Segmento
Anima Educação	BR Educação Executiva	2013	Serviços educacionais
Fibria	Aracruz	2009	Madeira e papel
JBS	Pilgrim's Pride	2009	Carnes e derivados
Minerva	Brascasing Comercial	2011	Carnes e derivados
Qualicorp	Aliança Administradora	2012	Serviços médicos
Raia Drogasil	4Bio	2015	Comércio - Farmácia

Fonte: elaborada pelo autor.

No Brasil, conforme já explicado, após a Lei 9.532/96 o *goodwill* mensurado de acordo com o Decreto-Lei 1.598/76 pode ser amortizado fiscalmente, em no mínimo 60 meses após a absorção de patrimônio líquido decorrente de fusão, incorporação e cisão. A Lei 12.973/14, que alterou esse Decreto-Lei, aproximou muito a legislação tributária na apuração do *goodwill* ao CPC 15 – *Combinações de negócios*. Todavia, manteve o gatilho para o direito a sua dedutibilidade. Do total de operações com *goodwill*, em 41% delas foram realizados atos societários que possibilitaram sua dedutibilidade fiscal.

Quanto à relevância dessas operações para a adquirente, em média elas representaram quase 4% do seu ativo total ao final do ano da aquisição, e o custo de 82% das operações não ultrapassou 5% do ativo total.³⁸ Vale frisar que estes são os percentuais médios por operação, e que algumas empresas realizaram diversas operações. Por outro lado, das 114 empresas que

³⁶ As aquisições reversas foram: (i) aquisição da Satipel pela Duratex (2009); (ii) aquisição da CPFL Renováveis pela CPFL (2011); e (iii) aquisição do Corpbanca pela Itaú-Unibanco (2014).

³⁷ Para informações adicionais sobre as aquisições reversas e a mensuração da PNC veja a seção 2.2.1

³⁸ Custo da aquisição / ativo total da adquirente no final do ano em que ocorreu a operação.

compõem o IBr-A, apenas 28 delas não realizaram nenhuma combinação de negócios durante o período da amostra (23% das companhias).

Em pouco mais de 8% das combinações de negócios o custo da aquisição superou 10% do ativo total ao final do ano, tendo assim grande relevância para a adquirente. Essas operações não se concentraram em nenhum setor, e sua frequência de ocorrência tem a mesma proporção que o próprio número de operações em cada um deles. A Tabela 31 apresenta um detalhamento maior sobre o custo das combinações de negócios.

Tabela 31 - Informações sobre o custo das combinações de negócios

Categoria	Quantidade	Frequência	% Custo médio^b
Custo / Ativo total ^a	442		3,7%
Faixas (Custo / Ativo total)			
0 – 1%	239	54,1%	0,3%
1 – 5%	124	28,1%	2,2%
5 – 10%	42	9,5%	7,3%
10% ou mais	37	8,4%	25,9%
Contraprestação com entrega ações	76	17,2%	
Contraprestação com pagamento contingente	57	12,9%	

^a Em relação ao ativo total consolidado no final do ano da aquisição (incluindo o próprio investimento).

^b Média (custo da aquisição / ativo total da compradora no final do ano em que ocorreu a operação).

Fonte: elaborada pelo autor.

Na Tabela 32, ressaltamos dois componentes do custo de aquisição: o pagamento com entrega de ações próprias e o pagamento contingente (i.e., *earnout*). Foram encontradas 57 aquisições com esta última forma de contraprestação (13% das aquisições)³⁹, enquanto, a entrega de ações próprias foi utilizada em 76 operações (17% das aquisições).

³⁹ O *earnout* é mais frequentemente utilizado no setor de *serviços*.

Tabela 32 – Frequência de contraprestação com ações e com pagamento contingente

Setor	Contraprestação com ações	Pagamento contingente	Setor	Contraprestação com ações	Pagamento contingente
Concessões	9 (15,3%)	2 (3,4%)	Bens não de uso	19 (15,3%)	7 (5,6%)
Financeiro	7 (19,4%)	1 (2,8%)	Serviços	29 (23,0%)	44 (34,9%)
Bens de uso	9 (11,1%)	1 (0,0%)	Outros	3 (18,8%)	2 (12,5%)

Fonte: elaborada pelo autor.

Ainda pela Tabela 32, fica claro que o uso de ações próprias como umas das formas de pagamento é mais frequente nos setores *financeiro* (19% das aquisições) e de *serviços* (23% das aquisições). Já o uso de pagamento contingente é mais usual no setor de *serviços* (35% das aquisições), principalmente nos segmentos de *corretores de seguro* (24 vezes), *tecnologia da informação* (12 vezes) e *serviços educacionais* (6 vezes). Em geral, tais pagamentos adicionais são baseados no cumprimento de metas financeiras e/ou operacionais.

Na grande maioria das operações, o custo da aquisição não chega a 5% do valor de mercado da adquirente (cerca de 88% da amostra).⁴⁰ A tabela 33 evidencia as frequências de aquisições por faixa de percentual.

Tabela 33 – Frequência de % do valor de mercado

Categoria	Quantidade	Frequência
Custo / Valor de mercado ^a	416	
Faixas (Custo / Valor de mercado)		
0 – 1%	228	54,8%
Maiores que 1 – 10%	137	32,9%
Maiores que 10 – 50%	45	10,8%
Maiores que 50% ou mais	6	1,4%

^a Média (custo da aquisição / valor de mercado da compradora no final do ano em que ocorreu a operação). Para 26 aquisições não foi possível obter o valor de mercado da compradora.

Fonte: elaborada pelo autor.

⁴⁰ Custo da aquisição / valor de mercado da compradora no final do ano em que ocorreu a operação.

No entanto, em seis casos esse percentual se mostrou bem elevado, ultrapassando metade do valor de mercado da adquirente ao final do ano em que ocorreu a operação. Como o valor de mercado é apurado posteriormente à aquisição, a própria reação dos investidores frente à combinação de negócios impactou a cotação ao final do exercício social. Na maioria dessas aquisições, o pagamento foi ao menos em parte financiado com ações próprias - a única exceção foi a fusão da ALL com a Rumo, que foi liquidada integralmente em dinheiro. A Tabela 34 resume as seis operações em que a relação entre o custo da aquisição e o valor de mercado ultrapassou a relação de 50%.

Tabela 34 – Maiores combinações de negócios pelo % valor de mercado da adquirente

Adquirida	Adquirente	Ano	% do valor de mercado^a	Pagamento em ações
Namisa	CSN	2014	183,0%	Sim
All	Rumo	2015	146,7%	Não
Portugal Telecom	Telefônica	2014	104,8%	Sim
Unopar	Kroton	2011	83,0%	Sim
Bertin	JBS	2010	67,1%	Sim
Vivo	Telefônica	2011	55,6%	Sim

^a Custo da aquisição / valor de mercado da compradora no final do ano em que ocorreu a operação.

Fonte: elaborada pelo autor.

5.1.2. Alocação do custo de aquisição

A divulgação da alocação do custo de aquisição de 282 combinações de negócios foi evidenciada aberta nos seus três componentes: patrimônio contábil, mais-valia e *goodwill* / compra vantajosa.⁴¹ Para o restante das operações, a mais-valia não foi apresentada separadamente do patrimônio líquido contábil. A Tabela 32 exibe a alocação média aberta por setor, evidenciando que as médias são visualmente diferentes entre eles.

Tabela 35 - Resumo das PPAs

Setor	Quantidade	PL Contábil ^a	Mais-valia ^a	<i>Goodwill</i> ^a
Geral	282	20,6%	33,1%	46,3%
Concessões	30	57,7%	34,1%	8,2%
Financeiro	20	22,9%	11,6%	65,5%
Bens não de uso	52	27,3%	49,3%	23,4%
Bens de uso	70	22,3%	35,1%	42,6%
Serviços	100	5,9%	25,2%	68,9%

^a Excluídas as alocações maiores do que 400% do custo da aquisição.

Fonte: elaborada pelo autor.

Cabe destacar a diferença entre o *goodwill* médio divulgado na Tabela 29 (58%) e o apresentado acima na Tabela 35 (46%): aqui a amostra é outra, não segrega as operações que resultaram em ganho por compra vantajosa e as concessões e se limitando-se às combinações em que a divulgação do custo de aquisição foi segregada em seus três componentes.

O custo de aquisição apresentou um múltiplo patrimonial médio de 4,9 vezes o patrimônio líquido; a mais-valia, por sua vez, foi na média, 1,6 vezes o patrimônio líquido e o *goodwill* foi um pouco mais representativo, aproximadamente 2,4 vezes o patrimônio líquido. Ademais, ainda que a divulgação do motivo do *goodwill* seja obrigatória, em apenas 18%

⁴¹ Representam 64% das combinações de negócios da amostra total.

operações ela foi feita - na maioria das vezes a sinergia estava entre as justificativas (38%).⁴² A seguir, apresentaremos a alocação entre os segmentos que compõem cada setor:

Concessões

O setor de *concessões* foi o que apresentou o menor múltiplo do custo de aquisição em relação ao patrimônio líquido contábil - média de 1,7 vezes. Para melhor analisar a estrutura da alocação, apresentaremos seus segmentos econômicos em dois grupos - o primeiro compreende as rodovias e as concessionárias de energia elétrica, e o segundo, apenas as telefônicas.

Para o primeiro grupo, o contrato de concessão é reconhecido como um ativo intangível e mensurado da mesma maneira que o *goodwill*. Por outro lado, para as empresas no segmento de telefonia é mais comum a existência de *goodwill* - em boa parte das operações desse segmento, a carteira de clientes é o ajuste mais relevante, sendo, inclusive mais significativo do que a própria infraestrutura reconhecida no seu ativo imobilizado. Na Tabela 36 destacamos a diferença na estrutura de alocação entre os dois grupos, seja na proporção do *goodwill* e, principalmente, no múltiplo médio, que é nitidamente superior no setor de telefonia.

Tabela 36 - Resumo das PPAs do setor de concessões

Segmentos	PL Contábil ^a	Mais-valia ^a	<i>Goodwill</i> ^a
Energia elétrica e rodoviário ^b	64,7%	37,5%	-2,2%
Telefonia ^c	14,5%	23,4%	62,1%

^a Excluídas as alocações maiores que 400% do custo da aquisição.

^b Excluída uma aquisição com objeto diferente do segmento rodoviário.

^c Excluída a aquisição de uma empresa com passivo a descoberto de 72% do custo da aquisição.

Fonte: elaborada pelo autor.

Financeiro

⁴² Item B54, letra E, do CPC 15 – *Combinações de negócios*.

Alguns destaques do setor *financeiro* são a baixa participação média da mais-valia na alocação do custo das aquisições (12%), os altos múltiplos (4,4 vezes o patrimônio líquido contábil) e o elevado percentual de *goodwill* (65%).

Ao isolarmos as operações envolvendo o segmento de *bancos* com patrimônio líquido positivo, o múltiplo médio cai para 2 vezes e o percentual de *goodwill* reduz, atingindo o valor de 28% do custo de aquisição. Houveram duas compras com ganho por compra vantajosa, e para ambas, foram divulgados os motivos: oportunidade no meio de uma crise econômica e aproveitamento do crédito tributário da adquirida. A Tabela 37 resume as informações do setor.

Tabela 37 - Resumo das PPAs do setor financeiro

Segmento	PL Contábil	Mais-valia	Goodwill
Bancos ^a	50,7%	21,1%	28,2%

^a Excluída a aquisição de uma empresa com passivo a descoberto de 255% do custo da aquisição.

Fonte: elaborada pelo autor.

Bens não de uso

Em nossa pesquisa, conforme evidenciado na Tabela 35, o setor de *bens não de uso* é o que tem a maior média na alocação de mais-valia, com 49% do custo de aquisição. Para entendê-la melhor, destacamos na Tabela 38 o resultado de alguns segmentos econômicos que apresentaram um número mais representativo de combinações de negócios.

Tabela 38 - Resumo das PPAs do setor de bens não de uso

Segmento	PL Contábil ^a	Mais-valia ^a	Goodwill ^a
Madeira e papel	41,5%	44,9%	13,6%
Mineração ^{bc}	23,3%	74,0%	2,7%
Siderurgia ^c	45,9%	23,1%	30,0%

^a Excluídas as alocações maiores que 500% do custo da aquisição.

^b Excluída uma aquisição com objeto diferente do segmento mineração (ramo de fertilizante).

^c Excluídas as adquiridas com passivo a descoberto de mais de 100%, sem custo de aquisição ou que constituem apenas um grupo de ativos.

Fonte: elaborada pelo autor.

Inicialmente, destacamos que todas aquisições do segmento de *mineração* foram realizadas pela Vale S/A. Nessas operações, o direito de exploração foi apurado da mesma maneira que o *goodwill*, ou seja, residualmente. Consequentemente, as operações apresentaram mais-valia significativa e ausência de *goodwill*. Devido à quantidade de operações, essas combinações de negócios impactaram os valores apresentados para o setor de *bens não de consumo*.

As empresas do segmento de *madeira e papel* também apresentaram mais-valia média significativa. Dentro desse segmento, as integrantes da atividade de *papel e celulose* tiveram ajustes expressivos no ativo biológico, quando este não era mensurado pelo valor justo, e no ativo imobilizado. Já para a outra empresa do segmento, a Duratex, os ajustes foram mais diversificados, com destaque para as carteiras de clientes e os ativos imobilizados.

Por fim, no segmento de *siderurgia*, o percentual de mais-valia é bem inferior, e concentrado no ativo imobilizado. As alocações dessas aquisições ensejaram o reconhecimento de poucos intangíveis relevantes. O múltiplo médio do custo das aquisições não foi alto, com uma média de 2,2 vezes o patrimônio líquido contábil da adquirida, o que fez o percentual de *goodwill* não ser muito destacado. Praticamente a metade do custo de aquisição foi alocada ao patrimônio líquido contábil.

Bens de uso

As aquisições do setor de *bens de uso* apresentaram um múltiplo médio de 4,5 vezes e uma mais-valia de aproximadamente metade do custo de aquisição. Não obstante, se analisarmos os principais segmentos do setor, perceberemos que eles possuem padrões bem diferentes – a Tabela 39 indica tais padrões.

Tabela 39 - Resumo das PPAs do setor de bens de uso

Segmento	PL Contábil ^a	Mais-valia ^a	Goodwill ^a
Carne e derivados	47,6%	37,3%	15,1%
Comércio	10,5%	16,3%	73,2%
Restaurante ^b	19,1%	62,6%	18,2%

^a Excluídas as alocações maiores que 500% do custo da aquisição.

^b Todas realizadas por uma única empresa (IMC S/A). Excluídas as adquiridas com passivo a descoberto de mais de 100%.

Fonte: elaborada pelo autor.

O múltiplo do segmento de *carnes e derivados* mostrou-se baixo; a mais-valia foi bastante elevada no segmento de *restaurantes* e o *goodwill* no *comércio* foi muito significativo. O primeiro segmento teve sua mais-valia concentrada no ativo imobilizado. No segmento de *restaurantes*, os direitos de arrendamento e fundos de comércio representam grande parte da mais-valia - em outras palavras, na visão de adquirente, grande parte do valor da adquirida estava nos seus atuais pontos comerciais, como estabelecimentos em postos, aeroportos e *shopping centers*. O segmento de *comércio* é muito abrangente e as mais-valias foram bem baixas, se concentrando no ativo imobilizado, enquanto o *goodwill* médio foi muito elevado e justificado por diversos fatores, como a sinergia e o incremento de eficiência.

Serviços:

A alocação das combinações de negócios realizadas pelas empresas do setor de *serviços* se concentrou no *goodwill*. O múltiplo médio foi de 17 vezes - por consequência o patrimônio líquido da adquirida guarda pouca ou nenhuma associação com o custo de aquisição. Para esse setor, a Tabela 40 apresenta a alocação média dos três segmentos com maior representatividade.

Tabela 40 - Resumo das PPAs do setor de bens de uso

Segmento	PL Contábil ^a	Mais-valia ^a	Goodwill ^a
Corretoras de seguros ^b	4,5%	13,7%	81,8%
Serviços educacionais	3,1%	30,6%	66,3%
Tecnologia da informação	10,7%	23,8%	65,5%

^a Excluídas as alocações maiores que 400% do custo da aquisição ou com passivo a descoberto de mais de 100%.

^b Todas realizadas por uma única empresa (BR INSURANCE).

Fonte: elaborada pelo autor.

No caso das *corretoras de seguro*, com 26 aquisições realizadas por uma única empresa, os principais ajustes dessas operações foram as carteiras de clientes e os contratos de não-competição do antigo dono da adquirida. Mesmo com a presença desses intangíveis, o *goodwill* se sobressaiu, representando uma média de 82% do custo das aquisições.

No segmento *educacional*, a alocação média não é muito diferente. Todavia, aqui os ajustes mais frequentes e relevantes são a base de alunos, a licença e, eventualmente, a marca. O percentual da mais-valia desse segmento é um pouco mais expressiva que nos outros dois setores apresentados na Tabela 40.

O segmento das empresas de *tecnologia da informação* também tem grande parte do custo das aquisições concentrado no *goodwill*. Nesse segmento, o prêmio da aquisição continua alto, ainda que seja consideravelmente menor que nos outros dois.

5.1.3. Ativos intangíveis identificáveis

A mais-valia é composta por três tipos de ajustes: nos ativos e passivos previamente reconhecidos, nos novos ativos intangíveis e nas provisões adicionais⁴³. No que tange ao primeiro tipo de ajuste, os mais usuais ocorrem no ativo imobilizado, nos estoques, nas contas a receber, nos créditos tributários, nos ativos biológicos e nas propriedades para investimento mensuradas ao custo. Para os passivos já reconhecidos, os ajustes mais rotineiros referem-se às dívidas e aos tributos diferidos subjacentes às mais-valias dos ativos.

A Tabela 41, que compila, por setor, a frequência do ajuste de mais-valia com maior relevância em cada uma das combinações de negócios em que essa identificação foi possível, evidenciando que o ativo intangível que representa a carteira de cliente foi um dos dois ajustes mais relevantes em quatro dos seis setores da amostra.

Tabela 41 – Categorias do ajuste de mais-valias mais relevante por setor

Setor ^a	1º Ajuste ^b	Frequência	2º Ajuste ^b	Frequência
Geral (263)	Carteira de clientes	24%	Ativo imobilizado	22%
Concessões (42)	Contrato de concessão	84%	Carteira de clientes	1%
Financeiro (15)	Carteira de clientes	60%	Canal de distribuição	20%
Bens não de uso (34)	Ativo imobilizado	71%	Carteira de clientes	9%
Bens de uso (66)	Imobilizado	39%	Marca	21%
Serviços (93)	Carteira de clientes ^d	41%	Acordo de não competição ^e	33%

^a O número entre parênteses indica a quantidade de operações em que foi possível verificar o ajuste mais relevante.

^b Indica os dois ativos que figuraram mais vezes como sendo o maior ajuste de mais-valia em cada uma das aquisições em que esta identificação foi possível.

^c Inclui as bases de alunos das instituições de ensino adquiridas.

^d Grande parte advinda das aquisições de corretoras de seguro.

Fonte: elaborada pelo autor.

⁴³ Dentre a população encontramos 72 combinações de negócios em que foi possível identificar algum ajuste referente às provisões adicionais, por outro lado, em 176 que não houve ajustes. Em outras palavras, nos casos em que era possível assegurar o reconhecimento ou não da provisão adicional, ela foi reconhecida em 29% das vezes.

A Tabela 42 segrega os 425 ativos intangíveis identificados por setor.⁴⁴ Apresentando também a proporção média de seu valor justo em relação ao custo de aquisição (valor entre parênteses). Interessante notar o grande número de carteiras de clientes e marcas, sendo encontradas em todos os cinco setores, havendo um certo padrão de alocação para cada setor (regiões hachuradas).

Tabela 42 - Resumo dos ativos intangíveis

Observações / (% do custo da aquisição)	Concessões	Financeiro	Bens não de uso	Bens de uso	Serviços
Carteira de clientes	5 (15%)	14 (24%)	10 (19%)	17 (14%)	74 (14%)
Marcas e patentes	2 (3%)	8 (3%)	4 (25%)	31 (21%)	42 (18%)
Contrato de concessão	41 (58%)	-	-	-	-
Licença	1 (41%)	-	1 (2%)	1 (77%)	17 (27%) ^b
Acordo de não competição	-	2 (6%)	-	5 (1%)	47 (8%)
Contratos favoráveis	1 (?)	2 (4%)	3 (<1%)	7 (7%)	2 (36%)
Fundo de comércio	-	-	-	11 (18%) ^c	0
Total^a	53	32	29	92	205

^a Ainda existem 14 ativos intangíveis no setor "outros".

^b Foi retirado um *outlier* que o percentual era de 1.100% do custo de aquisição (valor irrisório).

^c Foram retirados três *outliers* que o percentual era maior que 100%.

Fonte: elaborada pelo autor.

O ativo intangível identificável com maior valor justo foi a carteira de clientes do Itaú-Unibanco, avaliada em R\$ 48 bilhões.⁴⁵ Já quanto ao ativo ponderado pela participação adquirida, o mais relevante foi uma licença de operação originada na aquisição integral da Vivo Participações pela Telefônica Brasil, que teve seu valor justo avaliado pelo MEEM e

⁴⁴ Somente foram considerados aqueles cujo valor justo da classe foi divulgado.

⁴⁵ Para fins de consolidação, os ativos intangíveis são reconhecidos pelo seu valor integral (i.e., 100% da mais-valia), independente da participação acionária do controlador. Para o caso da carteira de clientes do Itaú-Unibanco que foi adquirida pela Itaú S.A., trata-se de uma aquisição em etapas de apenas 1,1% do capital social, deste modo o valor justo proporcional foi de R\$ 533 milhões.

totalizou R\$ 17 bilhões.⁴⁶ A Tabela 43 apresenta informações adicionais sobre os ativos intangíveis identificados:

Tabela 43 - Ativos intangíveis por setor

Observações / (% do custo da aquisição)	Quantidade	Valor total (R\$ mm) ^{ab}	Valor mais alto (R\$ mm) ^{bc}	Metodologia de avaliação mais utilizada ^d	Vida útil (anos) ^e
Carteira de clientes	123	74.466	48.064	MEEM	3 a 33
Marcas e patentes	99	21.340	6.647	RfR	I (maioria) e 5 a 25 ^f
Acordo de não competição	54	341	92	WIWO	2 a 10
Contrato de concessão	42	36.203	9.515	Residual	Contrato
Licença	25	19.756	17.428	WIWO	I (maioria) e contrato
Software	16	1.447	804	RfR e Custo	5 a 20
Fundo de comércio	16	729	304	Mercado	I (19%) e 4 a 20 (81%)
Contratos favoráveis	15	1.003	238	WIWO	3 a 20
Tecnologia	7	284	222	MEEM	4 a 20
Contrato de arrendamento	7	67	50		
Outros intangíveis	21	22.714	16.669 ^g		
Total	425	178.549			

^a Não foi divulgado o valor justo de todos os intangíveis.

^b Valor em milhões atualizado monetariamente pelo IPCA para 31 de dezembro de 2015. O efeito no valor total foi um incremento de 23%.

^c Reflete o valor justo e 100% do ativo, ou seja, o valor a ser reconhecido no balanço patrimonial consolidado, não necessariamente a participação acionária adquirida.

^d MEEM: *Multi-period excess earnings*; RfR: *Relief-from-royalties*; WIWO: *with-or-without*. Para mais detalhes veja a seção 2.2.3.

^e I = vida útil indefinida.

^f Em geral, as marcas com vida útil definida têm prazos de utilização contratual.

^g Representa o acesso exclusivo aos clientes do Itaú-Unibanco. Entendemos ter uma natureza diferente da carteira de clientes.

Fonte: elaborada pelo autor.

⁴⁶ Valor atualizado monetariamente pelo IPCA até 31 de dezembro de 2015.

A valorização da maioria dos ativos foi realizada pela abordagem da receita. Em geral, cada classe de intangível foi mensurada por uma única metodologia. Em outras palavras, existem padrões de avaliação aceitos pelo mercado. Essas informações foram divulgadas para poucos ativos intangíveis, não sendo de divulgação obrigatória.

A vida útil dos ativos se mostrou bem diversificada, inclusive dentro de uma mesma classe de ativo intangível, como a das carteiras de clientes, que variou de 2 a 33 anos. Ou mesmo, as marcas e o fundo de comércio, que têm vida útil indefinida em alguns casos, e limitada, noutros. Nesse quesito, é indispensável entender que a vida útil influencia a velocidade da realização das mais-valias: quanto mais curta, maior seu impacto no lucro dos anos subsequentes à aquisição.

Por fim, a Tabela 44 apresenta detalhes dos maiores ativos intangíveis identificados nas classes de intangíveis mais frequentes:

Tabela 44 - Maiores ativos intangíveis por classe

Adquirida	Adquirente	Ano	Segmento	Valor justo (R\$ mm)^a
<u>CARTEIRA DE CLIENTES</u>				
Itaú-Unibanco	Itaú S.A.	2014	Bancos	48.064
Banco Votorantim	Banco do Brasil	2009	Bancos	4.716
Nossa Caixa	Banco do Brasil	2009	Bancos	4.159
Portugal Telecom	Oi	2014	Telefonia	3.650
Vivo Participações	Telefônica Brasil	2011	Telefonia	2.764
<u>MARCAS E PATENTES</u>				
Itaú-Unibanco	Itaú S.A.	2014	Bancos	6.647
Anhanguera	Kroton	2014	Serviços educacionais	2.223
Sadia	BRF	2009	Carnes e embutidos	2.040
Nova Casas Bahia	Grupo Pão de Açúcar	2009	Comércio – produtos diversos	1.224
Grupo OSI	Marfrig	2009	Carnes e embutidos	864
<u>ACORDO DE NÃO COMPETICAO</u>				
Merchant e-solution	Cielo	2012	Serviços financeiros	93
Anhanguera	Kroton	2014	Serviços educacionais	53
Connectmed administradora	Qualicorp	2014	Serviços médicos	44
Osklen	Alpargatas	2013	Calçados	24
Wise up	Ser educação	2013	Serviços educacionais	23
<u>LICENÇA</u>				
Vivo Participações	Telefônica Brasil	2011	Telefonia	17.428
Webjet	Gol	2011	Transporte	647
Anhanguera	Kroton	2014	Serviços educacionais	546
Teaçu Armazéns Gerais	Cosan	2012	Açúcar e etanol	425
Unopar	Kroton	2011	Serviços educacionais	247

^a Valor em milhões atualizado pelo IPCA até 31 de dezembro de 2015.

Fonte: elaborada pelo autor.

As carteiras de clientes estão presentes nos cinco setores e, em praticamente todos os segmentos econômicos. Todavia, as oito maiores carteiras da nossa amostra, que são as únicas que ultrapassam o valor atualizado de R\$ 1 bilhão – concentram-se no segmento dos *bancos* e de *telefonia*. Relacionamentos fortes são marcados por exclusividade, produtos com difícil substituição, ciclo de vendas longo e pouco uso de desconto (Catty, 2013).

Assim como as carteiras de clientes, as marcas também são encontradas nos mais diversos segmentos. Elas são definidas pela *American Market Association* como “nome, termo, sinal ou desenho, ou uma combinação desses que serve para identificar mercadorias e serviços de um vendedor ou grupo de vendedores, e para diferenciá-lo da concorrência” (Catty, 2013). As marcas englobam a da própria empresa como as de seus produtos, e a técnica de avaliação predominante para esse ativo é o RfR, que considera o valor presente líquido da economia de não ter que pagar os *royalties* pela sua utilização. Em geral, as marcas são mensuradas pela aplicação de uma taxa de *royalties* pela receita líquida. Em nossa amostra quatro marcas superaram o valor justo atualizado de R\$ 1 bilhão, sendo uma delas inclusive no segmento de *serviços educacionais* (Anhanguera), e outra, no exterior (Grupo OSI).

Os acordos de não competição proíbem uma pessoa ou uma empresa de competir em determinado mercado por um determinado período de tempo. Seu principal propósito é proteger o comprador de um dos vendedores usarem os recursos da venda e se reestabelecerem como um competidor. Deve-se considerar a essência econômica do acordo, analisando se esse não é apenas um pagamento adiantado por futuros serviços - desse modo não seria um intangível, mas sim um pagamento antecipado. O objetivo do acordo é o de evitar a competição, e não somente a manutenção dos vendedores no negócio. Mesmo que encontrados em diversas combinações de negócios, tais acordos não são avaliados, em geral, por montantes muito altos; o maior deles foi mensurado por pouco menos de R\$ 100 milhões.

Grande parte das licenças identificadas tiveram seu valor justo avaliado WIWO. A maior licença identificada em nossa amostra, e com larga diferença, é a de operação da Vivo (R\$ 17 bilhões). Em seguida, figuram as licenças de utilização de aeroportos da Webjet. Elas são frequentemente encontrados nas aquisições do segmento de *serviços educacionais*.

5.2. Análise descritiva das determinantes do *goodwill*

A Tabela 45 apresenta a análise descritiva das variáveis que serão utilizadas no modelo econométrico desta pesquisa, e posteriormente, elas serão exploradas com maior profundidade. Conforme detalhado na Seção 4, nossa amostra tem 307 aquisições.

A média da variável de interesse da nossa tese foi 0,61 [*GOODWILL*]. Por meio do seu elevado desvio-padrão, observamos que aproximadamente 2/3 dos valores estão entre 0,23 e 0,93. Conforme demonstrado no histograma apresentado na Figura 22, sua função é ligeiramente leptocúrtica e assimétrica - a cauda esquerda é mais grossa e longa. Em uma análise visual, a maioria das observações são inferiores à mediana e a cauda esquerda é consideravelmente uniforme. Também é notória a concentração de valores em torno de 0,85, essa característica revela a influência das observações referentes às companhias do setor de *serviços*, que se concentraram nessa faixa. A Figura 23 apresenta um histograma do setor de *serviços*, e a Figura 24, por sua vez, do setor de *bens não de uso*.

Tabela 45 - Análise descritivas das variáveis do modelo^a

Variável	Média / (Frequência)	Desvio- padrão	Coefficiente de variação	1º Quartil	3º Quartil	Assimetria	Curtose
GOODWILL	0,61	0,33	0,54	0,28	0,86	0,15	2,87
BONUS	0,29	0,19	0,65	0,16	0,43	0,07	2,32
RELEVANCE	1,84	1,05	0,57	1	2	1,23	3,78
COVERAGE	9,68	4,12	0,43	7	13	0,10	2,30
PPE	0,18	0,13	0,72	0,06	0,30	0,59	3,37
MTB	2,79	2,06	0,74	1,45	3,69	-2,70	17,19
STOCK	(17,92%)						
TAX	(43,00%)						

^a Retirado os *outliers* com *goodwill* maior que 200% do custo de aquisição (9 obs) ou o igual ao zero, pois o valor da aquisição foi baseado no patrimônio líquido contábil ou no valor justo dos ativos líquidos (9 obs).

Figura 22 - Histograma da variável dependente da amostra

Fonte: elaborada pelo autor.

Dando continuidade, seguem agora os histogramas dos setores de *bens não de uso* e o de *serviços*. Esses foram os dois setores com o maior número de aquisições na amostra.⁴⁷

Figura 23 - Histograma da variável dependente da amostra do setor de bens não de uso⁴⁸

Fonte: elaborada pelo autor.

Figura 24 - Histograma da variável dependente da amostra do setor de serviços⁴⁹

Fonte: elaborada pelo autor.

⁴⁷ O setor de *bens de uso* tem 97 observações e o setor de *serviços* tem 117.

⁴⁸ A curtose da amostra é 3,89 e a assimetria é 0,83 (*bens não de uso*).

⁴⁹ A curtose da amostra é 3,60 e a assimetria é -0,49 (*serviços*).

Durante a coleta manual de informações foi identificada a idade do CEO da companhia ao final do ano no qual ocorreu a aquisição, bem como seu tempo ocupando o cargo (i.e., seu *tenure*). Na média, a idade dos CEO no ano da aquisição era de 48 anos, e ele está no cargo por aproximadamente seis anos. Além disso, a remuneração variável média foi de 29% do seu pacote de benefícios anual total [*BONUS*].

O setor que apresentou o percentual de remuneração variável com a média mais baixa foi o de *serviços*. A mais alta, por outro lado, foi encontrada no setor de *concessões*. O primeiro deles, é corrente a prática de pagar parte relevante do pacote de remuneração da diretoria com *stock options* (86% das aquisições da sua sub-amostra). Quando da utilização dessa modalidade de pagamento, seu percentual médio foi de 41% da remuneração total, ou seja, uma participação bastante elevada. A Tabela 46 apresenta as médias dos bônus, idades e *tenures* dos CEOs para as aquisições ocorridas em cada um dos cinco setores.⁵⁰

Tabela 46 - Resumo do perfil dos CEOs por setor

Setor	Média			
	Bônus	Idade	Tenure	% Goodwill
Concessões	48%	50	5	69%
Financeiro	37%	52	7	53%
Bens não de uso	42%	55	6	44%
Bens de uso	31%	49	7	58%
Serviços	21%	43	5	74%

Fonte: elaborada pelo autor.

Ignorando o setor de *concessões*, que teve apenas nove operações efetivamente utilizadas em nossa amostra, os dois que mais se destacam são os de *bens não de uso* e o de *serviços*. Para o último, a média da nossa variável de interesse foi a mais elevada e, simultaneamente, as médias de remuneração variável e idade dos CEOs foram as baixas. Em contraste, a situação para o setor de *bens não de uso* é inversa, o menor *goodwill*, e a idade e o

⁵⁰ Doravante não estamos apresentando o setor *outros*.

bônus mais elevados. Adiante, a Tabela 47 apresenta as mesmas informações da Tabela 46, mas aqui segregadas nas faixas de percentual de remuneração variável da diretoria.⁵¹

Tabela 47 – Faixas do % de bônus do CEO: *goodwill*, idade e *tenure*^a

Bônus	Número de aquisições	Médias		
		% <i>Goodwill</i>	Idade	<i>Tenure</i>
0 a 10%	62	66%	42	8
10% a 30%	90	56%	49	8
30% a 48%	103	62%	49	4
48% ou mais	52	61%	51	6

^a Remuneração variável total da diretoria / remuneração total da diretoria. As faixas de percentuais foram definidas com base da média (0,29) e no desvio-padrão (0,19) da amostra.

Fonte: elaborada pelo autor.

Segundo Healy (1985), quando a remuneração do gestor está fora de determinada faixa de importância, sendo inferior ou superior, o ganho pessoal não é grande o suficiente para influenciar na escolha de políticas contábeis profícuas. Aplicando essa teoria para o objeto da nossa pesquisa, Detzen e Zuelch (2012) sugerem que a associação entre o percentual de *goodwill* das aquisições e a remuneração variável do CEO não é linear. Somente existe associação entre elas quando ele tem o percentual de sua remuneração variável dentro de uma faixa de importância; estando fora dela, seja superior ou inferior, não existe associação significativa.

Em nossa pesquisa, o percentual de *goodwill* médio para as aquisições cujo CEO da compradora tinha uma remuneração variável entre 10% a 30% foi inferior às localizadas na faixa entre 30% a 48% - uma diferença de 6 pontos percentuais. (62% - 58%). A idade média dos CEOs é a mesma para ambas as faixas - 49 anos.

A próxima variável da pesquisa é a participação de ações próprias como forma de contraprestação [*STOCK*], que foi utilizada em 18% das observações da nossa amostra, conforme evidenciado na Tabela 45.

⁵¹ Remuneração variável total da diretoria / remuneração total da diretoria.

Com base nas observações efetivamente utilizadas em nosso modelo, quando da utilização dessa forma de pagamento, o *goodwill* médio foi de 58%. Já na sua ausência, o percentual subiu ligeiramente, ficando em torno de 61% do custo da aquisição. A Tabela 48 apresenta a mesma análise, mas agora segregada por setor e por relevância do custo da aquisição em relação ao ativo total da adquirente [*RELEVANCE*]. Para cada um dos cinco setores e das quatro faixas de relevância é apresentada a frequência de utilização da entrega de ações como uma das formas de contraprestação, bem como os percentuais médios do custo total da aquisição alocado ao *goodwill* no caso de sua utilização ou não.

Tabela 48 – Uso de ações próprias como forma de contraprestação

Setores	Concessões	Financeiros	Bens não de uso	Bens de uso	Serviços
Frequência	44,4%	24,1%	8,9%	18,6%	17,1%
SIM - % <i>goodwill</i>	67,1%	28,6%	31,9%	48,9%	80,7%
NÃO - % <i>goodwill</i>	71,4%	60,7%	44,7%	59,5%	72,1%
Relevância ^a	Até 1%	1% a 5%	5% a 10%	10% ou mais	
Frequência	5,3%	21,7%	15,2%	71,0%	
SIM - % <i>goodwill</i>	27,0% ^a	75,0%	59,4%	51,7%	
NÃO - % <i>goodwill</i>	60,1%	64,8%	70,1%	55,1% ^b	

^a Custo da aquisição / valor do ativo total da adquirente ao final do ano da aquisição.
^b Apenas oito operações.
^c Apenas nove operações.

Fonte: elaborada pelo autor.

Com base na Tabela 48, podemos elencar algumas considerações sobre a utilização de ações próprias como uma das formas de contraprestação nas combinações de negócios da nossa amostra (valores em destaque nos campos hachurados):

- somente no setor de *serviços* o percentual de *goodwill* foi superior na presença desta forma de contraprestação;
- a maior diferença do percentual de *goodwill* entre os dois cenários, com e sem a emissão de ações, ocorreu no setor *financeiro* (aproximadamente 32%);

- c) amplamente utilizada no setor de *concessões* (frequência de 44%);
- d) incomum no setor de *bens não de uso* (frequência de 9%);
- e) muito usual nas operações mais relevantes, nas quais o custo de aquisição foi superior a 10% do ativo total da adquirente (71% das observações);
- f) raramente foi utilizada na primeira faixa de relevância (5% das observações); e
- g) com exceção da segunda faixa de relevância, cujo o custo da aquisição ficou entre 1% e 5% do ativo da adquirente, a proporção média de *goodwill* foi inferior quando houve emissão de ações.

Conforme mostra a Tabela 45, o aproveitamento tributário do *goodwill* [TAX] ocorreu em 43% das observações da amostra. Para as combinações de negócios que resultaram nesse aproveitamento, a proporção média do *goodwill* foi de 60%, na ausência do benefício aumentou ligeiramente para 62% do custo da aquisição.

A Tabela 49 exibe a mesma análise que é apresentada no parágrafo anterior, mas agora segregada por setor e por relevância do custo da aquisição em relação ao ativo total da adquirente [RELEVANCE]. Para cada um dos cinco setores e das quatro faixas de relevância é apresentada a frequência do aproveitamento tributário, bem como os percentuais médios do custo total da aquisição alocado ao *goodwill*, nos casos de sua utilização ou não.

Tabela 49 – Benefícios tributário

Sector	Concessões	Financeiros	Bens não de uso	Bens de uso	Serviços
Frequência	55,6%	44,8%	33,3%	33,0%	45,4%
SIM - % <i>goodwill</i>	55,2%	56,0%	25,5%	54,6%	68,7%
NÃO - % <i>goodwill</i>	87,4%	50,6%	52,6%	59,0%	74,9%
Relevância ^a	Até 1%	1% a 5%	5% a 10%	10% ou mais	
Frequência	23,8%	53,2%	66,7%	80,7%	
SIM - % <i>goodwill</i>	51,4%	67,5%	61,5%	53,7%	
NÃO - % <i>goodwill</i>	61,2%	66,5%	60,2%	48,0% ^b	

^a Custo da aquisição / Valor do ativo total da adquirente ao final do ano da aquisição.

^b Apenas oito operações

Fonte: elaborada pelo autor.

Com base na Tabela 49 apresentamos as seguintes análises sobre os valores em destaque nos campos hachurados:

- a) somente no setor *financeiro* o percentual de *goodwill* foi superior quando houve o seu aproveitamento tributário;
- b) o aproveitamento tributário se mostrou mais frequente no setor de *concessões* (56% das aquisições);
- c) no setor de *concessões* a diferença entre aquelas operações que tiveram ou não o benefício foi a maior da pesquisa, ficando em aproximadamente 32 pontos percentuais. Em seguida, vem o setor de *bens não de uso*, com uma diferença de 27 pontos percentuais;
- d) quanto mais relevante a aquisição, maior a frequência do aproveitamento tributário do *goodwill*, indo de 24% na primeira faixa para 81% na última; e
- e) para as combinações de negócios da primeira faixa de relevância (até 1%), a média de do custo de aquisição alocado ao *goodwill* é inferior quando existiu o aproveitamento tributário. Já para todas as outras faixas a relação é inversa: o *goodwill* se mostra superior.

Para a utilização de ações próprias como uma das formas de contraprestação e o aproveitamento tributário do *goodwill* conjuntamente, limitamos nossa análise ao total e aos dois setores com mais operações, pois para os outros setores, o número de aquisições com ambas as características foi insignificante. A Tabela 50 apresenta essas informações.

Tabela 50 – Uso conjunto de ações próprias como forma de contraprestação e do benefício tributário

Setor	Total	Bens de uso	Serviços
Frequência	12,7%	9,3%	15,4%
SIM - % <i>goodwill</i>	61,8%	50,6%	82,4%
NÃO - % <i>goodwill</i>	60,7%	55,2%	72,0%
Relevância ^a	Até 1%	1% a 10%	10% ou mais
Frequência	19,8%	11,4%	64,5%
SIM - % <i>goodwill</i>	33,6%	76,2%	53,3%
NÃO - % <i>goodwill</i>	30,7%	63,8%	51,3%

^a Custo da aquisição / valor do ativo total da adquirente ao final do ano da aquisição.

Fonte: elaborada pelo autor.

Utilizando os valores em destaque nos campos hachurados da Tabela 50, podemos tecer algumas considerações a respeito da existência conjunta de contraprestação em ações e o aproveitamento tributário do *goodwill*:

- a) a frequência no setor de *serviços* foi superior à do setor de *bens de uso*;
- b) na média total e no setor de *serviços* a proporção de *goodwill* foi superior na existência concomitante das duas características. Já no setor de *bens de uso* o resultado foi o oposto.
- c) a ocorrência das duas características concomitantemente é majoritária nas operações mais relevantes (10% ou mais), chegando a aproximadamente 65% das combinações de negócios; e
- d) para todas as três faixas de relevância, os resultados apontam que a proporção do *goodwill* foi superior para as operações com as duas características em questão.

O número médio de analistas por empresa cadastrado na base de dados I/E/B/S da Thompson Reuters foi de 10 por empresa adquirente.⁵² A Tabela 51 apresenta um resumo segregado entre os seis setores e os seis anos.

Tabela 51 - Média de analistas por setor/ano da amostra

Setor	Média	Ano	Média
Total	9,8	2009	9,4
Concessões	11,3	2010	11,0
Financeiro	12,9	2011	9,0
Bens não de uso	9,4	2012	8,6
Bens de uso	11,6	2013	9,0
Serviços	7,7	2014	10,5
Outros	9,5	2015	11,9

Fonte: elaborada pelo autor.

Podemos observar que o setor *financeiro* apresentou a maior média de analistas por empresa, por outro lado, o de *serviços* ficou com a menor, com 13 e 8, respectivamente. Entre os anos de 2011 a 2013 houve uma queda acentuada no número de analistas que voltou a subir entre 2014 e 2015, chegando a média ficou em 12 analistas por empresa ao final deste - um aumento de 38% em relação a 2012.

A Tabela 52 evidencia que não existe uma relação clara entre o aumento do número de analistas acompanhando uma companhia e a proporção média do custo de aquisição alocado ao *goodwill* nas combinações de negócios realizadas por elas.

⁵² Data-base: 31 de dezembro de cada ano. Somente somamos os analistas de ações ON e PN quando ambas faziam parte do IBr-A. Companhias que realizaram mais de uma aquisição foram computadas múltiplas vezes.

Tabela 52 – *Goodwill* por faixa de número de analistas

Número de analistas ^a	Quantidade	% <i>goodwill</i>
De 0 a 5	44	54,6%
De 6 a 10	134	67,4%
De 11 a 14	84	53,5%
14 ou mais	45	61,6%

^a As faixas foram definidas com base da média (9,80) e no desvio-padrão (4,06).

Fonte: elaborada pelo autor.

Em uma divisão em cinco *portfolios* por faixa relevância do custo da aquisição em relação ao ativo total da adquirente [*RELEVANCE*], a Tabela 53 indica a proporção de *goodwill* médio por faixa, bem como o número de observações em cada uma delas.

Tabela 53 – *Goodwill* por faixa de relevância da aquisição⁵³

Faixas	Quantidade	% <i>goodwill</i>
0 – 1%	151	58,9%
1 – 5%	92	67,1%
5 – 10%	33	61,0%
10% - 20%	23	51,9%
20% ou mais	8	54,5%

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 54 apresenta informações sobre o índice de imobilização médio [*PPE*], que está no nível de segmento econômico em que atua a empresa compradora. De modo geral, o índice de imobilização de cada segmento apresentou uma razoável associação com a magnitude média do custo de aquisição alocado à mais-valia. Além disso, o ajuste no ativo

⁵³ Custo da aquisição / valor do ativo total da adquirente ao final do ano da aquisição.

imobilizado se mostrou o mais relevante em seis dos dez segmentos com as maiores imobilizações.

Tabela 54 - Segmento com os maiores índices de imobilização

Segmento	% Imobilização ^a	% Mais-valia ^b	Ajuste mais relevante ^c
Mineração	64,3%	74,0%	Direito de exploração
Agricultura	62,6%	n/a ^d	n/a ^d
Transporte ferroviário	49,5%	32,0%	Imobilizado e contrato de concessão
Madeira e Papel	47,0%	44,9%	Imobilizado e ativo biológico
Petróleo e gás	40,6%	124,5%	Imobilizado e bônus de assinatura
Siderurgia	39,2%	65,6%	Imobilizado
Energia elétrica	32,9%	32,0%	Contrato de concessão
Construção civil	32,7%	47,6%	Imobilizado
Carnes e derivados	30,0%	37,3%	Imobilizado e carteira de clientes
Telefonia	29,9%	25,8%	Carteira de clientes

^a Média (ativo imobilizado líquido / ativo total).

^b Média (mais-valia / custo de aquisição). Essa informação não estava disponível para todas as combinações de negócios da nossa amostra.

^c Representa o ativo que figurou mais vezes como o mais relevante nas aquisições ocorridas dentro do segmento econômico. Essa informação não estava disponível para todas as combinações de negócios a nossa amostra.

^d Não ocorreu nenhuma aquisição neste setor.

Fonte: elaborada pelo autor.

Todas as aquisições do segmento de *mineração* foram realizadas pela Vale S.A., tendo como ajuste mais relevante, na ampla maioria das vezes, o direito de exploração mineral, podendo ser este o próprio motivo da aquisição. Para o segmento de *energia elétrica*, apenas na atividade de geração a infraestrutura é reconhecida no ativo imobilizado - nas empresas de transmissão e distribuição de energia ela está classificada no ativo financeiro e no intangível, respectivamente. O segmento de *telefonia* foi outro com alto nível de imobilização, mas o ajuste nesta classe de ativo não figurou como o mais relevante. Mesmo que a infraestrutura seja relevante, o principal valor encontra-se na carteira de clientes, diferentemente do que se

verifica no segmento de *energia elétrica*. Como no segmento de *telefonia* existe competição, não havendo um monopólio, a fidelização dos clientes possui um valor muito elevado.

Por fim, a Tabela 55 apresenta a matriz de correlação entre todas as variáveis que foram utilizadas no modelo econométrico desta tese. A variável dependente [*GOODWILL*] apresentou um coeficiente de correlação fraco e negativo em relação a todas as variáveis do 1º nível. Todavia, no 2º nível, a correlação foi negativa e considerável com o índice de imobilização médio do segmento econômico [*PPE*]. Para concluir, chamamos a atenção para a associação significativa entre o uso de ações próprias como forma de contraprestação [*STOCK*], o aproveitamento fiscal [*TAX*] e a relevância da aquisição [*RELEVANCE*]. Em outras palavras, é comum a utilização de ações próprias e o aproveitamento fiscal do *goodwill* nas operações mais relevantes - em tais situações, na média, o percentual do custo de aquisição alocado ao *goodwill* foi superior à média da amostra.⁵⁴

⁵⁴ Para mais detalhes veja a Tabela 50.

Tabela 55 – Matriz de correlação entre as variáveis

Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
GOODWILL (1)								
BONUS (2)	- 0,045							
STOCK (3)	- 0,038	- 0, 053						
TAX (4)	- 0,038	- 0,042	0,263					
RELEVANCE (5)	- 0,023	0,027	0,448	0,398				
COVERAGE (6)	- 0,045	0,103	0,033	- 0,181	- 0,197			
PPE (7)	- 0,298	0,059	- 0,072	- 0,075	- 0,012	0,109		
MTB (8)	0,137	- 0,141	0,031	0,133	0,004	-0,109	-0,157	

Os valores representam o Coeficiente de Correlação Pearson.

Fonte: elaborada pelo autor.

5.3. Análise estatística das determinantes do *goodwill*

A distribuição dos valores observados para a variável de interesse do nosso modelo, que é a proporção do custo de aquisição alocado como *goodwill*, não apresenta normalidade. Tal ausência é verificável por simples análise visual de seu histograma, apresentado na Figura 22, ou mesmo pelos testes estatísticos tradicionais.⁵⁵ Desse modo, a utilização de quaisquer modelos de regressões lineares tradicionais, que sejam estimados por mínimos quadrados ordinários (MQO), mostra-se inadequada, uma vez que os pressupostos da regressão, principalmente, o referente à normalidade dos resíduos, não serão atendidos. Como consequência, quaisquer inferências não seriam válidas.

Os modelos tradicionais pressupõem a independência entre as observações. No entanto, acreditamos que nossa amostra tenha uma estrutura de grupo, ou seja, existem níveis hierárquicos nos quais as observações dentro dos seus grupos não possuem independência. Sua desconsideração faria com que os estimadores fossem viesados e inconsistentes (Gelman, 2006). Essa característica poderia ser contemplada no modelo econométrico de diversas maneiras, entre elas, destacamos: isolar um segmento, utilizar um conjunto de variáveis *dummies* ou adotar um modelo que seja adequado a estrutura de ninhos.

Vale lembrar que temos 25 segmentos nos quais ocorreu alguma combinação de negócios durante o período coberto em nossa amostra (2009-2015). Utilizar apenas um segmento não seria viável, pois em nenhum deles teríamos observações suficientes, e não conseguiríamos analisar o efeito do segmento em si na proporção do custo de aquisição alocado como *goodwill*. Já a inserção de variáveis *dummies* para os segmentos não se mostraria o suficiente para capturar seus efeitos: além da quantidade excessiva de segmentos, não seria possível separar os efeitos observáveis dos não observáveis sobre a variável dependente (Rabe-Hesketh & Skrondal, 2012).

Assim, optamos pela última opção, o uso de uma técnica multivariada de dependência conhecida como modelos hierárquicos lineares ou modelos multinível (HLM – *Hierarchical Linear Models*), cuja característica basilar é a captura da estrutura aninhada dos dados,

⁵⁵ Testes: Shapiro-Wilk (*p-value* = 0,000) e Shapiro-Francia (*p-value* = 0,000).

levando em conta a dependência dos dados dentro dos níveis hierárquicos. Segundo Fávero et al. (2009), essa é uma técnica de dependência ainda pouco explorada, mas cuja a utilização está crescendo, em grande parte, devido ao surgimento de *softwares* específicos.

De forma resumida, o diferencial do HLM está na estimação de submodelos, conforme os níveis da estrutura dos dados, cada nível apresenta suas relações estruturais e sua variabilidade residual (Fávero et al., 2009). Portanto, os modelos hierárquicos consideram a variabilidade dos dados dentro dos níveis e entre eles, assumindo que as variáveis apresentam associações diferentes devido a sua estrutura aninhada. Ainda segundo Fávero et al. (2009), sujeitos que pertencem a um mesmo grupo compartilham um conjunto de estímulos semelhantes, o que favorece a homogeneidade entre eles.

O HLM é muito poderoso em estudos que envolvam o aninhamento natural dos dados, como em estudos nas áreas de educação e de saúde. Destacamos alguns argumentos apresentados por Soto e Morera (2005, citados por Fávero et al., 2009) em prol do HLM:

- a) viés de agregação: captura as diferenças contextuais entre os níveis hierárquicos (*inter-grupos*). Os resultados podem ter um significado diferente, se comparado ao da amostra agregada. Os contextos são diferentes de caso para caso, o que evita generalizações vagas;
- b) heterogeneidade: permite analisar simultaneamente os contextos (*inter-grupos*) e as heterogeneidades individuais (*intra-grupo*). O modelo não se limita as diferenças entre os contextos, o que torna possível lidar com a falta de independência dentro dos níveis hierárquicos; e
- c) banco de dados desequilibrados: não requer que a estruturação dos dados seja equilibrada.

Para a presente pesquisa, as aquisições foram segregadas em “ninhos”, dispostos inicialmente em dois níveis hierárquicos: setor e segmento econômico da entidade adquirente. A ideia é de que as observações de um mesmo grupo têm estímulos semelhantes, apresentando certa homogeneidade entre si e, simultaneamente, diferença entre os grupos. A Figura 25 ilustra os níveis hierárquicos.

Figura 25 - Estrutura hierárquica no HLM

Fonte: elaborada pelo autor.

Com base na Figura 25, a lógica do HLM é explorada nos Gráficos 26 a 29.

Figura 26 - Observações vs. média global (HLM)

Fonte: adaptado do The Stata Blog.

Figura 27 - Média segmento vs. média setor (HLM)

Fonte: adaptado do The Stata Blog

Figura 28 - Média segmento vs. média setor vs. média global (HLM)

As média dos setores serão diferentes das média global da amostra.

Fonte: adaptado do The Stata Blog.

A notação utilizada no HLM é apresentada na Equação 4, ela ainda é de um modelo simplificado, que somente contempla o intercepto - o efeito de todas variáveis independentes é capturado pelo resíduo.

$$Y_{ijk} = \mu + e_{ijk} \quad (4)$$

Sendo,

γ = valor observado;

i = hierarquia nível 3 (setor econômico);

j = hierarquia nível 2 (segmento econômico);

k = hierarquia nível 1 (observação);

μ = parte fixa; e

e = parte aleatória.

Cada observação pode ser definida por uma parte fixa do modelo (μ), acrescida de seu resíduo (e). Esse desvio representa a distribuição dos erros, e pode ser decomposto em três partes. Elas descrevem sua magnitude relativa ao segundo nível (μ_{ij}), ao terceiro (μ_i) e à média global (μ). Com base na estimativa de cada um desses desvios, podemos estimar suas variabilidades e realizar suposições acerca de suas distribuições. A Equação 5 decompõe esses componentes.

$$Y_{ijk} = \mu_{000} + \sigma_{00k} + \tau_{0jk} + \varepsilon_{ijk} \quad (5)$$

Figura 29 - Média segmento vs. média setor vs. média global interpretação (HLM)

Fonte: adaptado do The Stata Blog

A Tabela 56 apresenta as variáveis do modelo e seus respectivos níveis hierárquicos:

Tabela 56 - Justificativa e o nível hierárquico das hipóteses

Nível	Variável	Nomenclatura
3º nível - Setor	Nenhuma	
2º nível 2 - Segmento	<i>Market-to-book ratio</i>	<i>MTB</i>
	% de ativo imobilizado médio	PPE
	Remuneração variável	BONUS
	Número de analistas	COVERAGE
1º nível 1 - Aquisição	Relevância da aquisição	RELEVANCE
	Entrega de ações próprias	STOCK
	Aproveitamento fiscal	TAX

Fonte: elaborado pelo autor.

Na Tabela 57 são apresentadas as estatísticas descritivas dos setores e segmentos:

Tabela 57 - Observações por nível

Nível	Número de grupos	Observações por grupo		
		Mínimo	Média	Máximo
Setores (3º nível)	6	9	51,2	117
Segmentos (2º nível)	25	1	12,3	52

Fonte: elaborado pelo autor.

Para o modelo HLM ser mais adequado frente às outras alternativas, a variável dependente [*GOODWILL*] deve ser diferente entre os níveis (*inter-grupos*), bem como dentro deles (*intra-grupos*). Em outras palavras, deve existir variância entre os indivíduos dentro dos grupos e entre os grupos (Tabachnick & Fidell, 2013). Na Tabela 58 apresentamos os principais resultados do Teste Nulo, que contempla somente um nível adicional, o segmento econômico das empresas envolvidas na combinação de negócios.

Tabela 58 - Teste nulo com dois níveis

<u>Efeitos fixos</u>	Coefficiente	Desvio-padrão	<i>p-value</i>
INTERCEPTO	0,531	0,041	0,000
<u>Efeitos aleatórios</u>	Estimativa	Desvio-padrão	
VARIÂNCIA - NÍVEL 2	0,026	0,011	
VARIÂNCIA - RESIDUAL	0,086	0,007	
<u>Decomposição da variância</u>	% por nível		
1º NÍVEL - AQUISIÇÃO	74,2%		
2º NÍVEL - SEGMENTO	26,3%		
<u>Teste LR</u>	Estimativa	<i>p-value</i>	
CHI-QUADRADO	48,9	0,000	

* 307 observações.

Fonte: elaborado pelo autor.

O percentual de *goodwill* [*GOODWILL*] se mostrou diferente entre e dentro dos segmentos da amostra. Isoladamente, sem considerar nenhum outro fator, o segmento econômico da adquirente explicou aproximadamente 25% da magnitude do *goodwill*. Em adição, por meio do Teste LR, o uso do HLM se mostrou mais adequado frente às técnicas tradicionais de regressão linear em um nível.

Na sequência, adicionamos o 3º nível, que é o setor econômico, e avaliaremos qual é o melhor modelo, se com dois ou três níveis. Conforme a Tabela 59, o efeito da inclusão de mais um nível não é significativo. A relação entre sua estimativa (0,014) e seu desvio-padrão (0,013) fornece evidências de que o acréscimo de explicação da variância do *goodwill* é praticamente nulo. Mesmo com o aumento do teste LR, a adição do terceiro nível não é justificável, pois ela tem pouco a incrementar o modelo. Seguem os principais resultados do teste do Teste Nulo com três níveis

Tabela 59 - Teste nulo com três níveis

<u>Efeitos fixos</u>	Coeficiente	Desvio-padrão	<i>p-value</i>
INTERCEPTO	0,533	0,056	0,000
<u>Efeitos aleatórios</u>	Estimativa	Desvio-padrão	
VARIÂNCIA - NÍVEL 3	0,011	0,010	
VARIÂNCIA - NÍVEL 2	0,017	0,008	
VARIÂNCIA - RESIDUAL	0,086	0,007	
<u>Decomposição da variância</u>	% por nível		
1º NÍVEL - AQUISIÇÃO	66,3%		
2º NÍVEL - SEGMENTO	24,4%		
3º NÍVEL - SETOR	9,3%		
<u>Teste LR</u>	Chi-quadrado	<i>p-value</i>	
	54,7	0,000	
* 307 observações			

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base nos resultados apresentado nas Tabelas 58 e 59, não rejeitamos a Hipótese 1 (H1), pois **os resultados indicam haver variabilidade significativa no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre as aquisições envolvendo empresas de segmentos econômicos diferentes.** Em outras palavras, parte do percentual de *goodwill* de nossa amostra é explicado por fatores ligados ao segmento da adquirente.

Do mesmo modo, também não podemos rejeitar a Hipótese 2 (H2), já que **os resultados indicam haver variabilidade significativa no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre aquisições envolvendo empresas de um mesmo segmento econômico.** A variância residual dos efeitos aleatórios indica a existência de variabilidade entre as proporções de *goodwill* dentro de cada um dos segmentos de nossa amostra, ou seja, fatores de 1º nível têm influência sobre a variável dependente.

A não rejeição dessas duas hipóteses suportam a utilização do HLM com dois níveis hierárquicos. Dando sequência à estruturação do modelo econométrico desta pesquisa, apresentamos suas duas equações iniciais: a Equação 6 representa o primeiro nível da hierarquia do modelo, contemplando suas cinco (5) variáveis independentes, já o conjunto de fórmulas acumuladas na Equação 7 representa o segundo nível, contendo as cinco (5) equações do primeiro nível e as duas (2) variáveis independentes do segundo.

1º nível

$$\begin{aligned} \text{GOODWILL}_{ij} = & \beta_0 + \beta_1(\text{BONUS}_{ij}) + \beta_2(\text{STOCK}_{ij}) + \beta_3(\text{TAX}_{ij}) \\ & + \beta_4(\text{RELEVANCE}_{ij}) + \beta_5(\text{COVERAGE}_{ij}) + \varepsilon_{ij} \end{aligned} \quad (6)$$

2º nível

$$\begin{aligned} \beta_0 &= \gamma_{00} + \gamma_{10}(\text{PPE}_j) + \gamma_{20}(\text{MTB}_j) + \tau_{0j} \\ \beta_1 &= \gamma_{01} + \gamma_{11}(\text{PPE}_j) + \gamma_{21}(\text{MTB}_j) + \tau_{1j} \\ \beta_2 &= \gamma_{02} + \gamma_{12}(\text{PPE}_j) + \gamma_{22}(\text{MTB}_j) + \tau_{2j} \\ \beta_3 &= \gamma_{03} + \gamma_{13}(\text{PPE}_j) + \gamma_{23}(\text{MTB}_j) + \tau_{3j} \\ \beta_4 &= \gamma_{04} + \gamma_{14}(\text{PPE}_j) + \gamma_{24}(\text{MTB}_j) + \tau_{4j} \\ \beta_5 &= \gamma_{05} + \gamma_{15}(\text{PPE}_j) + \gamma_{25}(\text{MTB}_j) + \tau_{5j} \end{aligned} \quad (7)$$

Substituindo os itens da Equação 6 pelos apresentados na Equação 7, ficamos com a equação combinada indicada na Equação 8.

$$\begin{aligned}
 \text{GOODWILL}_{ij} = & \gamma_{00} + \gamma_{10}(\text{PPE}_j) + \gamma_{20}(\text{MTB}_j) + \tau_{0j} + (\gamma_{01} + \gamma_{11}(\text{PPE}_j) \\
 & + \gamma_{21}(\text{MTB}_j) + \tau_{1j})(\text{BONUS}_{ij}) + (\gamma_{02} + \gamma_{12}(\text{PPE}_j) \\
 & + \gamma_{22}(\text{MTB}_j) + \tau_{2j})(\text{STOCK}_{ij}) + (\gamma_{03} + \gamma_{13}(\text{PPE}_j) \\
 & + \gamma_{23}(\text{MTB}_j) + \tau_{3j})(\text{TAX}_{ij}) + (\gamma_{04} + \gamma_{14}(\text{PPE}_j) \\
 & + \gamma_{24}(\text{MTB}_j) + \tau_{4j})(\text{RELEVANCE}_{ij}) + (\gamma_{05} + \gamma_{15}(\text{PPE}_j) \\
 & + \gamma_{25}(\text{MTB}_j) + \tau_{5j})(\text{COVERAGE}_{ij}) + \varepsilon_{ij}
 \end{aligned} \tag{8}$$

Para chegar à fórmula de nosso modelo completo reajustamos a Equação 8, ficando com a Equação 9:⁵⁶

$$\begin{aligned}
 \text{GOODWILL}_{ij} = & \gamma_{00} + \gamma_{10}(\text{PPE}_j) + \gamma_{20}(\text{MTB}_j) \\
 & + \gamma_{01}(\text{BONUS}_{ij}) + \gamma_{11}(\text{PPE}_j \times \text{BONUS}_{ij}) + \gamma_{21}(\text{MTB}_j \times \text{BONUS}_{ij}) \\
 & + \gamma_{02}(\text{STOCK}_{ij}) + \gamma_{12}(\text{PPE}_j \times \text{STOCK}_{ij}) \\
 & + \gamma_{22}(\text{MTB}_j \times \text{STOCK}_{ij}) + \gamma_{03}(\text{TAX}_{ij}) + \gamma_{13}(\text{PPE}_j \times \text{TAX}_{ij}) \\
 & + \gamma_{23}(\text{MTB}_j \times \text{TAX}_{ij}) + \gamma_{04}(\text{RELEVANCE}_{ij}) \\
 & + \gamma_{14}(\text{PPE}_j \times \text{RELEVANCE}_{ij}) \\
 & + \gamma_{24}(\text{MTB}_j \times \text{RELEVANCE}_{ij}) + \gamma_{05}(\text{COVERAGE}_{ij}) \\
 & + \gamma_{15}(\text{PPE}_j \times \text{COVERAGE}_{ij}) + \gamma_{25}(\text{MTB}_j \times \text{COVERAGE}_{ij}) + \tau_{0j} \\
 & + \tau_{1j}(\text{BONUS}_{ij}) + \tau_{2j}(\text{STOCK}_{ij}) + \tau_{3j}(\text{TAX}_{ij}) + \tau_{4j}(\text{RELEVANCE}_{ij}) \\
 & + \tau_{5j}(\text{COVERAGE}_{ij}) + \varepsilon_{ij}
 \end{aligned} \tag{9}$$

Com base no modelo completo, apresentado na Equação 9, eliminamos as variáveis que não apresentaram associação estatisticamente significativa com a variável dependente [*GOODWILL*], chegando ao seguinte modelo final descritos na Equação 10, cujos resultados são apresentados na Tabela 60:

⁵⁶ Veja o Anexo B para o resultado do teste completo.

$$\begin{aligned} \text{GOODWILL}_{ij} = & \gamma_{00} + \gamma_{05}(\text{COVERAGE}_{ij}) + \gamma_{13}(\text{PPE}_j \times \text{TAX}_{ij}) \\ & + \gamma_{15}(\text{PPE}_j \times \text{COVERAGE}_{ij}) + \tau_{0j} + \varepsilon_{ij} \end{aligned} \quad (10)$$

Tabela 60 – Modelo HLM final

<u>Efeitos fixos</u>	Coefficiente	Desvio-padrão	<i>p-value</i>
INTERCEPTO	0,560	0,065	0,000
COVERAGE	0,012	0,007	0,097
PPE * COVERAGE	- 0,047	0,021	0,024
PPE * TAX	- 0,345	0,154	0,025
<u>Teste de Wald</u>	Chi-quadrado	<i>p-value</i>	
	15,2	0,002	
<u>Efeitos aleatórios</u>	Estimativa	Desvio-padrão	
VARIÂNCIA - NÍVEL 2	0,015	0,007	
VARIÂNCIA - RESIDUAL	0,085	0,007	
<u>Decomposição da variância</u>	% por nível		
1º NÍVEL - AQUISIÇÃO	84,6%		
2º NÍVEL - SEGMENTO	15,4%		
<u>Teste LR</u>	Chi-quadrado	<i>p-value</i>	
	29,3	0,000	
* 307 observações			

Fonte: elaborado pelo autor.

Após ajustar o modelo ao melhor possível, sua formulação final é apresentada na Equação 11:

$$\begin{aligned} \text{GOODWILL}_{ij} = & 0,560 + 0,012 \times (\text{COVERAGE}_{ij}) - 0,345 \times (\text{PPE}_j \times \text{TAX}_{ij}) \\ & - 0,047 \times (\text{PPE}_j \times \text{COVERAGE}_{ij}) + \tau_{0j} + \varepsilon_{ij} \end{aligned} \quad (11)$$

Conforme os resultados apresentados na Tabela 60, encontramos uma associação significativa entre o percentual do custo de aquisição alocado ao *goodwill* e uma das variáveis de 1º nível isoladamente [*COVERAGE*]. Também identificamos associações com interações entre duas variáveis de 1º nível com uma das variáveis de 2º nível [*PPE x COVERAGE* e *PPE x TAX*].

Ceteris paribus, quanto mais elevado o número de analistas que acompanhavam a empresa no ano da aquisição [*COVERAGE*], maior foi a proporção de *goodwill*, independentemente do segmento econômico da adquirente. Todavia, esse efeito é reduzido conforme aumenta o índice de imobilização médio do segmento [*PPE*], esta associação negativa é demonstrada pela variável de interação [*PPE x COVERAGE*], que apresentou sentido oposto ao da variável subjacente de 1º nível. Em resumo, o número de analistas tem associação positiva com a proporção de *goodwill*, independentemente do segmento (*intra-grupo*), e associação negativa, variando inversamente ao índice de imobilização médio do segmento (*inter-grupo*).

Outra determinante que apresentou associação significativa negativa com a variável dependente foi a interação entre aproveitamento fiscal e o índice de imobilização do segmento [*PPE x TAX*]. Isoladamente, nenhuma das duas variáveis apresentou associação significativa. Devido ao fator de 1º nível ser binário - aproveitou ou não a dedutibilidade fiscal do *goodwill* - podemos inverter a explicação: somente no caso de aproveitamento fiscal, o índice de imobilização tem associação significativa negativa com o valor relativo do *goodwill*. O que faz sentido, uma vez que ela é um instrumento da intensidade da mais-valia, que tem associação inversa com o *goodwill*.

Assim como para as duas anteriores, não podemos rejeitar a terceira hipótese (H3). **Com base na significância do coeficiente de efeito fixo de uma das variáveis de 1º nível, não rejeitamos a hipótese de que há características das aquisições ou específicas da adquirente que explicam a variação do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre as aquisições envolvendo empresas de um mesmo segmento econômico.** Neste caso, a

sofisticação dos investidores, que é uma característica específica da adquirente, ligada à discricionariedade dos gestores na alocação do custo da aquisição.

Também não podemos rejeitar a quarta e última hipótese (H4). **Devido à associação significativa de duas variáveis de interação entre o 1º nível e 2º nível, não rejeitamos a hipótese de que há características específicas do segmento econômico que explicam a variação do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre empresas de segmentos econômicos diferentes.** No caso em tela, apenas o índice de imobilização médio do segmento econômico, já que o múltiplo patrimonial médio não apresentou nenhuma associação significativa, seja ela com efeitos fixos ou aleatório.

O resultado da quarta hipótese reforça a adequação e a utilidade do emprego do HLM ao nosso problema de pesquisa, já que os modelos tradicionais ignorariam as interações entre as variáveis no componente de efeitos fixos e as interações entre termos de erro e as variáveis de efeitos aleatórios (Goldstein, 2011).

Ao comparar os resultados dos testes acima apresentados, com aqueles encontrados em outros estudos, nossas conclusões foram divergentes. De acordo com algumas pesquisas, a intensidade da remuneração variável do CEO da adquirente tem associação positiva significativa com o percentual do custo de aquisição alocado ao *goodwill* nas combinações de negócios da sua amostra (Detzen & Zulch, 2012; Shalev, 2007; Zang & Zang, 2007), enquanto em nossa tese não encontramos associação alguma. Todavia, tais pesquisas utilizaram metodologias ligeiramente diferentes da empregada nesta tese. Destacamos a empregada por Detzen e Zulch (2012), na qual eles sugerem que somente existe associação significativa quando a remuneração variável do CEO está dentro de uma faixa de 100% a 150% de sua remuneração fixa. Quando ela esteve acima ou abaixo desse corredor, não existiu associação significativa. Replicamos o procedimento para nossa amostra, e o resultado continuou o mesmo, sem associação significativa.

Em adição, aproveitamentos para substituir a remuneração variável pela: (i) presença ou não de *stock option* no pacote de remuneração da diretoria; (ii) seu percentual frente à remuneração total; e (iii) o teste da faixa apresentado no parágrafo anterior, agregando a remuneração com *stock options* com a variável. Novamente, nenhuma dessas variáveis apresentou associação significativa com o percentual de *goodwill*.

Passando para o pagamento com sobrepreço, a contraprestação na forma da entrega de ações próprias, na nossa pesquisa não apresentou associação significativa com a variável dependente, enquanto em outras pesquisas o resultado foi o oposto (Shalev, 2007; Shalev et al., 2013). Realizamos ainda um teste adicional, substituindo o pagamento com ações próprias e a dedutibilidade fiscal, por uma interação entre elas, assumindo o valor de 1 na presença de ambas, e caso contrário, de 0. Mesmo assim, também não houve associação significativa. A Tabela 61 resume os resultados dos testes das quatro hipóteses de pesquisa.

Tabela 61 - Resumo dos testes das hipóteses da pesquisa

Hipótese	Resultado	Intepretação: modelo final
H1	Não rejeita	<ul style="list-style-type: none"> - Existe variância significativa no percentual médio do custo de aquisição alocado ao <i>goodwill</i> entre os segmentos econômicos. - <i>Ceteris paribus</i>, o segmento econômico da adquirente explicou 15,4% dessa variância.
H2	Não rejeita	<ul style="list-style-type: none"> - Existe variância significativa no percentual médio do custo de aquisição alocado ao <i>goodwill</i> dentro dos segmentos econômicos. - <i>Ceteris paribus</i>, características específicas da aquisição e da adquirente explicaram 84,6% dessa variância.
H3	Não rejeita	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Ceteris paribus</i>, o número de analistas acompanhando a adquirente ao final do ano apresentou associação positiva significativa com o percentual do custo de aquisição alocando ao <i>goodwill</i>.
H4	Não rejeita	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Ceteris paribus</i>, o número de analistas e o aproveitamento da dedutibilidade fiscal do <i>goodwill</i> têm associação significativa negativa não linear com o percentual do custo de aquisição alocando ao <i>goodwill</i>, variando conforme a intensidade do índice de imobilização médio do segmento econômico da adquirente. - Como uma das interações refere-se a uma variável binária. O percentual médio de imobilização do segmento somente tem associação negativa significativa com o percentual do custo de aquisição alocando ao <i>goodwill</i> na presença do aproveitamento fiscal.

Fonte: elaborado pelo autor.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há quase dez anos, por meio da promulgação da Lei nº 11.638/07, iniciava-se o processo de adoção das IFRS no Brasil. A convergência trouxe à contabilidade societária diversas alterações, incluindo a contabilização das combinações de negócios, que passou a ser feita por meio do método de aquisição. Por esse novo modelo, o comprador registra os ativos e os passivos da adquirida pelos seus respectivos valores justos, e não mais por pelos saldos contábeis. O *goodwill*, por sua vez, passa a representar o valor que não foi individualmente identificado, sendo realizado exclusivamente pelo teste anual de *impairment*, não é mais amortizado sistematicamente, como fora o padrão até a adoção do CPC 15 – *Combinação de negócios*. Em 2014, esse método também foi adotado parcialmente para fins fiscais (Lei 12.973/14) - a legislação tributária se alinhou às IFRS no que tange especificamente à alocação do custo das aquisições.

Características notórias do método de aquisição são a sua inerente complexidade, discricionariedade e subjetividade. Três consequências relevantes das diferenças entre o modelo contábil atual e o antecessor são:

- a) maior discricionariedade na mensuração do *goodwill*;
- b) *goodwill* com valor inferior; e
- c) a metodologia do *impairment* é mais flexível e menos constante do que a amortização.

Com base nessas três características, esta tese vislumbrou explorar a aplicação do método aquisição na contabilização das combinações de negócios e determinar quais são os fatores determinantes do percentual do custo de aquisição alocado ao *goodwill*. Utilizamos uma base de dados coletada manualmente, que compreendeu as 113 empresas integravam o Índice Brasil Amplo (IBr-A), desde o ano da adoção das IFRS no Brasil (2009 – 2015).

Das 442 combinações de negócios identificadas, apenas 307 foram efetivamente utilizadas. Basicamente, foram excluídas as operações nas quais não houve registro de *goodwill*. Dentre as aquisições eliminadas estão também aquelas que apresentaram compra vantajosa - tais negócios representaram 9% da amostra inicial. Após as eliminações, para as observações que sobraram, que perfazem a amostra dessa pesquisa, o percentual médio de *goodwill* foi de aproximadamente 61%.

Ao analisar o fenômeno econômico das combinações, julgamos que diversos fatores determinantes do *goodwill* podem estar relacionados ao segmento econômico das empresas envolvidas na operação, enquanto outros fatores podem ser relacionados à adquirente e à aquisição em si. Em outras palavras, existe uma estrutura de nível, na qual não há independência entre as combinações ocorridas em um mesmo segmento econômico. Assim, optamos pela aplicação de uma técnica multivariada de dependência conhecida como modelos hierárquicos lineares ou modelos multinível (HLM). Sua característica basilar é a captura da estrutura aninhada dos dados, considerando a variabilidade dentro dos níveis e entre eles. As observações desta tese foram classificadas em 36 segmentos econômicos.

Os resultados de nossa pesquisa indicam que existe uma estrutura hierárquica, pois há variabilidade no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill* entre operações ocorridas em segmentos econômicos diferentes, bem como dentro do mesmo segmento. Deste modo, a utilização do HLM se mostrou não somente justificável e adequada, como uma ferramenta frutífera. Isoladamente, o segmento econômico explicou aproximadamente 15% da variabilidade do percentual de *goodwill*, e o restante da variabilidade foi explicado por fatores relacionados à aquisição ou à adquirente, ou seja, determinantes de 1º nível. A associação de algumas variáveis de 1º nível com a variável dependente não é linear, apresentando diferença conforme o segmento econômico.

Além de evidenciar a dependência das observações dentro de um mesmo segmento econômico, nossa análise indicou que um dos componentes dessa associação é o índice de imobilização médio do segmento. Uma das explicações pode ser que o ativo imobilizado frequentemente figura como um dos ajustes a valor justo mais relevante e confiável. Uma interpretação alternativa seria de que em segmentos com alto índice de imobilização, o pagamento de sobrepreço não foi muito usual, quando comparado aos segmentos com maior presença de ativos intangíveis relevantes, tais como o de tecnologia. As principais considerações desta tese são as seguintes:

- a) existência de padrões de alocação entre as combinações de negócios ocorridas em um mesmo segmento econômico, que decorrem do padrão dos ajustes de mais-valia, da frequência de pagamento com sobrepreço ou da expectativa de lucro anormal do segmento como um todo;
- b) o índice de imobilização médio do segmento é uma das explicações da variabilidade do percentual do *goodwill* entre aquisições ocorridas em diferentes segmentos; e

- c) o aproveitamento tributário e a sofisticação dos usuários externos têm impacto na alocação de combinações de negócios ocorridas em um mesmo segmento econômico.

Não obstante, entendemos que o nosso modelo não conseguiu capturar dois aspectos importantes no entendimento das justificativas para as alocações variarem dentro de um mesmo segmento: a expectativa de lucros anormais e a sinergia. Para o lucro anormal, utilizamos o múltiplo patrimonial agregado das companhias classificadas em cada um dos segmentos econômicos, contudo, não observamos associação significativa. Para a última, a sinergia, não conseguimos encontrar uma variável aplicável que conseguisse capturá-la adequadamente - até poderíamos instrumentalizar com uma variável que indica se ambas as empresas, adquirida e adquirente, atuam no mesmo segmento, todavia, consideramos que tal medida seria destituída de verdadeiro valor explicativo, por ser extremamente simplista. A única variável que encontramos na literatura foi a reação das cotações das ações de ambas as empresas, após a divulgação pública da operação. Para nossa pesquisa, o emprego dessa variável seria problemático, visto que raras as combinações de negócios nas quais a adquirida era uma companhia com ações cotadas em bolsa.

O pagamento de sobrepreço foi instrumentalizamos pela entrega de ações próprias como forma de contraprestação e pelo aproveitamento fiscal do *goodwill*. Para a primeira não encontramos associação positiva. Mesmo que à primeira vista seja estranho, uma possível explicação é que como a maioria das mais-valias, principalmente dos ativos intangíveis, é avaliada por meio de modelos de receita, que são baseados em fluxos de caixa descontados, as premissas que justificaram o sobrepreço também estão presentes em sua avaliação. Para a segunda, que se referente ao benefício fiscal, somente teve uma associação negativa não linear quando de sua interação com o índice de imobilização médio do segmento econômico.

Na contramão de outras pesquisas internacionais, não encontramos evidência de que a teoria da agência, por meio da hipótese da remuneração variável, influencie a alocação do custo de aquisição, de modo a inflar o percentual de *goodwill*.

Para concluir, confirmamos a ideia de que os padrões de alocação representam um fenômeno extremamente complexo e único, não sendo de fácil modelagem econométrica. De modo geral, existem não somente determinantes genéricos da magnitude do *goodwill*, mas também fatores idiossincráticos da operação.

REFERÊNCIAS⁵⁷

- AbuGhazaleh, N.M., Al-Hares, O.M. & Haddad, A.E. (2012). The value relevante of goodwill impairments: UK evidence. *International Journal of Economics & Finance*, 4 (4), pp. 206-216.
- AbuGhazaleh, N.M., Al-Hares, O.M. & Roberts (2011), Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22 (3), pp. 165-204.
- Aharony, J., Barniv, R. & Falk, H. (2010). The impact of mandatory IFRS adoption on equity valuation of accounting numbers for security investors in the EU. *European Accounting Review*, 19 (3): pp. 535-578.
- Amel-Zadeh, A., Faassem J., Li, K. & Meeks, G. (2013). *Has accounting regulation secured more valuable goodwill disclosures*. Working paper. University of Cambrigde.
- Ayers, B. C., & R. Freeman. (2003). Evidence that analyst following and institutions accelerate the pricing of future earnings. *Review of Accounting Studies*, 8: pp. 47–68.
- _____, Lefanowicz, C. E., & Robinson, J. R. (2000). The Financial Statement Effects of Eliminating the Pooling-of-Interests Method of Acquisition Accounting. *Accounting Horizons*, 14 (1), pp. 1–19.

⁵⁷ De acordo com o estilo APA - *American Psychological Association*.

- Baboukardos, D. & Rimmel, G.(2014). Goodwill under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment. *Accounting Forum*, 38(1), pp. 1-17.
- Ball, R., (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. *Accounting & Business Research*, 36, pp. 5–27.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S. & I. Krinsky. (2000). Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. *The Accounting Review*, 75, pp. 43–63.
- Beatty, A., & Weber, J. (2006). Accounting discretion in fair value estimates: An examination of SFAS 142 goodwill impairments. *Journal of Accounting Research*, 44, pp. 257–288.
- Bloom, M. (2008), *Double Accounting for Goodwill: A Problem Redefined*.(9^a ed), Routledge new works in accounting history, Routledge: Londres.
- Boennen, S. & Glaum, M. (2014), *Goodwill Accounting: A Review of the Literature*. Working Paper, Justus-Liebig Universitat Giessen.
- Bonner, S. E., Walther, B. R., Walther, and S. M. Young. (2003). Sophisticated and unsophisticated investors' reactions to analysts' forecast revisions conditional on factors that are associated with forecast accuracy. *The Accounting Review*, 78, pp. 679–706.
- Brasken S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2012*.

BRF S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2012.*

Bryk, A.S. & Raudenbush, S.W. *Hierarchical Linear Models: Applications and data analysis methods.* Sage Publications, 1992.

Brochet, F., Welch, K. (2011), *Top executive background and financial reporting choices.* Working Paper. Havard Business School.

Brown, P. R. (2013). How can we do better? *Accounting Horizons* 27 (4), 855-859.

Callen, J. L., O. Hope, & D. Segal. (2005). Domestic and foreign earnings, stock return variability, and the impact of investor sophistication. *Journal of Accounting Research*, 43, pp. 377–412.

Camfferman, K. & Zeff, S. A. (2007), *Financial Reporting and Global Capital Markets: A History of the International Accounting Standards Committee, 1972–2000*, Oxford University Press, Oxford.

Camodeca, R., Almici, A. & Bernardi, M. (2013). Goodwill impairment testing under IFRS before and after the financial crisis: evidence from the UK large listed companies. *Problems and Perspectives in Management*, 11(3), pp. 17-23.

Carlin, T. M., & Finch, N. (2010). Resisting compliance with IFRS goodwill accounting and reporting disclosures. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 6(2), 260-280.

Catty, J. P. (2013). *IFRS Guia de aplicação do valor justo*. Porto Alegre, Bookman. pp 602.

Chalmers, K.G., Clinth, G., Godfrey, J.M. & Wei, Z. (2012), Intangibles assets, IFRS and analytics' earnings forecast. *Accounting & Finance*, 52 (3), pp. 691-721.

Chalmers, K. G., Godfrey, J. M. & J. C. (2011). Does a goodwill impairment regime better reflect the underlying economic attributes of goodwill? *Accounting & Finance*, 51(3), 634-660.

Chen, C. M., Kohlneck, M. & Warfield, T. (2008). Timeliness of impairment recognition: evidences from initial adoption of SFAS 142. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 24 (1), pp. 72-81.

Comissão de Valores Mobiliários (1996), Instrução CVM 247/96. Recuperado em 2 de julho de 2016, de <http://www.cvm.gov.br>.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2010). *Pronunciamento Técnico CPC 01 (R1)- Redução ao valor recuperável de ativos*. Recuperado em 04 de julho de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

____ (2011). *Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) - Combinação de negócios*. Recuperado em 20 de junho de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

____ (2012). *Pronunciamento Técnico CPC 18 – Investimento em coligadas, em controlada e*

empreendimentos controlados em conjunto. Recuperado em 4 de julho de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

____ (2012). *Pronunciamento Técnico CPC 22 – Segmentos operacionais*. Recuperado em 4 de julho de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

____, (2011). *Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das demonstrações contábeis*. Recuperado em 4 de julho de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

____, (2012a). *Pronunciamento Técnico CPC 36 (R3) – Demonstrações consolidadas*. Recuperado em 20 de junho de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

____, (2012b). *Pronunciamento Técnico CPC 46 – Mensuração do valor justo*. Recuperado em 20 de junho de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

____, (2012c). *Orientação Técnica OCPC 07 – Evidenciação na Divulgação dos Relatórios Contábil-Financeiros de Propósito Geral*. Recuperado em 20 de setembro de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

Copeland, T. Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Finance, 3ed.

- Corgeau, D. (2003). *Methodology and epistemology of multilevel analysis*. London, Kluwer Academic Publisher, pp. 238.
- Dahmash, F.N., Durand, R.B., Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and intangible assets. *British Accounting Review*, 41 (2), pp. 120-137.
- Dechow, P.M., & Sloan, R.G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 14, pp. 51-89.
- Decreto-Lei n. 1.598*, (1977, 26 de dezembro). Altera a legislação do imposto sobre a renda. Brasília, DF, Presidência, Recuperado em 4 de junho de 2015, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del1598.htm.
- Detzen, D., & Zuelch, H. (2012), Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21 (2), pp. 106–126.
- Dichev, I. D., & Skinner, J. (2002). Large-Sample Evidence on Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40 (4), pp. 1091-1123.
- Dickinson, V., Wangerin, D. D. e Wild, J.J. (2016) Accounting Rules and Post-Acquisition Profitability in Business Combinations. *Accounting Horizons*, 30 (4), pp. 427-447.

- Dietrich, R., Harris, M.S & Muller, K.A. (2001). The reliability of investment property fair value estimates. *Journal of Accounting and Economics*, 30, pp.125-158.
- Ding, Y., Richard, J. & Stolowy, H. (2008). Towards an understanding of the phases of goodwill accounting in four Western capitalist countries. *Accounting, Organizations and Society*, 33, pp. 718–755.
- Dood, E. M. (1932), For whom corporate managers are trustees?. *The Harvard Law Review*, 45 (7), pp. 1145-1163.
- Dorata, N.T. (2009), History repeats itself: The acquisition method and nonrecurring charges. *Accounting Forum*, 33, pp. 11–26.
- Duratex S.A.. *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2009*.
- Dyckman, T.R. & Zeff, A.S.^{[1][5]} (2014). Some methodological deficiencies in empirical research articles in accounting, 28 (3), pp. 695-712.
- European Financial Reporting Advisory Group – EFRAG (2012). *Towards a Disclosure Framework for the Notes* recuperado em 20 de outubro de 2015, de <http://www.efrag.org>.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), pp. 288–307.

Fávero, L. P., Belfiore P., Silva, F. B. & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomadas de decisões*. Rio de janeiro, Elsevier, pp. 646.

Fibria Celulose S.A. (antiga “Aracruz”). *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2009*.

Financial Accounting Standards Board, (1970). *Accounting Principle Board N° 16*, (APB 16) – *Business Combination*, recuperado em 4 de julho de 2015, de <http://www.fasb.gov>.

_____, (1970a), *Accounting Principle Board N° 17*, (APB 17) – *Intangible*, recuperado em 4 de julho de 2015, de <http://www.fasb.gov>.

_____, (2001), *Statement of Financial Accounting Standards N° 141*, (SFAS 141) – *Business combination*, recuperado em 4 de julho de 2015, de <http://www.fasb.gov>.

_____, (2001a), *Conceptual Framework for Financial Reporting, Chapter 8: Notes to Financial Statements*, recuperado em 20 de outubro de 2015, de <http://www.fasb.gov>

_____, (2001b), *Statement of Financial Accounting Standards N° 142*, (SFAS 142) – *Goodwill*

and other intangibles assets, recuperado em 4 de julho de 2015, de <http://www.fasb.gov>.

Francis, J., Hanna, J. D. & Vincent, L. (1996), Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs, *Journal of Accounting Research*, 34 (3), pp. 117–134.

GAEC EDUCAÇÃO S.A. (“Anima Educação”). *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2013*.

Garten, J. E. (2001). *Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?* Report of an SEC-Inspired Task Force. Recuperado em 10 de junho de 2015, de <http://www.financialexecutives.org/download/SEC-Taskforce-Final-6-62k1.pdf>.

Gelman, A. (2006), *Data Analysis Using Regression and Multilevel/Hierarchical Models*, Nova Iorque, Jennifer Hill, pp. 160.

Glaum, M., Schmidt, P., Street, D. L. & Vogel, S. (2012). Compliance with IFRS 3- and IAS 36-required disclosures across 17 European countries: company- and country-level determinants. *Accounting and Business Research*, 43(3), pp. 63-204.

Globex Utilidades S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010*.

Gol Linhas Aéreas Inteligente S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010.*

Goldstein, H. (2011), *Multilevel statistical models* (4^a ed.) Chichester: John Wiley & Sons, pp. 696.

Grossman, S. J. (1981). The informational role of warranties and private disclosure about product quality. *The Journal of Law & Economics*, V. 24 (3), pp. 461–484.

Gu, F. & Lev, B. (2011). Overprice shares, ill-advised acquisition and goodwill impairment. *The accounting review*, 86(6), pp. 1995-2015.

Hamberg, M. & Beisland, L. (2014), Changes in the value relevance of goodwill following the adoption of IFRS 3, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23, pp. 59-73.

_____, Paananen, M. & Novak, J. (2011), The Adoption of IFRS 3: The Effects of Managerial Discretion and Stock Market Reactions, *European Accounting Review*, 20(2), pp. 263–288.

Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 85-107.

IFRS Foundation, (1983), *International accounting standard nº 22 (IAS 22) – Business combination*. Recuperado em 4 de julho de 2016, de <http://www.ifrs.org>.

_____, (2004), *International Financial Reporting Standard nº 3 (IFRS 3) – Business combination*. Recuperado em 4 de julho de 2016, de <http://www.ifrs.org>.

_____, (2013), *Discussion Forum – Financial Reporting Disclosure*, Recuperado em 20 de agosto de 2014, de <http://www.ifrs.org>.

_____, (2014), *Exposure draft ED/2014/1 Disclosure Initiative – proposed amendments to IAS 1*. Recuperado em 20 de agosto de 2014, de <http://www.ifrs.org>.

_____, (2015), *Post-implementation Review of Business Combinations Standard*, Recuperado em 4 de julho de 2014, de <http://www.ifrs.org>.

Iudicibus, S. (2014). Stewardship, Accountability e outras questões. *Revista Fipecafi*, 2, pp. 10-14.

Jennings, R., Robinson, J., Thompson II, R.B., & Duvall L. (1996), The relation between accounting goodwill numbers and equity value, *Journal of Business, Finance & Accounting*, 23 (4), pp. 513-533.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency

costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360.

Jennings, R., Le Clere, M., Thompson, R. (2001), Goodwill Amortization and the Usefulness of Earnings. *Financial Analysts Journal* 57, pp. 20-28.

Johansen, T. R. & Plenborg, T. (2013). Prioritising disclosures in the annual report. *Accounting and Business Research*, 43(6), pp. 605-635.

Kanodia, C., Sapra, H. & Venugopalan, R. (2004). Should intangibles be measured: what are the economic trade-offs?. *Journal of Accounting Research*. 42, pp. 89–120.

Kim, S., Lee, C., & Yoon, S.W. (2013), Goodwill accounting and asymmetric timeliness of earnings, *Review of Accounting and Finance*. 12 (2), pp. 112–129.

Kimbrough, M.D. (2007). *Do investors rely on purchase price allocation disclosures*. Working Paper, Havard Business School.

Laghi, E., Mattei, M. & Marcantonio, M. (2013). Assessing the value relevance of goodwill impairment considering country-specific factors: evidence from EU listed companies. *International Journal of Economics and Finance*, 5 (7), pp. 32-49.

Landsman, W.R. (2007). Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence

from capital market research. *Accounting and Business Research*, 33, pp. 19-30.

Lee, C. (2011). The effects of SFAS 142 on the Ability of the to predict future cash flow. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30 (3), pp. 236-255.

Lei n. 9.532, (1997, 10 de dezembro). Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Brasília, DF, Presidência, Recuperado em 4, de junho de 2015 http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9532.htm.

Lei n. 11.638, (2007, 30 de dezembro). Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília, DF, Presidência. Recuperado em 4 de junho de 2015, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L11638.htm

Lei n. 12.973, (2014, 13 de maio). Altera a legislação tributária federal relativa ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ, à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL, à Contribuição para o PIS/Pasep e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - Cofins; revoga o Regime Tributário de Transição - RTT, instituído pela Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009;. Recuperado em 4 de junho de 2015, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L126973.htm.

Li, T., Shroff, P.K, Venkatamaraman, R. & Zhang, I.X. (2011), Causes and consequences of

goodwill impairment losses. *Review of Accounting Studies*, 16 (4), pp. 745-778.

Liberatore, G. & Mazzi, F. (2010) Goodwill Write-Off and Financial Market Behaviour: An Analysis of Possible Relationships, *Advances in International Accounting*, 26(2), pp. 333-339.

Lopes, A. I., Lourenço, I. & Soliman, M. (2013). Do alternative methods of reporting non-controlling interests really matter? *Australian Journal of Management*, 38(1), pp. 7-3.

Lys, T., & Vicent, L. (1995), An analysis of value destruction in AT&T acquisition of NCR, *Journal of Finance Economics*, 39 (2), pp. 353-378.

_____, _____, & Yehuda, N. (2012), *The Nature and Implications of Acquisition Goodwill*, Working Paper, Northwestern University.

Martins, E. (1972), Contribuição à avaliação do ativo intangível. Tese de doutoramento, Universidade de São Paulo.

_____, Martins, V. (2015), Contabilidade e Finanças: a temerária utilização do WACC. *Revista Universo Contábil*, 11 (1), p. 25-46.

Masters-Stout, B., Costigan, M.L. & Lovata, L.M. (2008). Goodwill impairments and chief

executive officer tenure. *Critical Perspectives on Accounting*, 19, pp. 1370–1383.

Mosqueira, R. Q.; Freitas, R. (2011), Aspectos polêmicos do ágio na aquisição de investimento: (i) Rentabilidade futura e (ii) Ágio Interno. In: Mosqueira, Roberto Q.; lopes, Alexsandro B. (Org); *Controvérsias jurídico-contábeis (aproximações e distanciamentos)*, São Paulo: Dialética.

Muller, K.A. & Riedl, E. J. (2002). External monitoring of property appraisal estimates and information asymmetry. *Journal of Accounting Research*, 40, pp. 865-881.

Nathan, K. (1988). Do firms pay to pool? Some empirical evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 7(3), pp. 185–200.

Nobes, C. & Norton, (1996), International variations in the accounting and tax treatments of goodwill and the implications for research, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 5 (2), pp. 179-196.

Olante, M. E. (2013), Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses — Evidence from the US. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29, pp. 243–254.

Paton, W.A. & Littleton, A.C. (1940), An Introduction to Corporate Accounting Standards, American Accounting Association, 1940.

Paugam, L., Astolfi, P. & Ramond, O. (2015). Accounting for business combination: Do purchase price allocation matter. *Journal of Accounting and Public Policy*, no prelo.

Penman, S. H. (2003). The quality of financial statements: Perspectives from the recent stock market bubble. *Accounting Horizons*, 17, p. 77–96.

_____, (2009). Accounting for intangible assets: there is also an income statement. *Abacus*, 45, pp. 358–371.

Qualicorp S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas refere ao exercício findo em 31 de dezembro de 2014*.

Rabe-Hesketh, S. & Skrondal, A. (2012), *Multilevel and Longitudinal Modeling Using Stata*, Stata Press, Nova Iorque, pp. 317.

Ramanna, K. (2008). *The Implication of Fair-value Accounting: Evidence from the Political Economy of Goodwill Accounting*. *Journal of Accounting and Economics*, 4 (2), pp.253-281.

_____, & Watts. R. (2012), Evidence on the Effects of Unverifiable Fair-Value Accounting. *Review of Accounting Studies*, 17, pp. 749–80.

Robinson, J. R., & Shane, P. B. (1990). Acquisition accounting method and bid premia for target firms. *The Accounting Review*, 65(1), pp. 25–48.

Roychowdhury, S., Watts, R. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book, and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44, pp. 2–31.

Sahut, J.M., Boulerne, S. & Teulon, F. (2011) Do IFRS provide better information about intangibles in Europe? *Review of Accounting & Finance*, 10 (3): pp. 267-290.

Shalev, R. (2007). *Recognition of Non-Amortizable Intangible Assets in Business Combinations*. Working Paper, Colombia University.

_____. (2009), The Information Content of Business Combination Disclosure Level, *The Accounting Review*, 84 (1), pp. 239–270.

_____, Zhang, I. Zhang, Y, (2013), CEO compensation and fair value accounting: evidences from purchase price allocation, *Journal of Accounting Research*, 51 (4), pp. 819-854.

Shepardson, M.L. (2013), *Audit committee members contextual experience and financial reporting outcome*. Working paper. Indiana University.

Scott, W. R. (2014). *Financial accounting theory* (7^a ed), Upper Saddle River: Prentice Hall, pp. 571.

Siggelkow, L. and Zuelch, (2013). *What drives companies? An analysis of fixed assets write-off in Europe in context of different institutional settings*. Working paper, Leipzig Graduate School Management.

Skinner, D. J. (1993). The investment opportunity set and accounting procedure choice. *Journal of accounting and economics*, 16 (4), pp. 407- 445.

_____, (2008). Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations. *Accounting & Business Research*. 38, pp. 191–204.

Soto, J. L. G., Morera, M. C. (2005). *Modelos jerárquicos lineales*. Madrid, La Muralla, pp. 136.

Su, W. H. & Wells, P. (2014). The association of identifiable intangible assets acquired and recognised in business combinations with post-acquisition firm performance. *Accounting & Finance*, 55(4), pp. 1171-1199.

Sudarsanam, S. (2010), *Creating value from mergers and acquisitions*. (2^a ed), Prentice Hall, Harlow.

Sunder, S. (1997). *Theory of accounting and control*. Cincinnati: South-Western College Pub.

Tabachnick, B. G. & Fidel, L. S. (2013). *Using multivariate statistics*. 6. ed. Boston: Pearson, pp. 1024.

The Stata Blog. *Multilevel linear models in Stata, part 1: Components of variance*. Recuperado em 23 de dezembro de 2016, de <https://blog.stata.com/2013/02/04/multilevel-linear-models-in-stata-part-1-components-of-variance/>.

Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 5, pp. 365–380.

Verriest, A. & Gaeremynck, A. (2009). What determines goodwill impairment? *Review of Business and Economics*, 54(2), pp. 1-23.

Walter, J. R. (1999), Pooling or Purchase: A Merger Mystery, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 85 (1), pp. 27–46.

Watts, R.L. (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17, pp. 207-222.

_____, & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.

Xu, W. Anandarajana, A. & Curatolab, A. (2011) The value relevance of goodwill impairment. *Research in Accounting Regulation*. 23(2), pp. 145-148.

Yo, K. (2013). Does Recognition versus Disclosure Affect Value Relevance? Evidence from Pension Accounting. *The Accounting Review*. 88 (3), pp. 1095–1127.

Zang, Y. (2008), Discretionary Behavior with Respect to the Adoption of SFAS no. 142 and the Behavior of Security Prices, *Review of Accounting and Finance*, 7 (1), pp. 38–68.

Zhang, I & Zhang, Y (2007). *Accounting Discretion and Purchase Price Allocation after acquisition*, Working Paper, University of Minnesota.

7. APÊNDICE A: DETALHAMENTO DA AMOSTRA

Tabela 62 - Listagem da empresas da amostra

NÚMERO	NOME	SETOR	SEGMENTO	ANOS
1	ABC BRASIL	Financeiro	Bancos	7
2	AES TIETE	Concessões	Energia elétrica	7
3	ALIANSC	Outros	Shopping center	6
4	ALPARGATAS	Bens de uso	Calçados	7
5	ALUPAR	Concessões	Energia elétrica	3
7	ANIMA	Serviços	Serviços educacionais	3
8	AREZZO CO	Bens de uso	Comércio	5
9	ARTERIS	Concessões	Exploração de rodovias	7
10	B2W	Bens de uso	Comércio	7
11	BANRISUL	Financeiro	Bancos	7
12	BBSEGURIDADE	Financeiro	Seguradoras	3
13	BMFBOVESPA	Financeiro	Serviços financeiros	7
14	BR INSURANCE	Serviços	Corretoras de seguro	6
15	BR MALLS PART	Outros	Shopping enter	7
16	BR PROPERTIES	Outros	Incorporação imobiliária	7
17	BRADESCO	Financeiro	Bancos	7
18	BRADESPAR	Outros	Holding diversificada	7
19	BRASIL	Financeiro	Bancos	7
20	BRASKEM	Bens não de uso	Pretóleo e gás	7
21	BRF	Bens de uso	Carnes e derivados	7
22	CCR	Concessões	Exploração de rodovias	7
23	CEMIG	Concessões	Energia elétrica	7
24	CESP	Concessões	Energia elétrica	7
25	CETIP	Financeiro	Serviços financeiros	7
26	CIA HERING	Bens de uso	Comércio	7
27	CIELO	Financeiro	Serviços financeiros	7
28	COPASA	Concessões	Água e saneamento	7
29	COPEL	Concessões	Energia elétrica	7
30	COSAN	Bens de uso	Açúcar e Alcool	7
31	CPFL ENERGIA	Concessões	Energia elétrica	7
32	CTEEP	Concessões	Energia elétrica	6
33	CVC BRASIL	Serviços	Viagem e turismo	3
34	CYRELA REALT	Outros	Incorporação imobiliária	7
35	DIRECIONAL	Outros	Construção civil	7
36	DURATEX	Bens não de uso	Madeira e papel	7
37	ECORODOVIAS	Concessões	Exploração de rodovias	7

NÚMERO	NOME	SETOR	SEGMENTOS	ANOS
38	ELETOBRAS	Concessões	Energia elétrica	7
39	EMBRAER	Bens não de uso	Industria pesada	7
40	ENERGIAS BR	Concessões	Energia elétrica	7
41	EQUATORIAL	Concessões	Energia elétrica	7
42	ESTACIO PART	Serviços	Serviços educacionais	7
43	EVEN	Outros	Incorporação imobiliária	6
44	EZTEC	Outros	Incorporação imobiliária	7
45	FIBRIA	Bens não de uso	Madeira e papel	7
46	FLEURY	Serviços	Serviços médicos	6
47	GAFISA	Outros	Incorporação imobiliária	7
48	GERDAU	Bens não de uso	Siderurgia	7
49	GERDAU MET	Bens não de uso	Siderurgia	7
50	GOL	Serviços	Transporte	7
51	GRENDENE	Bens de uso	Calçados	7
52	HELBOR	Outros	Incorporação imobiliária	4
53	HYPERMARCAS	Bens de uso	Industrial – comércio	7
54	IGUATEMI	Outros	Shopping center	7
55	IMC S/A	Bens de uso	Restaurante	5
56	IOCHP-MAXION	Bens não de uso	Industria pesada	7
57	ITAUSA	Outros	Bancos	7
58	ITAUNIBANCO	Financeiro	Bancos	7
59	JBS	Bens de uso	Carnes e derivados	7
60	KLABIN S/A	Bens não de uso	Madeira e papel	7
61	KROTON	Serviços	Serviços educacionais	7
62	LIGHT S/A	Concessões	Energia elétrica	7
63	LINX	Serviços	Tecnologia da informação	3
64	LOCALIZA	Serviços	Transporte	7
65	LOJAS AMERIC	Bens de uso	Comércio	7
66	LOJAS MARISA	Bens de uso	Comércio	7
67	LOJAS RENNER	Bens de uso	Comércio	7
68	M, DIAS BRANCO	Bens de uso	Industrial – comércio	7
69	MAGAZINE LUIZA	Bens de uso	Comércio	5
70	MARCOPOLO	Bens não de uso	Industria pesada	7
71	MARFRIG	Bens de uso	Carnes e derivados	7
72	METAL LEVE	Bens não de uso	Industria pesada	7
73	MILLS	Outros	Construção civil	7
74	MRV	Outros	Incorporação imobiliária	7

NÚMERO	NOME	SETOR	SEGMENTOS	ANOS
76	MULTIPLUS	Serviços	Programa de fidelização	6
77	NATURA	Bens de uso	Comércio	7
78	ODONTOPREV	Serviços	Serviços médicos	7
79	OI	Concessões	Telefonia	4
80	P,ACUCAR-CBD	Bens de uso	Comérci	7
81	PETROBRAS	Bens não de uso	Pretóleo e gás	7
82	PETRORIO	Bens não de uso	Pretóleo e gás	6
83	PORTO SEGURO	Financeiro	Seguradoras	7
84	QGEP PART	Bens não de uso	Pretóleo e gás	5
85	QUALICORP	Serviços	Serviços médicos	5
86	RAIADROGASIL	Bens de uso	Comércio	6
87	RANDON	Bens não de uso	Industria pesada	3
88	ROSSI RESID	Outros	Incorporação imobiliária	7
89	RUMO LOG	Concessões	Transporte ferroviário	7
90	SABESP	Concessões	Água e saneamento	7
91	SANTANDER BR	Financeiro	Bancos	7
92	SAO MARTINHO	Bens de uso	Açucar e alcool	7
93	SER EDUCAÇÃO	Serviços	Serviços educacionais	3
94	SID NACIONAL	Bens não de uso	Siderurgia	7
95	SLC AGRICOLA	Bens de uso	Agricultura	7
96	SMILES	Serviços	Programa de fidelização	3
97	SOMOS EDUCA	Serviços	Serviços educacionais	5
98	SOUZA CRUZ	Bens de uso	Cigarros e fumos	7
99	SUL AMERICA	Financeiro	Seguradoras	7
100	SUZANO PAPEL	Bens não de uso	Madeira e papel	7
101	TAESA	Concessões	Energia elétrica	4
102	TECNISA	Outros	Incorporação imobiliária	7
103	TEGMA	Serviços	Transporte	6
104	TELEF BRASIL	Concessões	Telefonia	7
105	TIM PART S/A	Concessões	Telefonia	7
106	TOVTS	Serviços	Tecnologia da informação	7
107	TRACTEBEL	Concessões	Energia elétrica	7
108	ULTRAPAR	Outros	Holding diversificada	7
109	USIMINAS	Bens não de uso	Siderurgia	7
110	VALE	Bens não de uso	Mineração	7
111	VALID	Serviços	Tecnologia da informação	7
112	VIA VAREJO	Bens de uso	Comércio - eletrodomésticos	3
113	WEG	Bens não de uso	Industria pesada	5

8. APÊNDICE B: MODELO COMPLETO

Tabela 63 - Teste do modelo completo

<u>Efeitos fixos</u>	Coefficiente	Desvio-padrão	<i>p-value</i>
INTERCEPTO	0,741	0,206	0,000
MTB	0,007	0,042	0,871
PPE	- 0,919	0,684	0,179
BONUS	- 0,254	0,255	0,320
COVERAGE	0,002	0,014	0,864
RELEVANCE	- 0,022	0,051	0,667
STOCK	- 0,178	0,140	0,205
TAX	0,130	0,098	0,184
MTB * BONUS	0,023	0,065	0,716
MTB * COVERAGE	0,001	0,003	0,791
MTB * RELEVANCE	-0,006	0,010	0,591
MTB * STOCK	0,027	0,034	0,430
MTB * TAX	-0,024	0,019	0,206
PPE * BONUS	1,271	0,900	0,158
PPE * COVERAGE	-0,018	0,045	0,682
PPE * RELEVANCE	0,129	0,169	0,444
PPE * STOCK	0,271	0,423	0,522
PPE * TAX	-0,544	0,330	0,099
<u>Teste de Wald</u>	Chi-quadrado	<i>p-value</i>	
	26,29	0,069	

<u>Efeitos aleatórios</u>	Estimativa	Desvio-padrão
VARIÂNCIA - NÍVEL 2	0,009	-
VARIÂNCIA – BÔNUS	0,000	-
VARIÂNCIA – COVERAGE	0,000	-
VARIÂNCIA – RELEVANCE	0,000	-
VARIÂNCIA – STOCK	0,000	-
VARIÂNCIA – TAX	0,000	-
VARIÂNCIA - RESIDUAL	0,081	-
<u>Decomposição da variância</u>	% por nível	
1º NÍVEL - AQUISIÇÃO	95,6%	
2º NÍVEL - SEGMENTO	4,4%	
<u>Teste LR</u>	Chi-quadrado	<i>p-value</i>
	18,5	0,005
* 307 observações		