



University of
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Unversitário Santo Agostinho

revistafsa

www4.fsnet.com.br/revista

Rev. FSA, Teresina, v. 19, n. 1, art. 5, p. 77-103, jan. 2022

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

http://dx.doi.org/10.12819/2022.19.1.5

DOAJ DIRECTORY OF
OPEN ACCESS
JOURNALS

WZB
Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung



Desempenho Econômico-Financeiro da Natura Cosméticos S.A. Após Estratégias de Fusão e Aquisição

Economic and Financial Performance of Natura Cosméticos S.A. After Merger and Acquisition Strategies

Amanda Sasaki Antunes

Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Paraná
amandasasaki@hotmail.com

Larissa Paupitz

Graduando em Ciências Biológicas pela Universidade Federal do Paraná
larissapaupitz@gmail.com

Ronaldo José da Silva Ceccon

Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Paraná
ronaldocecon@yahoo.com.br

Sarah Wendy Tomberlin

Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Paraná
sarah.weendy@gmail.com

Edicreia Andrade dos Santos

Doutora em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina
Professora da Universidade Federal do Paraná
edicreiaandrade@yahoo.com.br

Endereço: Amanda Sasaki Antunes

Universidade Federal do Paraná. Avenida Prefeito
Lothario Meissner, Jardim Botânico, 80210170 -
Curitiba, PR – Brasil.

Endereço: Larissa Paupitz

Universidade Federal do Paraná. Avenida Prefeito
Lothario Meissner, Jardim Botânico, 80210170 -
Curitiba, PR – Brasil.

Endereço: Ronaldo José da Silva Ceccon

Universidade Federal do Paraná. Avenida Prefeito
Lothario Meissner, Jardim Botânico, 80210170 -
Curitiba, PR – Brasil.

Endereço: Sarah Wendy Tomberlin

Universidade Federal do Paraná. Avenida Prefeito
Lothario Meissner, Jardim Botânico, 80210170 -
Curitiba, PR – Brasil.

Endereço: Edicreia Andrade dos Santos

Universidade Federal do Paraná. Avenida Prefeito
Lothario Meissner, Jardim Botânico, 80210170 -
Curitiba, PR – Brasil.

**Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar
Rodrigues**

**Artigo recebido em 29/06/2021. Última versão
recebida em 15/07/2021. Aprovado em 16/07/2021.**

**Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review
pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review
(avaliação cega por dois avaliadores da área).**

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação



RESUMO

Este estudo realizou uma análise dos indicadores econômico-financeiros da companhia Natura Cosméticos S/A em decorrência das aquisições de negócios efetivadas no período de 2010 a 2019. Foram analisadas três combinações de negócios, em 2012 a aquisição de 65% das ações de *Emeis Holdings Pty Ltd.*; em 2016 a aquisição de 35% das ações de *Emeis Holdings Pty Ltd.*; e em 2017 a aquisição de 100% das ações de *The Body Shop*. Os dados foram obtidos a partir dos demonstrativos contábeis e para análise do desempenho econômico-financeiro foram calculados os indicadores de liquidez, endividamento, estrutura patrimonial e rentabilidade. Os resultados indicam piora nos indicadores de liquidez, elevação do endividamento com terceiros, perfil de dívida favoravelmente a longo prazo, elevações nos indicadores de imobilização do patrimônio líquido e de recursos e piora nos indicadores de rentabilidade. Este estudo contribui com o tema de fusões e aquisições evidenciando seu reflexo no desempenho empresarial.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Modelo Dupont. Desempenho econômico-financeiro.

ABSTRACT

This study carried out an analysis of the economic and financial indicators of the company Natura Cosmetics S/A because of the business acquisitions made in the period from 2010 to 2019. Three business combinations were analyzed, in 2012 the acquisition of 65% of the shares of *Emeis Holdings Pty Ltd.*; in 2016 the acquisition of 35% of the shares of *Emeis Holdings Pty Ltd.*; and in 2017 the acquisition of 100% of the shares in *The Body Shop*. The data were obtained from the financial statements and for the analysis of the economic and financial performance, the indicators of liquidity, indebtedness, equity structure and profitability were calculated. The results indicate a deterioration in liquidity indicators, an increase in indebtedness with third parties, a favorable debt profile in the long term, increases in the indicators of fixed assets and equity and, a deterioration in profitability indicators. This study contributes to the topic of mergers and acquisitions, highlighting its impact on business performance.

Keywords: Mergers and Acquisitions. DuPont model. Economic and financial performance.

1 INTRODUÇÃO

Em comparação ao desenvolvimento interno de uma organização, as operações de fusões e aquisições (F&A), que cresceram consideravelmente nas últimas décadas, são uma forma de estratégia mais rápida para obtenção de conhecimentos e competências, participação em novos mercados, produtos e serviços já estabelecidos, integração e expansão geográfica.

Estudos a respeito de estratégias de F&A realizadas por empresas brasileiras evidenciam que tais operações têm resultado em obtenção de vantagens competitivas e aumento de valor para as organizações envolvidas (OLIVEIRA; FORTE; ARAGÃO, 2007; CAMARGOS; BARBOSA, 2009; BORTOLUZZO *et al.*, 2014; ROMANO; ALMEIDA, 2015). Porém, a temática segue sendo motivo de debates e necessita de um maior aprofundamento que possa ser proposto e desenvolvido por mais estudos para maior compreensão acerca dos reflexos das operações de F&A nos indicadores financeiros das organizações.

De acordo com dados registrados até o mês de junho 2019 pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA, 2019), os anúncios de F&A, envolvendo aquisições de controle, incorporações e vendas de participações de caráter minoritário, representaram R\$ 108,6 bilhões, um aumento de 20,0% em relação ao mesmo período do ano anterior, tendo o setor de Comércio e Atacadista e Varejista representado 14% do total no período. Nessa direção, enfatiza-se que o setor de cosméticos brasileiro é um dos mais significativos mundialmente, segundo o relatório do panorama do setor de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos de 2019, elaborado pela Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC). O Brasil é o 4º maior consumidor de produtos de higiene e cosméticos do mundo, representando 6,2% do total, com 2.794 empresas regularizadas pela Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA) em 2018.

Há grande relevância da compreensão dos impactos que estratégias de F&A exercem no planejamento estratégico, no orçamento, na administração das organizações e em como os resultados são sentidos por meio dos indicadores financeiros, dentre os quais se destacam a liquidez, rentabilidade e alavancagem financeira. Quanto a esse aspecto, os estudos ainda não apresentam um consenso, pois ora tem se indicado haver impactos positivos, ora negativos, como também por vezes inconclusivos em determinados índices, a curto, médio ou longo prazo (CAMARGOS; BARBOSA, 2005; BOMFIM; CALLADO, 2016; VIEIRA *et al.*, 2017).

Diante do contexto apresentado, evidencia-se a seguinte questão de pesquisa: *Quais os reflexos das estratégias de fusões e aquisições nos indicadores econômico-financeiros de liquidez, rentabilidade e alavancagem de uma empresa?* Assim, tem-se como objetivo analisar quais os reflexos das estratégias de F&A nos indicadores econômico-financeiros de liquidez, rentabilidade e alavancagem financeira de uma empresa que realizou variadas operações.

Como contribuição teórica, enfatiza-se a análise dos impactos financeiros das estratégias de F&A para as organizações, pois elas exercem grande influência no planejamento estratégico e para as operações organizacionais. Algumas pesquisas evidenciam que há piora significativa nos indicadores de liquidez, mas outras divergem em relação à rentabilidade e alavancagem financeira, ora positivos, ora sem percepção de diferenças estatisticamente significativas (CAMARGOS; BARBOSA, 2005; VIEIRA *et al.*, 2017). Por isso, Vieira *et al.* (2017) recomendam a realização de mais pesquisas para um melhor entendimento com ampliação de período de análise e com abordagens explicativas que possibilitem uma compreensão mais aprofundada de tais impactos financeiros sobre as operações de F&A.

Como contribuição empírica, haja vista um aumento significativo de F&A nos últimos anos no cenário econômico nacional, ainda se observa uma carência de estudos que analisem como as estratégias de F&A repercutem nas organizações envolvidas. Dados do relatório de F&A no Brasil de março de 2020, elaborados pela *PricewaterhouseCoopers* Brasil Ltda., evidenciam que houve 222 transações anunciadas de janeiro a março de 2020, um volume 36% superior em relação à média dos últimos cinco anos, e aumento de 28% em relação ao mesmo período de 2019. Ademais, este estudo também pode ser útil para se compreender como o processo de F&A, utilizado como parte de estratégia organizacional pode influenciar os indicadores financeiros de uma organização ao longo do tempo e gerar maior posicionamento e obtenção de vantagens competitivas para as partes relacionadas.

2 REFERENCIAL TEÓRICA

2.1 Fusões e aquisições: Conceitos e características

De acordo com Wright, Kroll e Parnell (2000), as fusões são definidas quando duas empresas decidem integrar seus negócios, que apresentam tamanhos praticamente semelhantes, pelo método de permuta de ações tornando-se mais competitiva. Hitt, Ireland e

Hoskisson (2008) defendem, entretanto, que há poucos processos de fusão propriamente ditos, pois o que mais se observa é que uma das organizações envolvidas na operação geralmente é mais significativa em relação ao porte ou à parcela de mercado assumindo, portanto, uma figura mais dominante. Nessa linha, Barney e Hesterly (2007) destacam o fato de que uma das duas empresas assumirá postura de maior dominação na combinação de negócios que será originada pela operação.

O processo de aquisição, para Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), ocorre de forma amigável ou não amigável, quando uma empresa cede o controle ou a totalidade de seu patrimônio para a empresa adquirente, tornando-se assim sua subsidiária, com a adquirente passando a responder pela administração. Portanto, a aquisição envolve a compra de uma empresa por outra, configurando controle ou obtenção da totalidade por parte da adquirente.

Para Barney e Hesterly (2007) as aquisições podem variar em sua operação, sendo realizadas por meio de negociação direta entre as partes ou indiretas quando como, por exemplo, ocorre o *tender offer*, meio pelo qual a empresa compradora publicamente anuncia sua intenção de adquirir ações em circulação de uma empresa tida como alvo, gerando um prêmio de aquisição pelo preço maior pago para o valor de mercado de cada ação. Assim, as razões para a realização de F&A são variadas e geralmente ocorrem para obtenção de maior valor de mercado ou como meios de obtenção de vantagens competitivas.

As aquisições, segundo Hill e Jones (2013), ocorrem de duas formas: (i) pela integração horizontal, meio pelo qual a compra de uma empresa concorrente pode alavancar uma posição competitiva em determinado setor, ou; (ii) para buscar atuação em novos setores em que ainda não possui competências necessárias para se estabelecer. Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), as aquisições horizontais tendem a obter melhores resultados quando na combinação de negócios a adquirente integra aos seus ativos apenas a parte essencial dos ativos da adquirida, alienando os que não são necessários para a nova estrutura estabelecida.

As fusões verticais, de acordo com Barney e Hesterly (2007), se realizam quando uma organização adquire fornecedores ou canais ou redes de distribuição de bens ou de serviços. Isto a torna verticalmente integrada para trás, quando se referem a fornecedores de matéria-prima, por exemplo, ou para frente, tendo exemplos a relação com clientes ou redes de distribuição. Tais aquisições se referem a outras partes que compõem a cadeia de valor. A análise da cadeia de valor é apresentada por Hitt, Ireland e Hoskisson (2008) como um meio de as organizações compreenderem se sua atuação com relação a custos está adequada para a criação de valor e também para identificação de meios facilitadores para o desenvolvimento do modelo estratégico determinado. Já as aquisições relacionadas são aquelas em que as

organizações envolvidas são de setores que de alguma forma estão relacionados entre si por meio de suas atividades, tendo também como componentes, competências essenciais ou complementares que se assemelham (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2000). Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), elas geralmente tornam-se difíceis de serem avaliadas devido à dificuldade de obtenção de sinergia.

Hill e Jones (2013) apresentam as aquisições também como uma maneira de ingresso de forma mais rápida em um determinado mercado ou como forma de entrada em setores em que haja a presença de barreiras de entrada estabelecidas por empresas já atuantes. Para Barney e Hesterly (2007), as barreiras de entrada tornam elevados os custos para novos entrantes no setor, quanto mais altos forem tais custos, maiores serão as dificuldades de novas organizações obterem a entrada. Exemplos de barreiras, de acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), podem ser as economias de escala bem desenvolvidas pelos concorrentes, fidelização aos produtos por parte dos clientes, acarretando diferenciação, tornando difícil serem superadas por novos ingressantes.

Ainda segundo Hill e Jones (2013), as aquisições apresentam menores riscos relacionados a incertezas com resultados futuros de novos negócios internamente desenvolvidos tendo em vista o conhecimento prévio dos resultados e participação de mercado da adquirida. Porém, conforme afirmam Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), há o risco de se perder oportunidades ligadas à inovação, deixando de se desenvolver novos produtos, havendo a necessidade de uma análise cuidadosa do processo de aquisição com relação a tais fatores.

Ao se estabelecer uma estratégia de posicionamento de mercado global, a internacionalização é um fator importante sobre quais alternativas serão desenvolvidas. Acerca das aquisições internacionais Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), as definem como aquelas que correspondem a aquisições que empresas realizam em outros países, como uma alternativa de superação de barreiras de entrada ou como forma de estabelecer um controle melhor desenvolvido nas suas operações internacionais. Barney e Hesterly (2007) ressaltam que há um fator de elevada importância acerca de tais aquisições, a integração pós-fusão devido aos aspectos culturais diferentes entre os países, se forem muito acentuadas tais diferenças entre culturas organizacionais, o processo de criação de valor torna-se prejudicado, sendo então necessário, para maior sucesso das aquisições, aquelas que não dependam de um processo de integração entre culturas organizacionais.

Como se observa, apresentam-se muitas razões para se utilizarem as F&A para o desenvolvimento de estratégias e criação de valor para as organizações. Pesquisas acerca do

tema têm apresentado resultados diversos, porém com tendências geralmente positivas quanto aos resultados apresentados em aumento de valor, tanto para a empresa-alvo, quanto para a empresa adquirente (VASCONCELOS; CALDAS; WOOD, 2003; TANURE; CANÇADO, 2005; CAMARGOS; BARBOSA, 2005; OLIVEIRA; FORTE; ARAGÃO, 2007; PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007; KAYO; PATROCÍNIO; MARTIN, 2009; CAMARGOS; BARBOSA, 2009; BORTOLUZZO et al., 2014; ROMANO; ALMEIDA, 2015; BOMFIM; CALLADO, 2016; VIEIRA *et al.*, 2017).

Em uma pesquisa exploratória realizada por Vasconcelos, Caldas e Wood (2003), com 54 casos de F&A ocorridas no Brasil, se verificou que um processo de integração menos coercitivo, melhores práticas voltadas à comunicação, postura de respeito e manutenção do capital intelectual contribuem para melhores resultados das operações de F&A.

A respeito da integração entre adquirente e adquirida, em estudo de caso realizado por Tanure e Cançado (2005), observaram-se dificuldades para as empresas desenvolverem a estratégia por problemas de aceitação de aspectos locais e observância adequada das fases de desenvolvimento, e também incorporação de práticas e culturas organizacionais, visão das adquirentes na tentativa de incorporação pelas adquiridas, e cultura organizacional geralmente paternalista das adquiridas, incorporadas pelas adquirentes.

Acerca dos reflexos nos indicadores financeiros, em estudo teórico de Análise Fundamentalista realizado por Camargos e Barbosa (2005), com 21 processos de F&A ocorridas entre 1995 e 1999, indicou piora nos indicadores de liquidez das empresas pesquisadas com diminuição significativa de recursos para cumprimento das obrigações, também se observou piora do índice de Grau de Endividamento Financeiro, com melhora na qualidade do endividamento que passou a ser de longo prazo. Ademais, apresentou também aumento significativo do índice de Participação de Capitais de Terceiros indicando que as empresas passaram a se financiar mais de capital de terceiros, o que afetou também os índices de endividamento, quando conjuntamente analisados, sobretudo de recursos de longo prazo devido à melhoria de perfil da dívida e um aumento de poder de mercado e alavancagem, tal quadro segundo os autores, como resposta direta à operação de F&A.

Oliveira, Forte e Aragão (2007) realizaram um estudo em 16 filiais de uma empresa brasileira do setor de alimentos, utilizando-se de dados primários e secundários. Constataram que o processo de fusão e aquisição, apesar de algumas improvisações realizadas, gerou a obtenção de vários recursos (experiência de gestão, liderança, marca, alta tecnologia, reconhecimento e crescimento de mercado), e que a presença do diretor nacional de vendas foi de grande importância para o processo.

Em relação à criação de valor por meio de obtenção de intangibilidade, Patrocínio, Kayo e Kimura, (2007), por meio de estudo de eventos em empresas brasileiras de capital aberto, no período de 1994 a 2004, comprovaram que empresas intangível-intensivas apresentaram maiores potenciais de retorno em relação às empresas tangível-intensivas. Isso evidencia que as operações de fusão e aquisição podem adquirir um papel importante na obtenção de ativos intangíveis para as organizações adquirentes, contrapondo-se aos resultados quando realizados pelas empresas tangível-intensivas que parecem apresentar resultados negativos como sugerido por evidências empíricas anteriores.

A intangibilidade foi objeto do estudo de Kayo, Patrocínio e Martin (2009), realizado com 183 eventos de empresas brasileiras entre os anos de 1996 e 2007, em que se contraria a ideia de que a intangibilidade influencie a criação de valor nos eventos de aquisição de empresas, exceto quando sofre moderação pelo nível de endividamento. Os autores observaram que a disponibilidade de recursos é um fator preponderante para que a adquirente possa gerar valor intangível.

A obtenção de sinergias operacionais foi o foco do estudo realizado por Camargos e Barbosa (2009), na análise de dados trimestrais de 72 processos de F&A's em empresas brasileiras ocorridos entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004. Os autores observaram a geração de sinergias operacionais e a maximização de valor de mercado das empresas pesquisadas, principalmente para as adquirentes com maior potencial de criação de valor em relação às fusionadas e adquiridas.

Em um estudo realizado por Bortoluzzo *et al.* (2014), com empresas brasileiras de capital aberto compradoras, que realizaram operações de F&A *cross border* (operações de F&A em que as empresas adquirente e adquirida estão sediadas em países distintos) entre os anos de 1994 e 2008, foi observado desempenho financeiro significativo para as empresas que realizaram este tipo de operação. Isso porque a obtenção de sinergias relacionadas a ganhos estratégicos e de conhecimentos, ganhos de escopo e de escala, e ativos informacionais e vinculação de melhores práticas estavam presentes nas empresas-alvo de países desenvolvidos.

Em estudo de eventos realizado por Romano e Almeida (2015), que analisaram a fusão das Companhias Sadia e Perdigão (nova BRF S.A), comprovaram retornos positivos e significativos para ambas as empresas envolvidas, com a adquirida tendo valor superior a adquirente. Evidenciaram-se também retornos positivos para as empresas concorrentes.

Bomfim e Callado (2016) investigaram 53 empresas de capital aberto que realizaram 70 operações de F&A entre o quarto trimestre de 2008 e terceiro trimestre de 2012, e

evidenciaram que o desempenho econômico-financeiro das companhias persistiu no período de estudo sendo o retorno das operações de F&A menor do que o crescimento internamente obtido pelas companhias. Observou-se também que operações financiadas por mais de um tipo de recurso sofreram efeito negativo em desempenho devido possivelmente ao aumento de despesas desses recursos. Já em empresas pertencentes ao mesmo setor que realizaram operações de F&A observou-se ganhos de acordo com a hipótese das sinergias e que o nível de endividamento repercute negativamente no desempenho do período pós-efetivação das operações.

Vieira *et al.* (2017) estudaram 23 companhias de capital aberto de diversos segmentos que realizaram processos de F&A entre 2010 e 2014, com dados trimestrais *ex ante* e *ex post*. Constataram a piora a curto prazo nos índices de liquidez das empresas adquirentes, sobretudo por alterações ocasionadas pelos investimentos que foram incorporados ao Ativo Não Circulante em detrimento à disponibilidade de recursos de curto prazo. No entanto, em relação ao índice de Medida de Alavancagem, não houve diferenças estatisticamente significativas devido ao fato de que as operações de F&A não afetaram as fontes de financiamento da organização. Por fim, em relação à rentabilidade os autores sugerem um tempo maior de estudo do que o utilizado para auferir resultados melhores e sinergias financeiras e operacionais, tendo em vista assim como nos resultados encontrados para os indicadores de Medida de Alavancagem não terem sido encontradas diferenças estatisticamente significativas.

2.2 Demonstrações financeiras e indicadores

De acordo com Marion (2019), é comum se afirmar a antiguidade das demonstrações contábeis, remetendo, em sua forma primitiva por volta de mais ou menos 4000 a.C. com a análise da variação da riqueza, medida por meio dos inventários de rebanhos pelo homem em sua função de pastoreio. As demonstrações contábeis, de forma mais sólida, se apresentam em época mais recente, ao final do século XIX, com a análise das demonstrações contábeis de empresas que visavam empréstimos por banqueiros americanos.

Apenas o balanço patrimonial, segundo Marion (2019), era inicialmente exigido, originando a expressão Análise de Balanços, utilizada tradicionalmente. As demonstrações seguintes que passaram a ser exigidas para concessão de crédito também passaram em certo período a se utilizar da expressão Análise de Balanços, como exemplos a demonstração do resultado do exercício como sendo Balanço Econômico (Balanço de Resultado) e Fluxo de

caixa como Balanço Financeiro. Ainda segundo o autor, a Análise das Demonstrações Contábeis prosseguiu se desenvolvendo graças ao surgimento dos Bancos Governamentais e sua função de financiamento de empresas, e o interesse de investidores em conhecer a situação das empresas em razão da abertura de Capital.

Para Marion (2019), o Balanço Patrimonial continua sendo o pilar principal na análise das demonstrações contábeis, com as demais demonstrações convergindo para ele. Segundo o autor, algumas técnicas atuais incluem a análise de Indicadores Financeiros e Econômicos; Análise Horizontal e Vertical; Análise da Taxa de Retorno sobre Investimentos (Margem de Lucro, Giro do ativo); Análise da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) e da Demonstração de Valor Adicionado (DVA).

Neste estudo é enfatizada a análise individual dos indicadores de liquidez geral e de liquidez corrente; dos indicadores de endividamento e de estrutura patrimonial (índice de endividamento, índice de composição do endividamento, índice de imobilização do patrimônio líquido e índice de imobilização de recursos não-correntes); e a análise da rentabilidade e alavancagem financeira por meio do Sistema Dupont, utilizando dados dos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultado dos exercícios componentes da pesquisa.

Para Assaf Neto (2012), os indicadores de liquidez permitem uma análise financeira da empresa perante o cumprimento de suas obrigações financeiras. Segundo Marion (2019), os indicadores de liquidez avaliam a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações financeiras no prazo imediato, curto prazo ou longo prazo.

De acordo com Martins, Miranda e Diniz (2014), a análise da estrutura patrimonial possui indicadores que buscam identificar o quanto a empresa necessita de recursos de terceiros para operar, estipulando relações entre as fontes de financiamento próprio e de terceiros. Segundo Marion (2019), os indicadores de endividamento apresentam além do nível de endividamento da empresa, a proporção de recursos próprios e de terceiros que a organização se utiliza.

A Tabela 1 apresenta os indicadores utilizados neste estudo com suas respectivas definições e fórmulas.

Tabela 1 – Indicadores de Liquidez e endividamento e de estrutura patrimonial

Indicadores	Definição	Fórmula
Liquidez corrente	Mostra a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações à curto prazo. Apresenta o quanto de ativo circulante existe para cada \$ 1 de dívida de curto prazo. Quanto maior a	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$

	liquidez corrente, mais alta é a capacidade de a organização financiar suas necessidades de capital de giro.	
Liquidez geral	Mostra a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações à curto e à longo prazo, sendo utilizada também como medida de segurança financeira da empresa em longo prazo. De cada \$ 1 que a empresa mantém de dívida, o quanto existe de direitos e haveres (ativo circulante e realizável em longo prazo).	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não circulante}}$
De Endividamento	Mostra a parcela de dívidas que possui com terceiros (passivo circulante + passivo não circulante) para cada real que possui de recursos próprios (patrimônio líquido).	$\frac{\text{Capitais de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
De Composição do Endividamento	Mostra qual parcela da dívida total (passivo circulante + passivo não circulante) com terceiros é exigível no curto prazo (passivo circulante). Se a concentração da composição do endividamento for de curto prazo, a empresa poderá enfrentar dificuldades num cenário de reversão de mercado.	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capitais de Terceiros}}$
De Imobilização do Patrimônio Líquido	Mostra a parcela do capital próprio que está investida em ativos de baixa liquidez. Quanto mais recursos a empresa investir em ativos de baixa liquidez (imobilizado, investimentos e intangíveis), menos terá disponível para investimento em Ativos Circulantes, sendo ideal o financiamento de Ativos Circulantes com recursos próprios.	$\frac{\text{Ativo Não Circulante} - \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
De Imobilização de Recursos Não-correntes	Mostra o % de recursos de longo prazo aplicado nos grupos de ativos de menor liquidez (imobilizado, investimentos e intangível). Quanto menor, mais favorável ele se apresenta, sendo abaixo de 100% a situação ideal ao indicar o financiamento de capital de giro com recursos de longo prazo.	$\frac{\text{Ativo Não Circulante} - \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo Não Circulante}} \times 100$

Fonte: Assaf Neto (2012); Martins; Miranda; Diniz (2014); Marion (2019); e Silva (2019).

Para Gitman e Madura (2003), o sistema de análise Dupont consiste em uma ferramenta de análise das demonstrações financeiras de uma empresa que utiliza conjuntamente elementos do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado para determinar a medida de retorno sobre o ativo (ROA) (produto de dois componentes sendo a margem de lucro líquida, utilizada para aferição de lucratividade; e giro do ativo, utilizado para aferição de eficiência da empresa em gerar vendas por meio de seus ativos); e a medida de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) (obtida com a aplicação da fórmula do sistema de análise Dupont modificada, sendo o ROE, produto da multiplicação da medida do ROA

pela medida do multiplicador de alavancagem financeira, indicador de ativos totais sobre o patrimônio líquido).

Para Marion (2019), o mérito do sistema de análise Dupont está em proporcionar em uma análise única, elementos componentes do Balanço Patrimonial (produtividade) e elementos componentes da demonstração do Resultado do exercício (lucratividade). Visão também apresentada por Gitman e Madura (2003) quanto à vantagem do sistema de análise Dupont se compreender o retorno aos proprietários segundo essa ótica.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo classifica-se como qualitativo e, segundo seus objetivos, se apresenta como descritivo. Quanto à coleta de dados, abrangeu dados dos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultados da companhia Natura Cosméticos S.A., dos anos de 2010 a 2019. Os dados foram coletados no site da B3 S.A. Brasil Bolsa Balcão para a companhia listada, do setor de cosméticos brasileiro em 29 de agosto de 2020. Também foram coletados dados documentais no sítio na *internet* da Comissão de Valores Mobiliários para análise das combinações de negócios realizadas no período de estudo.

Os processos de F&A identificados e componentes da amostra ocorreram nos anos de 2012 e 2016 para uma mesma companhia adquirida e 2017 para outra companhia adquirida, conforme detalhado na Tabela 2.

Tabela 2 – Operações de F&A

Organização adquirida	Ano da celebração de contrato de compra e venda	% adquirido
Emeis Holdings Pty Ltd.	2012	65%
Emeis Holdings Pty Ltd.	2016	35%
The Body Shop	2017	100%

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Para análise do desempenho econômico-financeiro, foram utilizados os indicadores de liquidez, endividamento, estrutura patrimonial e rentabilidade da organização adquirente, conforme Seção 2.2. Para a seleção do período de estudo, optou-se por analisar os indicadores iniciados no ano de 2010, ou seja, dois anos antes à primeira combinação de negócios, estendendo-se continuamente por meio de análise anual dos indicadores até o ano de 2019, ou seja, dois anos após a última combinação de negócios da amostra. Isso permite maior abrangência de análise quanto aos resultados no período de estudo, pois reflexos analisados no próprio ano da combinação não compõem adequada avaliação devido ao alto grau de

dificuldades e incertezas econômico-financeiras que podem ser geradas pelas combinações de negócios (CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Histórico das F&A

O primeiro contrato de celebração de compra e venda foi realizado em 20 de dezembro de 2012, mesma data do comunicado de Fato Relevante à Comissão de Valores Mobiliários, se constituindo na celebração da compra de 65% da companhia *Emeis Holdings Pty Ltd.*, pelo preço de AU\$68,25 milhões, sujeitos a certos ajustes, sendo paga com caixa da Companhia, com conclusão da operação de aquisição em 28 de fevereiro de 2013.

No ano de 2016 (20 de dezembro), a companhia Natura Cosméticos S.A. comunicou aos acionistas e ao mercado Fato Relevante que, nessa mesma data, exerceu o direito de aquisição de 100% das opções de compra e venda das ações ordinárias da *Emeis Holdings Pty Ltd* detidas por seus acionistas minoritários. Direito esse que havia sido aprovado em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 12 de abril de 2013, passando a ser exercido a partir da data de aprovação das demonstrações financeiras da *Emeis Holdings Pty Ltd* referentes ao exercício social encerrado em 30 de junho de 2016, refletindo na obtenção da totalidade das ações da *Emeis Holdings Pty Ltd*.

A companhia Natura Cosméticos S.A, em 09 de junho de 2017, comunicou aos acionistas, e ao mercado em geral, que apresentou uma oferta para aquisição de 100% das ações de emissão da empresa *The Body Shop International Plc*, pertencente à companhia *L'Oréal S.A.*, pelo preço de EUR 1.0 bilhão, mediante um contrato de exclusividade para a negociação, com ressalvas quanto às aprovações regulatórias aplicáveis, notadamente no Brasil e EUA.

No dia 20 de junho de 2017, mediante comunicação de Fato Relevante, a companhia Natura Cosméticos S.A. comunicou aos acionistas e ao mercado que em 19 de junho de 2017 a companhia *L'Oréal S.A.* informou que concluiu de maneira favorável o processo de consulta ao seu conselho de empregados, com relação à aquisição pela Natura Cosméticos S.A. ou uma de suas subsidiárias. O contrato de compra e venda foi celebrado em 26 de junho de 2017, mesma data do comunicado aos acionistas e ao mercado, mediante comunicação de Fato Relevante.

No dia 10 de agosto de 2017, mediante comunicação de Fato Relevante aos acionistas e ao mercado, a Companhia Natura Cosméticos S.A. indicou que na mesma data foram obtidas todas as autorizações regulatórias necessárias à aprovação da combinação de negócios. Na sequência, mediante comunicação de Fato Relevante em data de 07 de setembro de 2017, foi comunicada a ocorrência, na mesma data, da implementação do fechamento da operação contratada, resultando na aquisição, pela companhia *Natura (Brasil) International B.V.*, subsidiária de Natura Cosméticos S.A., de 100% das ações de emissão da empresa *The Body Shop International Plc.*

4.2 Apresentação e análise dos indicadores

4.2.1 Indicadores de liquidez

No tocante aos indicadores de liquidez geral e liquidez corrente (Tabela 3), foram analisadas as oscilações e o desempenho de forma isolada com que cada indicador apresentou anualmente, não sendo analisados os desempenhos deles em relação a uma média geral de mercado com outras empresas de mesmo setor, forma ideal de análise (MARION, 2019). Isso se deve à impossibilidade de obtenção de dados das demais companhias, nacionais e estrangeiras, que atuam no setor de cosméticos do Brasil e que possuem capital fechado.

Tabela 3 – Indicadores de Liquidez

Indicadores de liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Geral	1,2937	1,1129	1,0115	0,8526	0,8128	0,8207	0,7949	0,6159	0,6398	0,5877
Corrente	1,5874	1,7284	1,3991	1,5097	1,3592	1,3162	1,1496	1,0209	1,4136	1,4376

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Foram encontradas reduções acentuadas no período em relação ao indicador de liquidez geral. Em 2011 o índice registrou 1,1129, apresentando leve redução em relação ao ano anterior. Em 2012, ano da primeira combinação de negócios (aquisição de 65% das ações de *Emeis Holdings Pty Ltd.*) o índice registrou nova leve redução para 1,0115, porém ainda permanecendo acima de 1,0, limite que indica quando os números em geral são positivos (quando acima de 1,0) (MARION, 2019). Em 2013 o índice apresentou uma redução mais acentuada, registrando 0,8526, permanecendo nos anos seguintes abaixo de 1,0. Em 2014 registrando nova leve redução para 0,8128 e em 2015 com leve elevação para 0,8207. Em 2016, ano da segunda combinação de negócios do estudo (aquisição de 35% das ações de

Emeis Holdings Pty Ltd.), o índice registrou redução para 0,7949, reduzindo-se ainda mais acentuadamente em 2017, ano da terceira combinação de negócios do estudo, (aquisição de 100% das ações de *The Body Shop International Plc*), quando registrou 0,6159, seguido de uma leve elevação em 2018 para 0,6398, ocorrendo nova redução em 2019 para 0,5877, demonstrando que a liquidez de uma forma geral, apresentou redução acentuada no período, principalmente nos próprios anos das combinações, e anos seguintes, com exceção no caso da terceira combinação de negócios ocorrida em 2017, quando em 2018 o índice apresentou leve elevação, porém novamente registrando recuo mais acentuado em 2019, quando o índice se reduziu para um pouco menos da metade do que registrava em 2010.

As reduções apresentadas pelo indicador se explicam devido ao elevado aumento ocorrido no período no endividamento de curto e de longo prazo que se elevaram mais proporcionalmente do que o ativo circulante e ativo realizável em longo prazo. Os resultados estão em concordância com estudos de Camargos e Barbosa, 2005, que indicaram que das 22 empresas que realizaram processos de F&A, a maioria (59,10%) apresentaram piora na média de seus indicadores de liquidez geral.

Quanto aos resultados do indicador de liquidez corrente, ocorreram grandes oscilações entre as reduções e elevações observadas no período. Em 2011 houve leve elevação, registrando 1,7284 em relação ao registrado em 2010. Em 2012, ano da primeira combinação de negócios (aquisição de 65% das ações de *Emeis Holdings Pty Ltd.*), o índice registrou redução mais acentuada para 1,3991. Em 2013, não acompanhando a ocorrência de redução no indicador de liquidez geral para o mesmo ano, houve leve aumento, registrando 1,5097. Apresentou nova redução em 2014 para 1,3592. Em 2015 apresentou leve redução para o patamar de 1,3162. Em 2016, ano da segunda combinação de negócios do estudo (aquisição de 35% das ações de *Emeis Holdings Pty Ltd.*), o índice continuou apresentando redução, registrando 1,1496. Em 2017, ano da terceira combinação de negócios do estudo, (aquisição de 100% das ações de *The Body Shop International Plc*), nova redução foi registrada para 1,0209. Em 2018 o indicador acompanhou a ocorrência de elevação do índice de liquidez geral para o mesmo ano, porém de forma um pouco mais acentuada, registrando 1,4136. O índice elevou-se novamente em 2019 para 1,4376.

Em síntese, os resultados demonstram que os indicadores de liquidez corrente se reduziram levemente nos próprios anos das combinações, 2012, 2016 e 2017, elevando-se positivamente nos anos seguintes aos das combinações realizadas, 2013, 2018 e 2019. No caso da combinação de negócios realizada em 2016, houve nova aquisição em 2017, o que auxilia a explicar possíveis impactos negativos nos indicadores no ano de 2017. Observou-se

que a proporção maior de quedas apresentadas entre 2011 e 2017 pelo indicador ocorreram devido ao passivo circulante ter apresentado nesse período, entre elevações (em sua maioria) e reduções, um crescimento maior do que o ativo circulante apresentou em suas oscilações ora positivas, ora negativas. As elevações substanciais apresentadas em 2018 e 2019 nos indicadores são um reflexo das reduções no passivo circulante, ocasionadas pela diminuição significativa das contas de empréstimos de curto prazo.

Esses resultados estão em linha com os de Camargos e Barbosa (2005), que constataram que das 22 empresas que realizaram processos de F&A, a maioria (63,64%) apresentou piora na média de seus indicadores de liquidez corrente, o que se observou a maior parte do tempo na presente pesquisa, assim como nas demais empresas (36,36%) que apresentaram melhora na média em seus indicadores, o que na presente pesquisa ocorreu especificamente nos anos de 2013, um ano após a primeira aquisição, e em 2018 e 2019, anos posteriores às aquisições de *Emeis Holdings Pty Ltd.* e *The Body Shop International Plc*, anos esses em que o passivo circulante apresentou reduções.

Os resultados desta pesquisa também apresentam consenso, em parte, com estudos de Vieira *et al.* (2017) realizado com 23 companhias de capital aberto de diversos segmentos que realizaram processos de F&A no período de 2010 a 2014, em que se encontram evidências de que houve piora nos indicadores de liquidez patrimonial no curto prazo, o que na presente pesquisa refere-se especificamente no ano de 2017, situação oposta ao que ocorreu em 2013 e 2018 em que ocorreu elevações no indicador.

4.2.2 Indicadores de endividamento e de estrutura patrimonial

A Tabela 4 apresenta os indicadores de endividamento e de estrutura patrimonial em sua evolução ao longo do período de estudo.

Tabela 4 – Indicadores de Endividamento e de Estrutura Patrimonial

Ano	Índice de endividamento	Índice de composição do endividamento	Índice de imobilização do patrimônio líquido	Índice de imobilização de recursos não-correntes (*)
2010	1,5621	0,5997	0,5412	33,2961
2011	2,0338	0,5013	0,7704	38,2477
2012	3,1608	0,5934	0,9636	42,1697
2013	4,3484	0,4580	1,6409	48,8843
2014	5,2681	0,5154	1,9861	55,9006
2015	7,7171	0,5498	2,3835	53,2725
2016	7,4521	0,5627	2,5281	59,3575
2017	8,1497	0,5188	4,1305	83,9267
2018	4,9747	0,3566	2,7921	66,4707
2019	4,3450	0,3010	2,7914	69,1440

*Em porcentagem

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O índice de endividamento evidenciou elevações seguidas entre os anos de 2010 e 2015. Em 2012, ano da primeira combinação de negócios (aquisição de 65% das ações de *Emeis Holdings Pty Ltd.*), o índice recebeu elevação mais acentuada do que em relação aos dois anos anteriores. Em 2013, 2014 e 2015 as elevações continuaram acentuadas, registrando 4,3484, 5,2681 e 7,7171, respectivamente. Em 2016, ano da segunda combinação de negócios do estudo (aquisição de 35% das ações de *Emeis Holdings Pty Ltd.*), houve leve redução do indicador para 7,4521 e em 2017, ano da terceira combinação de negócios do estudo (aquisição de 100% das ações de *The Body Shop International Plc*), o índice se elevou novamente para 8,1497. Observou-se que as obrigações com terceiros no período entre 2010 e 2017 aumentaram consideravelmente. Nos anos das combinações de negócios se observou que houve aumento mais acentuado em 2012 e 2017, ocorrendo em 2016 uma leve redução em relação ao registrado em 2015, porém com elevação mais acentuada no ano seguinte. Em 2018 e 2019 se observou uma significativa redução do índice registrando 4,9747 e 4,3450 respectivamente, motivada pelo aumento significativo apresentado pelo patrimônio líquido, porém ainda apresentando índices maiores do que o registrado inicialmente em 2010 quando registrou 1,5621, demonstrando grande elevação das dívidas com terceiros.

Os resultados estão em concordância com estudos de Camargos e Barbosa (2005), que indicaram que das 18 empresas que realizaram processos de F&A, a maioria (66,66%) apresentou uma piora na média de seus indicadores. Também apresentou consenso nesse aspecto com estudos de Bomfim e Callado (2016) em que se evidenciou que o nível de endividamento repercute negativamente no desempenho do período pós-efetivação das operações de F&A.

Os achados também apresentam, em parte, concordância com estudos de Vieira et al., (2017) realizado com 23 companhias de capital aberto de diversos segmentos que realizaram processos de F&A no período de 2010 a 2014, em que se encontram evidências de que houve elevação nos indicadores de endividamento de curto prazo, no caso da presente pesquisa no ano subsequente aos próprios anos das combinações de negócios (2013 e 2017), porém se contrapondo ao registrado no ano de 2018 quando o indicador se reduziu de forma significativa, sobretudo pela redução da conta de empréstimos de curto prazo, confirmando a disponibilidade da companhia em saldar suas obrigações à curto prazo.

O índice de composição do endividamento apresentou pequenas variações entre os anos de 2010 e 2017, período em que ocorreram as combinações de negócios. Em 2012, o

índice registrou elevação para 0,5934 em relação a 0,5013, registrado em 2011, porém permanecendo abaixo de 0,5997, registrado em 2010. Em 2013 o indicador apresentou uma redução mais acentuada para 0,4580, na sequência registrando 0,5154 em 2014. Em 2015 houve nova leve elevação para 0,5498. Em 2016, ano da segunda combinação de negócios do estudo, o índice registrou leve elevação para 0,5627. Em 2017, ano da terceira combinação de negócios do estudo o índice apresentou leve redução para 0,5188. Não se observou até o ano de 2017 que as combinações de negócios tenham repercutido negativamente no indicador, que permaneceu de uma forma geral estável, ocorrendo pequenas variações para mais ou para menos. As maiores variações no indicador foram observadas nos anos de 2018 e 2019 quando os indicadores apresentaram 0,3566 e 0,3010 respectivamente.

Evidenciou-se que a companhia conseguiu manter o indicador de composição de endividamento em patamares baixos no período, embora as dívidas com terceiros tenham se elevado consideravelmente, conforme apresentado pelos indicadores de endividamento, observou-se que a companhia manteve uma baixa concentração da dívida total com terceiros no curto prazo, registrando-se como um cenário positivo nesse aspecto. Os resultados estão em concordância com estudos de Camargos e Barbosa (2005), que indicaram que das 18 empresas que realizaram processos de F&A, a maioria (66,67%) apresentou melhora nos indicadores de Perfil da Dívida com queda de 12,77% no endividamento de curto prazo e indicação de mudança de perfil da dívida para longo prazo.

O índice de imobilização do patrimônio líquido manteve se elevando em todos os anos de 2010 a 2017, com as maiores elevações sendo registradas em 2013 com índice de 1,6419 em relação a 0,9636 registrados em 2012 e 2017 com índice de 4,1305 em relação a 2,5281 registrados em 2016. Observou-se que a companhia no período de 2010 a 2017 elevou a parcela do capital próprio que está investida em ativos de baixa liquidez. Em 2018 o índice apresentou redução mais acentuada registrando 2,7921, permanecendo praticamente igual em 2019 quando registrou 2,7914. Porém, ainda bem mais elevado que o registrado inicialmente em 2010 quando apresentou 0,5412, demonstrando que a companhia tem elevado o risco no período devido ao investimento de recursos próprios em ativos de baixa liquidez.

O índice de imobilização de recursos não correntes apresentou elevações em todos os anos entre 2010 e 2014. Em 2011 o índice registrou 38,2477% apresentando leve elevação para 42,1697% em 2012. Em 2013 e em 2014 novas leves elevações foram registradas, com 48,8843% e 55,9006% respectivamente. Em 2015 o índice apresentou uma leve redução para 53,2725%, se elevando novamente para 59,3575% em 2016. Em 2017 o índice apresentou uma elevação mais acentuada registrando 83,9267%. Em 2018 e 2019 o índice apresentou

reduções acentuadas para 66,4707% e 69,1440% respectivamente, porém em 2018 apresentando praticamente o dobro dos valores apresentados em 2010.

Os resultados apontam elevações nos próprios anos das combinações, sendo em 2017 a maior delas, e, apesar das reduções em 2018 e em 2019, os indicadores apresentaram grande elevação no período evidenciando que a companhia tem investido uma parcela maior de recursos de longo prazo em ativos de menor liquidez em relação aos 33,29% dos indicadores apresentados inicialmente em 2010. Contudo os indicadores ainda permanecem abaixo do patamar de 100%, indicando uma situação favorável quanto ao financiamento do capital de giro com recursos de longo prazo apesar da elevação apresentada no período.

4.2.3 Indicadores do Sistema de Análise Dupont

A Tabela 5 apresenta os resultados encontrados com a aplicação do sistema Dupont em sua evolução entre os anos de 2010 e 2019.

Tabela 5 – Indicadores do Sistema de Análise Dupont

PAINEL A - 2010/2014					
Sistema de análise Dupont	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas	5.136.712	5.591.374	6.345.669	7.010.311	7.408.422
Custo Total	-4.392.662	-4.760.473	-5.471.293	-6.162.505	-6.667.201
Lucro Líquido	744.050	830.901	874.376	847.806	741.221
Margem Líquida	0,1448	0,1486	0,1378	0,1209	0,1001
Ativo Circulante	1.869.897	2.203.259	3.378.317	3.512.933	4.239.284
Ativo Não Circulante	1.351.974	1.589.753	1.978.401	2.735.388	2.960.799
Ativo Total	3.221.871	3.793.012	5.356.718	6.248.321	7.200.083
Giro do Ativo	1,5943	1,4741	1,1846	1,1220	1,0289
ROA	0,2309	0,2191	0,1632	0,1357	0,1029
Passivo Circulante	1.177.967	1.274.719	2.414.712	2.326.840	3.118.996
Passivo Não Circulante	786.402	1.268.048	1.654.570	2.753.231	2.932.408
Passivo Total	1.964.369	2.542.767	4.069.282	5.080.071	6.051.404
Patrimônio Líquido	1.257.502	1.250.245	1.287.436	1.168.250	1.148.679
Patrimônio Total e Patrimônio Líquido	3.221.871	3.793.012	5.356.718	6.248.321	7.200.083
Multiplicador da alavancagem financeira	2,5621	3,0338	4,1608	5,3484	6,2681
ROE	0,5917	0,6646	0,6792	0,7257	0,6453
PAINEL B - 2015/2019					
Sistema de análise Dupont	2015	2016	2017	2018	2019
Vendas	7.899.002	7.912.664	9.852.708	13.397.419	14.444.690
Custo Total	-7.376.270	-7.604.426	-9.182.457	-12.849.040	-14.052.299
Lucro Líquido	522.732	308.238	670.251	548.379	392.391
Margem Líquida	0,0662	0,0390	0,0680	0,0409	0,0272
Ativo Circulante	6.018.706	4.802.900	7.056.309	6.455.759	6.379.483
Ativo Não Circulante	3.376.275	3.618.679	7.901.153	8.923.790	11.754.455
Ativo Total	9.394.981	8.421.579	14.957.462	15.379.549	18.133.938
Giro do Ativo	0,8408	0,9396	0,6587	0,8711	0,7966

ROA	0,0556	0,0366	0,0448	0,0357	0,0216
Passivo Circulante	4.572.920	4.177.899	6.912.005	4.566.881	4.437.517
Passivo Não Circulante	3.744.294	3.247.295	6.410.711	8.238.566	10.303.744
Passivo Total	8.317.214	7.425.194	13.322.716	12.805.447	14.741.261
Patrimônio Líquido	1.077.767	996.385	1.634.746	2.574.102	3.392.677
Patrimônio Total e Patrimônio Líquido	9.394.981	8.421.579	14.957.462	15.379.549	18.133.938
Multiplicador - alavancagem financeira	8,7171	8,4521	9,1497	5,9747	5,3450
ROE	0,4850	0,3094	0,4100	0,2130	0,1157

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

A análise Dupont apresenta de uma forma geral em sua maioria, oscilações negativas significativas no período posterior às combinações de negócios com relação aos indicadores ROA e ROE. No período poucas oscilações positivas foram encontradas para o ROE, especificamente em 2012, 2013 e 2017, o que ocorreu apenas uma vez com o indicador ROA, em 2017, com pequena elevação.

Os resultados apresentam contraposição com estudos de Vieira *et al.* (2017) realizado com 23 companhias de capital aberto de diversos segmentos que realizaram processos de F&A no período de 2010 a 2014, em que não foram apresentadas diferenças estatisticamente significativas no tocante ao indicador de ROE no curto prazo, enquanto que na presente pesquisa se observou que, no ano subsequente aos próprios anos das combinações de negócios realizadas em 2012 e 2016, houve leve elevação em 2013 e 2017, e redução mais acentuada no ano 2018 em relação à combinação de negócios realizada em 2017.

Com relação ao ROA, nos próprios anos das combinações, o indicador se reduziu consideravelmente em 2012 para 0,1632 em relação ao ano anterior. Em 2016 houve nova redução do indicador para 0,0366 em relação a 0,0556 registrados no ano anterior. Em 2017 o indicador apresentou leve elevação para 0,0448 em relação aos 0,0366 do ano anterior, porém reduzindo-se levemente em 2018 para 0,0357 e nova redução em 2019 para 0,0216.

O estudo de Camargos e Barbosa (2005) indicou que das 21 empresas que realizaram processos de F&A, a maioria delas (57,14%) apresentaram melhora em tal indicador, com (42,86%) apresentando uma piora na média dos indicadores, o que auxilia a apoiar os resultados desta pesquisa.

A respeito do ROA, o sistema de análise Dupont apresenta a influência ocasionada pela margem líquida multiplicada pelo giro do ativo. Observou-se que a margem líquida no período se reduziu consideravelmente. Nos próprios anos das combinações, em 2012 para 0,1378 em relação a 0,1486 em 2011, em 2016 com redução mais acentuada para 0,0390 em relação a 0,0662 registrado em 2015 e no ano de 2017 se observando nova elevação para

0,0680, motivada pela elevação significativa das vendas, porém com reduções registradas nos anos seguintes, em 2018 para 0,0409 e 0,0272 em 2019.

Observou-se que, embora as vendas tenham apresentado crescimento significativo no período, os custos dos produtos vendidos e despesas também se elevaram consideravelmente, os custos em função de custos referentes à matéria-prima e custos com pessoal, e as despesas em função principalmente das despesas operacionais com vendas, gerais e administrativas, como também despesas financeiras, o que acarretou em diminuição significativa dos lucros no período. Entre 2012 e 2016 se observou crescimento considerável dos custos e despesas operacionais, impactando negativamente o lucro líquido e a margem líquida, refletindo negativamente no ROA. Em 2017 se observou uma recuperação no lucro líquido em relação ao ano anterior, motivada pelo aumento das vendas, porém com elevação considerável em despesas operacionais, principalmente despesas com vendas, se observando a mesma tendência de elevação dos custos e despesas operacionais nos anos seguintes com novas reduções nos lucros.

O giro do ativo apresentou reduções elevadas no período, em sua maioria com acentuadas reduções e com poucas elevações em 2016 e 2018, reduzindo-se para mais da metade em 2019 do que o apresentado em 2010, exercendo influência juntamente com as reduções apresentadas pela margem líquida nas reduções dos indicadores ROA. A queda no giro do ativo foi motivada pelo grande aumento apresentado pelo ativo total no período, que em 2019 apresentou 5,6283 vezes mais, aproximadamente, o patamar que apresentava em 2010, com maior elevação do ativo não circulante em relação ao ativo circulante. Observou-se a grande elevação de valor apresentado pelo ativo intangível após as combinações de negócios realizadas, principalmente em 2017 após a aquisição da empresa *The Body Shop International Plc*, representado principalmente por adição de marcas e patentes (vida útil indefinida) e as contas do ativo imobilizado que cresceram consideravelmente, o que auxilia a explicar as elevações observadas no índice de imobilização do patrimônio líquido e no índice de imobilização de recursos não correntes.

Os resultados também apresentam, em parte, concordância com estudos de Vieira et al., (2017) realizado com 23 companhias de capital aberto de diversos segmentos que realizaram processos de F&A no período de 2010 a 2014, quando da análise sob a ótica do Modelo Dupont, se encontraram evidências de que o indicador de giro do ativo é afetado pelas combinações de negócios no curto prazo, devido a maior proporcionalidade de aumento ocorrido no ativo total das empresas adquirentes do que em relação ao aumento das receitas líquidas, na presente pesquisa isso foi observado nos anos de 2013 e 2017, o oposto do que foi

observado no caso da aquisição da empresa *The Body Shop International Plc*, adquirida em 2017, quando em 2018 houve proporcionalidade maior de aumento nas receitas líquidas do que em relação ao aumento do ativo total, repercutindo positivamente no giro do ativo.

Com relação aos indicadores ROE, o indicador apresentou leve elevação em 2012 e 2013, um ano após a primeira combinação de negócios, com reduções apresentadas nos anos seguintes, registrando no ano de 2017 uma nova elevação, com quedas seguidas nos anos posteriores apresentando em 2019 o menor número, 0,1157. Observou-se que no longo prazo o ROE apesar de algumas leves elevações no período, reduziu-se consideravelmente.

Os estudos de Camargos e Barbosa (2005) indicaram que das 21 empresas que realizaram processos de F&A, a maioria delas (52,38%) apresentaram melhora em tal indicador, com (42,86%) apresentando uma piora na média dos indicadores, o que auxilia a apoiar os resultados da presente pesquisa.

A respeito dos indicadores ROE, o sistema de análise Dupont apresenta a influência ocasionada pelos grupos de passivo total e patrimônio líquido sobre o multiplicador da alavancagem financeira. Observaram-se, no período, consideráveis elevações no passivo circulante, passivo não circulante e patrimônio líquido. O passivo total elevou-se em todos os anos entre 2012 e 2015, com o passivo não circulante apresentando elevações em todos os anos, com elevações mais acentuadas do que as apresentadas pelo passivo circulante que também se elevou consideravelmente, motivadas pelo aumento significativo nas contas de empréstimos de curto prazo e de longo prazo. Em 2016 o passivo circulante se reduziu levemente para R\$ 4.177.899.000,00, com o passivo não circulante também apresentando leve redução para R\$ 3.247.295.000,00, porém em 2017 ambos apresentaram oscilações acentuadas elevando-se consideravelmente, motivadas pelo aumento significativo nas contas de empréstimos de curto prazo e de longo prazo. Em 2018 e 2019 o passivo circulante obteve reduções significativas apresentando R\$ 4.566.881.000,00 e R\$ 4.437.517.000,00 respectivamente em relação ao registrado em 2017, motivado por grandes reduções da conta de empréstimos. Em relação ao passivo não circulante observaram-se consideráveis elevações para R\$ 8.238.566.000,00 em 2018 e R\$ 10.303.744.000,00 em 2019, tendo a conta de empréstimos crescido substancialmente, indicando mudanças no perfil da dívida para maior financiamento em longo prazo. Ao final do período, em 2019 o patrimônio líquido apresentou considerável elevação em relação ao registrado inicialmente em 2010. Tal crescimento se registrou com pequenas elevações e reduções entre os anos de 2010 e 2016, com elevações mais acentuadas em 2017, 2018 e 2019.

O crescimento apresentado pelo passivo circulante, passivo não circulante e patrimônio líquido no período auxiliam a explicar a razão da alta elevação apresentada pelo multiplicador da alavancagem financeira que registrou 9,1497 em 2017, maior número da série, reduzindo-se para 5,9747 em 2018 e 5,3450 em 2019, o que por sua vez apresenta segundo o sistema de análise Dupont, fator crucial nos indicadores ROE, que apresentaram reduções consideráveis no período.

Os resultados apresentam contraposição com estudos de Vieira *et al.*, (2017) realizado com 23 companhias de capital aberto de diversos segmentos que realizaram processos de F&A no período de 2010 a 2014, em que em relação à alavancagem financeira, não foram encontradas diferenças estatisticamente significativas no curto prazo, enquanto na presente pesquisa se observou elevações nos anos de 2013, 2017 e redução significativa em 2018.

Observou-se na presente pesquisa que, embora o multiplicador da alavancagem financeira tenha apresentado elevações significativas no período, ocasionado pelas elevações do passivo total e do patrimônio líquido, as reduções apresentadas pelos indicadores de ROA atuando como fator exerceram influência nas quedas dos indicadores ROE. Evidencia-se que a companhia Natura Cosméticos S.A entre os anos de 2012 e 2020 realizou grandes investimentos para expandir sua atuação em âmbito nacional e internacional, como exemplo se pode citar a inauguração do centro industrial Ecoparque em 2014 em Benevides (Pará), ampliação de canais de venda incluindo vendas on-line, inauguração de novas lojas e aquisições de novas companhias. Fatores que auxiliam a explicar os reflexos sentidos pelos indicadores analisados.

5 CONCLUSÃO

Este estudo foi realizado objetivando-se identificar os tipos de F&A realizadas no período de 2010 a 2019 pela companhia Natura Cosméticos S.A. e analisar quais os reflexos das estratégias de F&A nos indicadores econômico-financeiros de liquidez, endividamento e de estrutura patrimonial, rentabilidade e alavancagem financeira que foram levantados e registrados por ela.

Em síntese, os resultados obtidos indicam uma piora nos indicadores de liquidez, com alguns poucos picos de melhora em relação à liquidez corrente, resultando em redução na capacidade da companhia em financiar suas necessidades e elevação mais acentuada no endividamento com composição da dívida se apresentando favoravelmente como de longo prazo. Também se identificou maior investimento da companhia em ativos de baixa liquidez,

elevando o risco, apesar do patamar favorável que o indicador de imobilização de recursos não correntes apresentou no período, indicando favorável capacidade de financiamento de capital de giro com recursos de longo prazo. Com relação à rentabilidade, observaram-se pioras significativas no indicador de ROA, devido às reduções significativas ocorridas na margem líquida e no giro do ativo, como também pioras significativas no indicador de ROE, influenciado pelas reduções consideráveis apresentadas pelo indicador de ROA, embora registradas as favoráveis elevações do indicador de multiplicador da alavancagem financeira que obteve crescimento elevado no período.

Ressalta-se que os resultados aqui apresentados podem representar a influência direta sentida pelas combinações de negócios em determinados aspectos, assim como podem estar recebendo influência de outros fatores referentes ao desenvolvimento da companhia, como, por exemplo, investimentos em polos fabris e bases de operações nacionais e internacionais, expansão de canais de vendas, inauguração de novas lojas, entre outros fatores, que podem ter contribuído para os resultados, se necessitando de uma análise mais aprofundada com outras ferramentas que possam trazer novas contribuições sobre o desempenho da companhia ao longo do período. Também se ressalta que os resultados se limitam aos dados amostrais levantados, não devendo ser generalizados a outras organizações, devido às particularidades pertencentes a cada organização num contexto de combinação de negócios. O tema apresenta-se abrangente, necessitando-se de mais estudos que possam aprofundar o conhecimento e a compreensão dos fatores presentes nas operações de F&A.

No tocante às limitações do estudo, menciona-se referente aos indicadores de liquidez (geral e corrente), em que foram analisados as oscilações e o desempenho de forma isolada com que cada indicador apresentou anualmente, não sendo analisados os desempenhos deles em relação a uma média geral de mercado com outras empresas de mesmo setor, forma ideal de análise (MARION, 2019). Isso deve-se à impossibilidade de obtenção de dados das demais companhias, nacionais e estrangeiras, que atuam no setor de cosméticos do Brasil e que possuem capital fechado.

Como sugestão de pesquisas futuras, recomenda-se a análise dos indicadores econômico-financeiros com relação à combinação de negócios realizada pelo Grupo Natura & CO Holding S.A., da companhia americana *Avon Products, Inc.*, não abordada na presente pesquisa devido à recente conclusão da operação em 03 de janeiro de 2020 para se avaliar como a nova combinação de negócios repercutiu nos resultados econômico-financeiros em associação às combinações de negócios realizadas anteriormente. Também, sugere-se nova análise dos indicadores econômico-financeiros que abranja o exercício social de 2020 e

posteriores para se analisar como a pandemia da Covid-19, ocorrida no final de 2019 e com disseminação global no início do ano de 2020, repercutiu sobre o desempenho da companhia avaliando os impactos em relação às estratégias de F&A realizadas. Por fim, outra sugestão é analisar como se promoveram os processos de integração entre a adquirente companhia Natura Cosméticos S.A. e as empresas adquiridas, a fim de se analisar os processos realizados, visando obter informações importantes para se compreender os possíveis benefícios e dificuldades existentes no processo e possível obtenção de sinergias e vantagens competitivas.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

Associação Brasileira Das Entidades Dos Mercados Financeiro E De Capitais. **Boletim de fusões e aquisições**. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/anuncios-de-fusoes-e-aquisicoes-registram-aumento-de-20-0-no-ano.htm. Acesso em 23 ago. 2020.

Associação Brasileira Da Indústria De Higiene Pessoal, Perfumaria E Cosméticos. **Panorama do setor de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos 2019**. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://abihpec.org.br/estudantes/>. Acesso em 23 ago. 2020.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. **Administração estratégica e vantagem competitiva**. Tradução: Monica Rosemberg. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BOMFIM, E. T.; CALLADO, A. L. C. Análise do Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas Brasileiras que Realizaram Operações de Fusões e de Aquisições. **Revista de Ciências da Administração**, v. 18, n. 45, p. 79-95, 2016.

BORTOLUZZO, A. B.; GARCIA, M. P. S.; BOEHE, D. M.; SHENG, H. H. Desempenho de fusões e aquisições Cross border: análise empírica do caso brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 6, p. 659-671, 2014.

B3 S.A. **Brasil Bolsa Balcão**. Empresas Listadas. São Paulo, 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em 29 ago. 2020.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 206-220, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Consulta externa CVM**. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx?tipoconsulta=CVM&codigoCVM=19550>. Acesso em 29 ago. 2020.

GITMAN, L. J.; MADURA, J. **Administração Financeira: Uma Abordagem Gerencial**. Tradução: Maria Lucia G. L. Rosa. Revisão Técnica: Rubens Famá. São Paulo: Addison Wesley, 2003.

HILL, C. W. L.; JONES, G. R. **O Essencial da administração estratégica**. Tradução: Rogério W. Galindo. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica: Competitividade e globalização**. Tradução. 2 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

KAYO, E. K.; PATROCÍNIO, M. R.; MARTIN, D. M. L. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. **RAUSP Management Journal**, v. 44, n. 1, art. 5, p. 59-69, 2009.

MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2019.

MARTINS, E.; MIRANDA, G. J.; DINIZ, J. A. **Análise didática das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2014.

NATURA & CO HOLDING S.A. **Nossa história compartilhada**. São Paulo, 2021. Disponível em: <https://naturaeco.com/pt/group/timeline/>. Acesso em: 16 jan. 2021.

NATURA & CO HOLDING S.A. **Investidores**. São Paulo, 2021. Disponível em: <https://ri.naturaeco.com/pt-br/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>. Acesso em: 16 mar. 2021.

OLIVEIRA, O. V.; FORTE, S. H. A. C.; ARAGÃO, L. A. Fusões e aquisições sob a perspectiva da vantagem competitiva: o caso da Perdigão Agroindustrial S/A. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 9, n. 24, p. 91-108, 2007.

PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **RAUSP Management Journal**, v. 42, n. 2, p. 205-215, 2007.

PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL LTDA. **Relatório de Fusões & Aquisições no Brasil – março 2020**. São Paulo, 2020. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-marco-20.html>. Acesso em 23 ago. 2020.

ROMANO, P. R.; ALMEIDA, V. S. Análise dos Efeitos em Mercado de Capitais Decorrentes de Fusões: O Caso BRF S.A. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 5, p. 606-625, 2015.

SILVA, A. A. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2019.

TANURE, B.; CANÇADO, V. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n. 2, p. 10-22, 2005.

THE BODY SHOP. **Nossa história**. São Paulo, 2020. Disponível em: <https://www.thebodyshop.com.br/nossa-historia>. Acesso em: 16 jan. 2021.

VIEIRA, L. B.; BRITO, S. S.; SANTANA, J. R. B.; SANCHES, S. L. R.; GALDAMEZ, E. V. C. Reflexo das Operações de Fusões e Aquisições nos Indicadores Financeiros das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Gestão**, v. 24, n. 3, p. 235-246, 2017.

VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P.; WOOD JR., T. Fusões e Aquisições no Brasil. **GV-executivo**, v. 2, n. 4, 2003.

WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. **Administração estratégica: Conceitos**. Tradução: Celso A. Rimoli; Lenita R. Esteves. São Paulo: Atlas, 2000.

Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:

ANTUNES, A. S; PAUPITZ, L; CECCON, R. J. S; TOMBERLIN, S. W; SANTOS E. A. Desempenho Econômico-Financeiro da Natura Cosméticos S.A. Após Estratégias de Fusão e Aquisição. **Rev. FSA**, Teresina, v.19, n. 1, art. 5, p. 77-103, jan. 2022.

Contribuição dos Autores	A. S. Antunes	L. Paupitz	R. J. S. Ceccon	S. W. Tomberlin	E. A. Santos
1) concepção e planejamento.	X	X	X	X	X
2) análise e interpretação dos dados.	X	X	X	X	X
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X	X	X	X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X	X	X	X	X