



UEPB

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DA PARAÍBA
CAMPUS VI - POETA PINTO DE MONTEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS DE HUMANAS E EXATAS
CURSO CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

RAYLKA DO NASCIMENTO SANTOS

**DESEMPENHO ECONÔMICO DOS PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES:
UMA ANÁLISE DO GRUPO CARREFOUR**

**MONTEIRO
2024**

RAYLKA DO NASCIMENTO SANTOS

**DESEMPENHO ECONÔMICO DOS PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES:
UMA ANÁLISE DO GRUPO CARREFOUR**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Contabilidade Societária.

Orientadora: Prof. Ma. Isabella Christina Dantas Valentim

**MONTEIRO
2024**

É expressamente proibida a comercialização deste documento, tanto em versão impressa como eletrônica. Sua reprodução total ou parcial é permitida exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, desde que, na reprodução, figure a identificação do autor, título, instituição e ano do trabalho.

S237d Santos, Raylka do Nascimento.

Desempenho econômico dos processos de fusões e aquisições [manuscrito] : uma análise do Grupo Carrefour / Raylka do Nascimento Santos. - 2024.

24 f.

Digitado.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências contábeis) - Universidade Estadual da Paraíba, Centro de Ciências Humanas e Exatas, 2024.

"Orientação : Prof. Ma. Isabella Christina Dantas Valentim, Coordenação do Curso de Ciências Contábeis - CCHE".

1. Combinação de negócios. 2. Fusão e aquisição. 3. Desempenho econômico. I. Título

21. ed. CDD 657.92

RAYLKA DO NASCIMENTO SANTOS

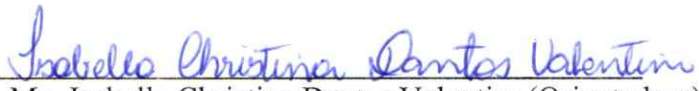
**DESEMPENHO ECONÔMICO DOS PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES:
UMA ANÁLISE DO GRUPO CARREFOUR**

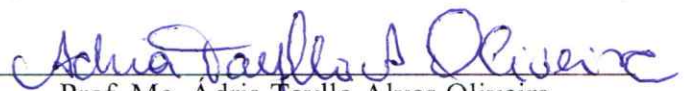
Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis.

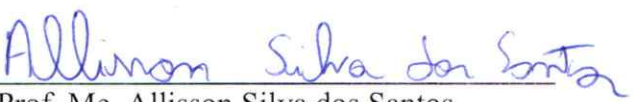
Área de concentração: Contabilidade Societária.

Aprovada em: 13/11/2024.

BANCA EXAMINADORA


Prof. Me. Isabella Christina Dantas Valentim (Orientadora)
Universidade Estadual da Paraíba (UEPB)


Prof. Me. Adria Tayllo Alves Oliveira
Universidade Estadual da Paraíba (UEPB)


Prof. Me. Allisson Silva dos Santos
Universidade Estadual da Paraíba (UEPB)

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	2
2 REFERENCIAL TEÓRICO	3
2.1 Combinação de Negócios	3
2.2 Fusão e Aquisição	4
2.3 Desempenho Econômico	6
2.3.1 Índices Financeiros.....	6
2.3.2 EBITDA - <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>	8
2.4 Trabalhos Anteriores.....	9
3 METODOLOGIA.....	10
3.1 Classificação da pesquisa.....	10
3.2 Coleta de dados	11
3.2 Estudo de caso	12
3.2.1 Aquisição e Sinergias do BIG	12
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	13
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	16
REFERÊNCIAS	17

DESEMPENHO ECONÔMICO DOS PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA ANÁLISE DO GRUPO CARREFOUR

Raylka do Nascimento Santos¹
Isabella Christina Dantas Valentim²

RESUMO

O presente estudo visa analisar os impactos das fusões e aquisições no desempenho econômico do Grupo Carrefour, com foco na aquisição do Grupo BIG. A pesquisa, de caráter qualitativo, utiliza as demonstrações financeiras do período de 2020 a 2023, incluindo Balanços Patrimoniais e Demonstrações do Resultado do Exercício, para calcular indicadores financeiros fundamentais, como índices de liquidez, endividamento, rentabilidade, além de indicadores operacionais, como o EBITDA ajustado, definidos pela administração do grupo. A análise busca examinar as mudanças econômicas resultantes da aquisição, comparando os períodos anteriores e posteriores à transação. Os resultados revelaram que a aquisição não gerou os resultados esperados no curto prazo. Os indicadores financeiros apresentaram variações negativas após a compra, com destaque para uma redução significativa nos índices de liquidez, o que sugere dificuldades na gestão das obrigações de curto prazo. A rentabilidade também foi impactada, evidenciada por quedas nos índices de margem operacional e retorno sobre ativos, refletindo a pressão sobre a eficiência financeira do grupo. Além disso, observou-se um aumento expressivo no endividamento, o que evidencia os custos financeiros decorrentes da aquisição e o aumento da alavancagem financeira. Embora tenha ocorrido um aumento inicial no EBITDA ajustado, indicando ganhos temporários por meio de sinergias operacionais, esse desempenho se deteriorou no segundo ano, refletindo os desafios associados à integração das operações e o impacto negativo nas margens operacionais. Esses achados corroboram a tendência observada em estudos anteriores, que sugerem que fusões e aquisições podem, no curto prazo, prejudicar o desempenho financeiro das empresas, principalmente devido aos custos elevados de integração, ao aumento do endividamento e à complexidade de unir culturas organizacionais e operações.

Palavras-Chave: Combinação de negócios; Fusão e aquisição; Desempenho econômico.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the impacts of mergers and acquisitions on the economic performance of the Carrefour Group, focusing on the acquisition of the BIG Group. This qualitative research utilizes the financial statements from 2020 to 2023, including Balance

¹Graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual da Paraíba - UEPB, Campus VI, no Centro de Ciências Humanas e Exatas - CCHE. Email: raylka.santos@aluno.uepb.edu.br.

²Professora Mestre em Ciências Contábeis na Universidade Estadual da Paraíba - UEPB, Campus VI, no Centro de Ciências Humanas e Exatas - CCHE. E-mail: isabellacdantas@servidor.uepb.edu.br.

Sheets and Income Statements, to calculate key financial indicators such as liquidity, debt, and profitability ratios, as well as operational indicators like adjusted EBITDA, defined by the group's management. The analysis seeks to examine the economic changes resulting from the acquisition by comparing the periods before and after the transaction. The results revealed that the acquisition did not yield the expected outcomes in the short term. Financial indicators showed negative variations after the purchase, with a significant reduction in liquidity ratios, suggesting challenges in managing short-term obligations. Profitability was also impacted, as evidenced by declines in operating margin and return on assets, reflecting pressure on the group's financial efficiency. Additionally, there was a marked increase in indebtedness, highlighting the financial costs of the acquisition and the rise in financial leverage. Although there was an initial increase in adjusted EBITDA, indicating temporary gains through operational synergies, this performance deteriorated in the second year, reflecting challenges associated with integrating operations and the negative impact on operating margins. These findings align with trends observed in previous studies, which suggest that mergers and acquisitions can, in the short term, harm companies' financial performance, primarily due to high integration costs, increased debt, and the complexity of uniting organizational cultures and operations.

Keywords: Business combination; Merger and acquisition; Economic performance.

1 INTRODUÇÃO

Ao longo da história, as fusões e aquisições têm se consolidado como estratégias fundamentais para o desenvolvimento empresarial, especialmente no que diz respeito ao aprimoramento do desempenho econômico. Empresas que almejam um rápido aumento de tamanho, maior participação de mercado ou ampliação na variedade de produtos podem utilizar a fusão como uma estratégia eficaz para atingir esses objetivos (Gitman, 2010).

Por conseguinte, analisando as tendências de fusões e aquisições no decorrer da cronologia empresarial como aspecto significativo para o desenvolvimento, observa-se que as F&A (Fusões e Aquisições) possuem a necessidade de estudos específicos para sua comprovação e influência na instância corporativa. Na medida em que, fusões e aquisições podem aumentar os lucros ao melhorar a eficiência de custos, elevar a eficiência de lucro por melhores combinações de insumos e produtos, e ao exercer maior poder de mercado na definição de preços (Akhavain *et al.* 1997). No entanto, mesmo com as decorrências de fusões e aquisições é possível deparar-se com uma lacuna literária no que tange a relação delas com o rendimento financeiro de empresas e companhias.

De acordo com esse pressuposto, as fusões podem ser caracterizadas como parcerias mútuas entre as partes envolvidas para unir suas operações (Pereira; Pereira; Queirós, 2020). Em contrapartida, às aquisições abrangem a compra de controle acionário de uma empresa por outra, o que difere esse processo são os níveis de investimento e controle (Tanure; Cançado, 2005). Em síntese, as fusões englobam a união de companhias para criação de apenas uma, enquanto as aquisições simbolizam a obtenção parcial ou total de uma empresa por outra.

As fusões e aquisições são frequentemente consideradas estratégias eficazes para a expansão e a geração de retornos positivos para as empresas. Entre os principais benefícios estão a ampliação da participação no mercado, o aumento da lucratividade em grande escala e a possibilidade de entrada em novos mercados, entre outros (Reis *et al.*, 2018). Nesse contexto, as fusões e aquisições se consolidam como uma ferramenta estratégica essencial para alcançar diversos ganhos empresariais e fortalecer a posição competitiva das organizações.

Logo, o intento das fusões e aquisições é proporcionar às empresas um crescimento financeiro e econômico rápido, alinhado aos objetivos previamente estabelecidos (Rodrigues; Peres, 2023). Em resumo, essa estratégia de combinação de negócios permite que as organizações atinjam suas metas de expansão, como o aumento de capital projetado e o fortalecimento da competitividade no mercado, em um prazo mais curto.

Evidentemente, existe uma pertinência na compreensão dos impactos que as estratégias de F&A exercem no planejamento estratégico, no orçamento e na gestão das organizações, como também na percepção dos resultados através de indicadores financeiros fundamentais, como liquidez, rentabilidade e alavancagem financeira (Antunes *et al.*, 2022).

Considerando essas perspectivas, diversos estudos foram realizados sobre o tema, como os de Pereira, Pereira e Queirós (2020), Antunes *et al.* (2022) e Rodrigues e Peres (2023). Esses trabalhos exploraram as características das fusões e aquisições, bem como seus impactos no desenvolvimento econômico e financeiro das empresas envolvidas, os quais serão analisados e considerados nesta pesquisa.

Diante desse viés, o presente trabalho pretende responder o seguinte questionamento: **Qual o impacto das fusões e aquisições no desempenho econômico do Grupo Carrefour?**

Para tanto, o objetivo deste estudo é analisar os impactos das fusões e aquisições no desempenho econômico do Grupo Carrefour, uma das maiores empresas do setor varejista no Brasil. A pesquisa busca fornecer uma compreensão prática e detalhada sobre a performance da companhia após a realização de uma fusão ou aquisição, com foco no crescimento empresarial e financeiro alcançado.

Para atingir essa finalidade, os seguintes objetivos específicos foram estabelecidos: a) revisar a literatura relevante para identificar os aspectos essenciais das fusões e aquisições no desempenho econômico de uma empresa, analisando os resultados obtidos após a implementação dessas operações, com ênfase no caso do Grupo Carrefour; b) examinar se as expectativas operacionais e financeiras, as sinergias esperadas, foram atingidas; e c) avaliar as principais mudanças nos indicadores financeiros do Carrefour no período pós-fusão, destacando os efeitos positivos ou negativos nas áreas de liquidez, rentabilidade, endividamento e EBITDA ajustado (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

A pesquisa em questão se justifica pela relevância do tema a influência das Fusões e Aquisições no desempenho econômico das empresas, uma vez que, contribui no aprimoramento da prática contábil e para compreensão dos efeitos dessas transações no contexto empresarial, visto que, o grupo Carrefour lidera o *ranking* do Abras (Associação Brasileira de Supermercados) pela oitava vez consecutiva (Giro News, 2024). Assim como, para a sociedade este tema é importante, pois considera que empresas financeiramente desenvolvidas nesse setor em questão têm um papel fundamental na geração de empregos, aumento do PIB (Produto Interno Bruto) nacional e na abertura para investidores estrangeiros investirem no país, além de oferecer inovações e acesso a novos mercados.

Como procedimentos metodológicos, caracteriza-se como uma pesquisa qualitativa e descritiva. Para coleta de dados foi feito um levantamento das demonstrações financeiras divulgadas pelo Grupo Carrefour, e para análises foram utilizados os Balanços Financeiros e Demonstrações do Resultado do Exercício nos períodos de 2020 e 2023.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Combinação de Negócios

De forma geral, a combinação de negócios, conforme definida pela Norma Brasileira de Contabilidade - Técnica Geral (NBC TG 15, 2011, Apêndice A), é descrita como: "uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais

negócios, independentemente da forma jurídica da operação". Além disso, as combinações de negócios estão em conformidade com a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76). Assim, no âmbito legal, as combinações de negócios devem seguir o sistema normativo que rege os processos de incorporação, fusão e cisão.

Outrossim, destaca-se que o termo - combinação de negócio - não era utilizado no Brasil para fazer referência à posse de controle, mas sim para menção de Fusão e Aquisição, afirmam Gelbcke *et al.* (2018). Ainda sobre o mesmo raciocínio, não é ideal ser relacionado apenas a estes, uma vez que, os termos - Fusão, Incorporação e cisão - são procedimentos de caráter jurídico que formalizam alterações nas sociedades, em conformidade com a Lei nº 6.404/76, que podem ser executadas mesmo sem aquisição de controle. Desde modo, essas operações podem ser efetuadas sem que um novo negócio seja vendido ou adquirido, ou seja, existe uma diferença entre uma obtenção de controle ou mudança de propriedade e operações jurídicas de reestruturação societária, porém são utilizadas para fazer reorganização da estrutura corporativa interna de entidades (Gelbcke *et al.*, 2018).

Conforme estabelecido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 15, uma combinação de negócios pode ser estruturada de inúmeras maneiras, quando refere-se ao âmbito legal, fiscal e demais, contendo e não apenas: (a) um ou mais empreendimentos transfigura-se controlado por um adquirente ou realiza-se uma fusão entre o adquirente e os ativos líquidos; (b) uma corporação realiza transferência de seus ativos líquidos ou seus sócios transferem suas participações societárias para outra entidade ou outros sócios; (c) as entidades da combinação ou seus proprietários efetuam a transferência de seus ativos líquidos e participações societárias para composição de uma nova entidade; ou (d) um conjunto de antigos sócios de uma entidade da combinação alçam o controle da instituição combinada (CPC R1 15, 2011, item 15).

Em linhas gerais, seguindo a normativa do CPC 15, uma combinação de negócio contabilmente pode ser efetuada principalmente pela transferência de caixa, demais ativos e responsabilidade de passivos, como também, pela troca de participações societárias, quando a entidade emite títulos e outros instrumentos de participação societárias. No entanto, em alguns casos a entidade emissora é a adquirida, as chamadas “aquisições reversas”.

Sob as abordagens de Godoy e Santos (2006), uma combinação acontece quando duas ou mais entidades são aplicadas sob um controle comum, ou então, no momento que se realiza uma união de negócios de diferentes entidades. Prontamente, a combinação de negócios é ato de ligação de duas ou mais empresas, na qual elas passam a ter um mesmo controle ou direção.

A combinação de negócios é uma transação que, embora não seja algo recente, está ganhando evidência no cenário atual. Ainda assim, mesmo que seja um método de ganhos de recursos vantajoso e um meio de crescimento, até este momento, é uma área desconhecida para investidores e empresários, uma vez que, não têm conhecimento sobre o contexto (Rego, 2023). Nessa ótica, a combinação de negócios é uma transação na qual, alguns empresários e investidores não possuem uma instrução ou ideia centrada sobre ela, embora seja uma temática que esteja criando destaque.

2.2 Fusão e Aquisição

De maneira geral, com base no artigo 228 da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), o conceito de fusão é definido como “a operação pela qual duas ou mais sociedades se unem para formar uma nova sociedade, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Este conceito reflete a visão adotada por diversos autores, como Gitman (2010), que afirma que uma fusão envolve a união de duas ou mais empresas com o objetivo de criar uma terceira entidade completamente nova. Essa nova sociedade, por sua vez, geralmente assume os ativos e passivos das empresas envolvidas no processo de fusão.

A aquisição, por sua vez, é um processo no qual uma empresa assume o controle total ou parcial de outra, com o objetivo de integrá-la como uma subsidiária em seu portfólio (Hitt *et al.*, 2011). A aquisição pode ocorrer por meio da compra de ações ou ativos, seja através de pagamento em dinheiro, ações ou títulos, via bolsa de valores; por uma proposta exclusiva da gestão da entidade compradora à gestão da entidade em aquisição; ou ainda uma proposta pública de aquisição, feita pela empresa adquirente de modo direto aos sócios da outra (Camargos; Barbosa, 2006). Dessa forma, a empresa adquirente passa ter controle e a adquirida responde a gestão da empresa adquirente.

É por meio dos processos de fusão e aquisição que as entidades visam obtenção de redução nos custos, o crescimento da lucratividade e da rentabilidade, maior visibilidade, consolidação da marca, extensão do mercado, a redução de riscos, entre outras finalidades que se destinam a ampliação a eficiência das instituições (Carvalho; Severino, 2024). Porém, não podem ser retratados como artifício simples para problemas internos ou ameaças de mercado, devido ao seu risco, incerteza e complexidade, além da falta de consenso sobre sinergias e criação de valor (Camargos; Barbosa, 2009). Diante dessa perspectiva, convém frisar que, mesmo que as F&A façam parte das combinações de negócios, não se caracterizam como uma solução simples e representam um método de desempenho de risco moderado.

Segundo Wood Jr. *et al.* (2004) no Brasil o crescimento de F&A seguiu o processo de liberdade econômica. Assim, este fato promoveu os processos de F&A de modos: (I) Desregulamentação de mercado e globalização, o que concedeu que empresas estrangeiras fizessem aquisição de entidades brasileiras; (II) Programas de privatização construíram oportunidades para que empresas nacionais e internacionais realizem aquisição em grandes operações nos setores de telecomunicações, energia e bancário; (III) Alta competição internacional agregada à rápida mudança tecnológica, fazendo pressão para que empresas domésticas efetuasse fusão ou aquisição com demais empresas.

Um estudo de Assumpção (2020), ofereceu dados de conclusão que nos últimos anos existiu um crescimento considerável no número de transações de fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras, especialmente nos períodos de crise financeira que o país sofreu após 2006, o que acarretou mudanças na esfera econômica e tecnológicas das entidades. Por conseguinte, enfatiza-se a conexão do estudo de Assumpção (2020) com os escritos de Figueiredo e Camargos (2024), que concluiu que o mercado de F&A brasileiro também segue o padrão de ondas, logo o mercado não foge à resistência dessas ondas que, geralmente os períodos de baixa atividade estende-se por mais tempo que os períodos de alta. Ademais, a variância está relacionada ao cenário em que o mercado se encontra.

A literatura existente sobre a temática abrange diversas hipóteses sobre a divisão das Fusões e Aquisições. No entanto, na visão de Gitman (2010), existem quatro tipos de Fusões, sendo a Horizontal, Vertical, Congêneres e Conglomerada que são demonstradas no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1 - Tipos de fusões

FUSÕES	DEFINIÇÃO	EXEMPLIFICAÇÃO	BENEFÍCIOS
Horizontal	Fusão de duas empresas do mesmo ramo de atividades.	Fusão de duas empresas do ramo de fabricação de ferramentas motorizadas.	Expansão de operações das empresas, como também, eliminação de concorrentes.
Vertical	Uma empresa adquire a empresa de um fornecedor ou cliente.	Fusão de uma empresa fabricante de ferramentas motorizadas com sua empresa fornecedora de moldes.	Maior controle da entidade sobre distribuição de produtos acabados ou aquisição de matérias primas.

Congêneres	Uma empresa adquire uma empresa do mesmo setor, porém não é o mesmo ramo específico.	Fusão de uma empresa fabricante de máquinas motorizadas com uma empresa de sistemas de esteiras industriais.	Possibilidade de utilizar os mesmos canais de distribuição ou vendas com intuito de alcançar os clientes das mesmas.
Conglomerada	Formação ou combinação de empresas que operam em diferentes setores.	Fusão de uma empresa fabricante de ferramentas motorizadas com uma empresa ou rede de lanchonetes.	Possibilidade de redução de riscos por intermédio das combinações de empresas com variações sazonais ou cíclicas nos lucros e nas vendas.

Fonte: Adaptado de Gitman (2010)

Em suma, a análise das fusões e aquisições indica que essas operações empresariais além de serem estratégias de expansão, se enquadram como ferramentas que podem afetar o desempenho econômico das empresas envolvidas. Na perspectiva de Gitman (2010), apesar de o foco principal das fusões e aquisições serem o aumento de valor das ações, existem outras variáveis como questões fiscais, diversificação e aumento de liquidez. Ainda seguindo a opinião de Gitman (2010), as fusões podem seguir normativas de estratégias e financeiras, sendo elas com intuito de obtenção de economias em grande escala e de reestruturação com propósito de melhorar seu fluxo de caixa. Contudo, para avaliar o possível sucesso dessas operações e o efeito real sobre as entidades envolvidas, é indispensável analisar o desempenho econômico-financeiro resultante.

2.3 Desempenho Econômico

Desempenho econômico-financeiro, na concepção de Gomes (2024) é crucial para a sobrevivência das entidades e para obtenção de sucesso nos negócios e, possui um papel importante para análise de vários setores das organizações. À semelhança dos pensamentos econômicos de Richard *et al.* (2009), na qual abrange que o desempenho é uma categoria indicativa de eficácia e engloba vantagens e desvantagens. Posto isso, o desempenho econômico enquadra-se como ferramenta para medição de saúde financeira empresarial, juntamente com índices financeiros, sendo eles de Liquidez, Endividamento, Rentabilidade e EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*).

Shida (2020) consolida que o indicador financeiro EBITDA é utilizado com frequência e tem alta significância nos processos de fusões e aquisições, na análise de entidades investidas de *private equities* e para acionistas internos e externos. Em consequência, as empresas efetuam ajustes com o intuito de remover efeitos não recorrentes e não operacionais, com o propósito de evidenciar a real geração de caixa. Partindo do pensamento de Shida (2020), o uso do EBITDA é estratégico pois permite que os investidores adquiram um enfoque claro da *performance* operacional da empresa, livremente de variáveis externas e não recorrentes que poderiam alterar a análise. Por esse motivo, serve como base para tomada de decisões quando se refere à aplicação financeira, como é o caso das F&A.

2.3.1 Índices Financeiros

Nos estudos dos índices, Matarazzo (1998) ratifica que estes pretendem fazer evidência, como também tem como característica principal o fornecimento de visão ampla de dados da situação financeira ou econômica de uma entidade, ou seja, os índices consistem em uma técnica mais empregada de análise. Consequentemente, os índices moldam-se como instrumento para inteirar-se da real situação econômica ou financeira das empresas.

Na perspectiva de Assaf Neto (2020), os indicadores econômico-financeiros buscam

relacionar dados das demonstrações contábeis com intuito de extrair informações conclusivas sobre a situação da empresa. Além disso, o autor ainda enfatiza que a análise desses elementos contábeis é de carácter comparativo, pois um índice avaliado isoladamente não fornece informações capazes de tal conclusão. Tal alegação assemelha-se com afirmações de Matarazzo (1998), expondo que o importante não está em calcular uma grande quantidade de índices, mas uma coleção de índices que possibilitem o conhecimento da situação da entidade.

Diante dessa informação de Matarazzo (1998) e Assaf Neto (2020) apresentadas acima, são demonstrados nos quadros 2, 3 e 4, o grupo dos índices de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade seguido das suas devidas fórmulas e interpretações.

Quadro 2 - Índices de Liquidez

ÍNDICES	FÓRMULA	INTERPRETAÇÃO
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Capacidade de pagamento da empresa a Curto Prazo.
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$	Capacidade de pagamento da empresa a Longo Prazo.
Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}}{\text{Passivo Circulante}}$	Capacidade de liquidação da empresa a Curto Prazo.
Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$	Capacidade de pagamento da empresa de imediato.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (1998), Marion (2009) e Assaf Neto (2020)

Ainda, Assaf Neto (2020), pontua que os índices de liquidez têm por objetividade avaliar a capacidade de pagamento na qual a entidade tem de saldar seus compromissos passivos assumidos. Matarazzo (1998), por sua vez, pontua que os índices de liquidez são do confronto dos Ativos Circulantes com as Dívidas, com o objetivo de mensurar a quão solidificada é a base financeira da empresa. Em resumo, a métrica que pode analisar o potencial de pagamento de curto e longo prazo e, pagamento de forma imediata são os índices de liquidez.

Quadro 3 - Índices de Endividamento

ÍNDICE	FÓRMULA	INTERPRETAÇÃO
Participação de Terceiros	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo} + \text{Patrimônio Líquido}}$	Indica a quantidade de capital de terceiros em relação ao capital próprio investido pela empresa.
Garantia do Capital Próprio	$\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$	Indica a capacidade da empresa de utilizar seu capital próprio para cobrir o capital de terceiros.
Composição do Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$	Indica a forma de como as dívidas de uma empresa são estruturadas em termos de prazos, tipos de empréstimos e credores.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (1998), Marion (2009) e Assaf Neto (2020)

De acordo com Marion (2009), é fazendo o uso dos índices de endividamento que se adquire informação se a entidade emprega mais os recursos de terceiros ou capital próprio. Da mesma forma, os índices de endividamento avaliam a dependência financeira por dívidas de curto prazo, além de verificar o seu risco financeiro e a natureza de suas exigibilidades (Assaf Neto, 2020). Destarte, esse cálculo tem eficácia para o conhecimento do nível das dívidas de uma companhia.

Quadro 4 - Índices de Rentabilidade

ÍNDICE	FÓRMULA	INTERPRETAÇÃO
ROA - Retorno sobre o Ativo	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total} - \text{Lucro Líquido}}$	Indica o poder de ganho da empresa.
ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Indica o poder de ganho dos sócios.
ROI - Retorno sobre o Investimento	Margem de Lucro x Giro de Ativo	Indica o retorno gerado por um investimento.
Margem de Lucro	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}}$	Indica os resultados financeiros em relação às vendas.
Giro de Ativo	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}$	Indica como a empresa utiliza seus ativos para gerar receitas.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (1998), Marion (2009) e Assaf Neto (2020)

A interpretação de Matarazzo (1998) sobre os índices de rentabilidade refere-se à ideia de que eles mostram qual a rentabilidade dos capitais investidos. Tal como, Assaf Neto (2020) descreve rentabilidade como medida que mensura capacidade de maximizar o valor através de uma relação adequada entre risco e retorno. Partindo desses pressupostos, os índices de rentabilidade são o tipo de métrica adequada para inteirar-se da capacidade na qual uma empresa tem de gerar retorno a partir dos investimentos realizados.

2.3.2 EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

O EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) ou LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) se caracteriza como um tipo de métrica utilizada para definir o desempenho de diversas finalidades, como desempenho empresarial, mensuração de solvência, avaliação corporativa e entre outros (Verriest *et al.*, 2018). O EBITDA é um indicador financeiro que objetiva verificar o desempenho operacional das entidades, logo, busca compreender a capacidade na qual uma empresa gera seus recursos por intermédio de suas atividades operacionais (Soares, 2012). Portanto, o EBITDA representa o lucro operacional antes que ocorra a exclusão das deduções empresariais.

Não obstante, Silva (2019) integraliza que empresas reúnem novos métodos de criação de valor com acionistas, modelos como o EBITDA que agregam valor e resultados para empresas diversas e, aparece como indicadores econômico-financeiros fundamentais empregados de maneira voluntária por analistas de mercado e companhias de capital aberto, uma vez que, molda-se como referência no sentido de avaliação de empresas. Entende-se, por sua vez, que o EBITDA está em constante decorrência para análise de empresas tanto na vertente de investidores, quanto de empresas que visam demonstrar seus resultados para tais acionistas.

Embora, até o presente momento, o "EBITDA", o "EBITDA Ajustado" e a "Margem EBITDA Ajustada" não sejam reconhecidos como medidas de desempenho de acordo com o BR GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*), uma vez que não possuem padronização e são definidos pela administração, essas métricas se destacam como algumas

das mais utilizadas para a comparação de desempenho entre empresas S.A.s. Diante disso, torna-se essencial observar as diretrizes estabelecidas pela nova norma IFRS 18, de 2024, que visa introduzir maior transparência e consistência no uso dessas métricas.

O IFRS (*Presentation and Disclosure in Financial Statements*) 18 é a nova norma internacional contábil de 2024 emitida pelo IASB (*International Accounting Standards Board*). Ela define e descreve que as medidas de desempenho definidas pela administração (MPM) são um subtotal de receitas e despesas. Como também, retrata que essas medidas de gestão além de conterem informações comparáveis, devem explicar aos usuários das demonstrações financeiras uma visão e *performance* geral da administração sobre um aspecto do desempenho financeiro da entidade como um todo e não apenas de um segmento ou uma parte da empresa.

Sobre o IFRS 18 (2024), descreve-se ainda que, mesmo que a entidade utilize o subtotal de receitas e despesas em uma comunicação pública que não faz parte das demonstrações financeiras como balanço patrimonial, fazendo com que haja a impressão de que está transmitindo sua visão sobre o desempenho financeiro geral da empresa, existe a possibilidade de refutar essa presunção, desde que haja uma justificativa plausível. No entanto, ela deverá realizar a divulgação de informações sobre todas as medidas que atendem a definição de MPM em uma nota explicativa única, com explicações comparáveis ou descrições semelhantes fornecidas por outras entidades. Dessa forma, minimizando os efeitos subjetivos da falta de padronização sobre os cálculos, por exemplo do EBITDA.

2.4 Trabalhos Anteriores

Fusões e aquisições é um ramo das combinações de negócios que auxilia tanto na reestruturação societária, quanto no desempenho econômico-financeiro. Alguns trabalhos foram realizados nessa temática, a exemplo de Nogueira (2017), Vieira *et al.* (2017), Krafczyk (2019), Caldas (2020), Antunes *et al.* (2022), Hsun (2022), Rodrigues e Peres (2023) e Silva (2023).

A pesquisa de Nogueira (2017) teve como objetivo analisar se a fusão entre a Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. e a Estradas de Portugal, S.A. contribuiu no desenvolvimento e desempenho econômico da nova companhia criada. Como metodologia, realizou-se o levantamento e comparação de dados como relatórios, contas e notícias extraídos dos sites da entidade. Como conclusão, observou-se que os índices de liquidez tiveram um resultado misto, onde apenas o de liquidez imediata teve um leve aumento, enquanto a respeito do grau de endividamento, constatou que a entidade necessitou recorrer a fontes externas para financiar suas operações, visto que, esse setor apresentou um aumento significativo.

Por sua vez, Vieira *et al.* (2017) produziu uma pesquisa sobre o reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. A análise foi realizada a partir das demonstrações financeiras de quatro trimestres antes e depois das fusões e aquisições de 23 processos. O desfecho da pesquisa apresentou uma degradação dos indicadores de liquidez a curto prazo, causada pelo aumento de necessidade de capital e giro. E, ainda, não apresentou mudanças significativas nos indicadores de rentabilidade e alavancagem.

Krafczyk (2019) realizou um estudo sobre a aquisição da Century Fox realizada pela Disney Company, com intuito de investigar quais foram os impulsionadores estratégicos, as motivações por trás dessa aquisição e, por fim, os impactos da transação na indústria de mídia e entretenimento. A metodologia utilizada foi a examinação de relatórios anuais e banco de dados, como também, entrevistas com especialistas. Como resultado, foi constatado que a Disney adquiriu a Fox para enfrentar a concorrência e expandir sua presença no mercado, aproveitando as marcas da Fox para aumentar a receita e a afinidade com a marca.

O estudo de Caldas (2020) teve como objetivo analisar se o anúncio de fusão da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A (EMBRAER) com a empresa Boeing causou efeitos sobre os indicadores financeiros da empresa EMBRAER. O método aplicado na pesquisa foi a análise de balanços. Como resultado, demonstra-se que o anúncio de fusão aumentou o interesse de investidores nas ações da EMBRAER, bem como, verificou-se que após este anúncio os indicadores de lucratividade das empresas sofreram quedas significativas e ela não está conseguindo gerar receitas necessárias para sustentar suas operações.

Antunes *et al.* (2022) realizaram uma pesquisa com a finalidade de verificar quais os reflexos das estratégias de fusões e aquisições nos indicadores econômico-financeiros de rentabilidade, liquidez e alavancagem financeira de uma empresa, realizando a pesquisa com a Empresa Natura Cosméticos S.A. A análise foi realizada a partir dos dados dos demonstrativos contábeis. A pesquisa apresentou como resultado uma piora nos índices de liquidez e rentabilidade, o que resultou na redução de capacidade da entidade de financiar suas operações, elevação no seu índice de endividamento e maior investimento da companhia em ativos de baixa liquidez, indicando uma capacidade favorável de financiamento de capital de giro com recursos de longo prazo.

O estudo de Hsun (2022), objetivou-se no efeito das F&As no desempenho financeiro das firmas adquirentes e os efeitos moderadores do setor. A análise foi realizada a partir de 5 (cinco) hipóteses aplicadas em 1.862 casos de diferentes setores. As hipóteses testadas avaliaram o desempenho financeiro de curto e médio prazo, sugerindo que, enquanto o desempenho de curto prazo é geralmente positivo, o de médio prazo tende a ser menor, especialmente em setores inovadores e competitivos. Por outro lado, setores mais concentrados apresentaram um desempenho financeiro relativamente melhor em médio prazo. Como resultado, notou-se que em todos os setores analisados, o desempenho financeiro das empresas adquirentes tende a cair após fusões e aquisições.

O estudo de Peres e Rodrigues (2023) teve como alvo a realização de uma visão geral do impacto das aquisições no desempenho das empresas europeias adquirentes e daqueles que são os indicadores e metodologias mais utilizados para esse fim. O método utilizado foi a revisão de literatura, onde ocorreu uma busca de evidências científicas publicadas em artigos entre 1987 e 2022. Os resultados apontaram para diferentes conclusões e algumas divergências quando é realizada uma avaliação nas *performances* de um processo de F&A.

Silva (2023) analisou a importância dos processos de Fusão e Aquisição no Sistema Financeiro Nacional e seus impactos socioeconômicos e, concluiu que os processos de F&A são vigorosamente relevantes para a economia brasileira. Realizou-se uma análise dos programas de reestruturação bancária ocorridos entre os anos de 1994 até o final da década de 1990, após o lançamento do Plano Real e da regularização das políticas bancárias e do sistema de pagamentos. Por fim, demonstrou uma relevância evidente desses processos no âmbito bancário.

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação da pesquisa

Os métodos de pesquisa, segundo Lakatos e Marconi (2003) são como um conjunto de atividades que sejam de forma sistemática e racionais, nas quais proporcionam o alcance objetivos de conhecimento verdadeiros e válidos, como também, afirma que a ciência não pode existir sem a aplicação de métodos científicos.

O estudo em destaque tem como intuito conduzir uma pesquisa de abordagem qualitativa. Segundo Oliveira (2008), a pesquisa qualitativa envolve um processo de análise aprofundada, utilizando técnicas e métodos que buscam a compreensão detalhada do objeto de

estudo. Gil (2008) complementa ao afirmar que esse tipo de pesquisa se caracteriza pela exploração e coleta de dados, com o intuito de entender fenômenos de forma mais rica e contextualizada

Do mesmo modo, esse trabalho caracteriza-se como estudo descritivo e documental. Na concepção de Gil (2008), uma pesquisa descritiva tem por finalidade a descrição de fenômenos, estabelecimento de relações entre variáveis, bem como, descrição de características de uma deliberada população. Uma pesquisa documental, por sua vez, é uma metodologia de coleta de dados específica de documentos, sendo de carácter escritos ou não, na qual, são identificadas como fontes primárias (Lakatos; Marconi, 2003).

3.2 Coleta de dados

O presente estudo atua como um mecanismo documental, analisando as Demonstrações Financeiras divulgadas pelo grupo Carrefour durante o período de 2020 a 2023. Foram examinados os anos anteriores à Fusão e Aquisição (2020 e 2021) e os anos subsequentes (2022 e 2023). Tal distinção foi estabelecida com o objetivo de avaliar os impactos da Fusão e Aquisição sobre a saúde financeira do grupo, isto é, seu desempenho econômico. Além disso, o estudo visa identificar as possíveis mudanças e alterações potenciais nesse cenário, considerando indicadores como liquidez, endividamento e rentabilidade. As informações foram coletadas do *site* oficial de relação com investidores do Grupo Carrefour, como também, realizou-se um levantamento dos mesmos demonstrativos do site da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), com intuito de maior precisão da pesquisa.

Com base nisso, a interpretação dos indicadores adotados nesta pesquisa será detalhada conforme ilustrado no Quadro 5 a seguir:

Quadro 5 - Interpretação dos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade

ÍNDICES	INTERPRETAÇÃO
Liquidez Corrente	Quanto maior, melhor.
Liquidez Geral	Quanto maior, melhor.
Liquidez Seca	Quanto maior, melhor.
Imediata	Quanto maior, melhor.
Participação de Terceiros	Quanto menor, melhor.
Garantia do Capital Próprio	Quanto maior, melhor.
Composição do Endividamento	Quanto menor, melhor.
ROA - Taxa de Retorno sobre o Ativo	Quanto maior, melhor.
ROE - Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Quanto maior, melhor.
ROI - Taxa de Retorno sobre o Investimento	Quanto maior, melhor.
Margem de Lucro	Quanto maior, melhor.
Giro de ativo	Quanto maior, melhor.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (1998), Marion (2009) e Assaf Neto (2020)

O Quadro 5 apresenta a interpretação de indicadores financeiros seguindo perspectivas de Matarazzo (1998), Marion (2009) e Assaf Neto (2020), relacionados à liquidez,

endividamento e rentabilidade, destacando os critérios para análise de desempenho financeiro. No caso dos indicadores de liquidez, como Liquidez Corrente, Liquidez Geral, Liquidez Seca e Liquidez Imediata, valores mais elevados são desejáveis, dado que, indicam maior capacidade da empresa em cumprir obrigações de curto e longo prazo.

Quanto aos indicadores de endividamento, a Participação de Terceiros e a Composição do Endividamento devem ser menores, indicando baixa dependência de recursos externos. Em contrapartida, a Garantia do Capital Próprio deve ser maior, demonstrando equilíbrio financeiro e maior independência com recursos próprios.

Por fim, os indicadores de rentabilidade, como ROA (Retorno sobre Ativos), ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), ROI (Retorno sobre Investimentos), Margem de Lucro e Giro de Ativo, devem apresentar valores elevados, refletindo eficiência na utilização dos recursos e geração de lucro.

3.2 Estudo de caso

O Grupo Carrefour Brasil, desde 2022, é o maior grupo de varejo alimentar do Brasil, com mais de 1.200 lojas espalhadas por todos os estados brasileiros. O grupo opera em vários formatos e atende a diferentes públicos com as redes de Atacadão, Sam's Club, Carrefour Hiper, Carrefour Bairro, Carrefour Market, Nacional, Super Bompreço, Todo Dia e Carrefour Express. Além disso, o grupo possui operações de e-commerce através do Atacadão e do Carrefour, e conta com o Carrefour Drogarias, o Carrefour Posto, o Banco Carrefour e o Carrefour Property (Grupo Carrefour Brasil, 2024).

A história do Grupo Carrefour começa em 1959, em um ponto de cruzamento no município de Annecy, no sudeste da França. O nome "Carrefour", que significa "cruzamento" em francês, foi escolhido em referência à localização de sua primeira unidade. Desde então, o grupo expandiu sua presença para mais de 30 países. Em 1975, o Carrefour chegou ao Brasil, inaugurando seu primeiro hipermercado em São Paulo. Com o tempo, o mercado brasileiro se tornou o segundo mais importante para o grupo, ficando atrás apenas do mercado francês (Grupo Carrefour Brasil, 2024).

"O propósito do Grupo Carrefour Brasil é oferecer uma alimentação acessível e de qualidade a todos os brasileiros e brasileiras e contribuir para uma sociedade mais inclusiva e sustentável" (Grupo Carrefour Brasil, 2024). Além desse propósito, o grupo se compromete a reduzir o impacto ambiental, promover o bem-estar social e contribuir para a prosperidade econômica por meio de três pilares: combate à fome e às desigualdades, inclusão e diversidade, e proteção do planeta e da biodiversidade.

Desde sua fundação, o grupo obtém visibilidade por diversas aquisições e inovações. Em 1989, lançou o cartão de crédito Carrefour. Em 2007, ganhou destaque com a aquisição do Atacadão. Seu histórico inclui também parcerias, como a de 2012, quando o banco Itaú Unibanco passou a operar o Banco Carrefour. Em 2015, o grupo se tornou o primeiro varejista de alimentos presente em todos os estados brasileiros, destacando-se como um dos maiores empregadores do país (Grupo Carrefour Brasil, 2024).

Um grande marco ocorreu em 2020, com a expansão do Atacadão, que incluiu a aquisição de 30 lojas do Makro. Em 2021, o grupo abriu 250 novas lojas do Atacadão. Finalmente, em 2022, o grupo se tornou o maior do país após a aquisição do Grupo Big (Grupo Carrefour Brasil, 2024).

3.2.1 Aquisição e Sinergias do BIG

A aquisição do grupo BIG foi anunciada em março de 2021 pelo grupo Carrefour. Em contrapartida, a autorização pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica)

aconteceu em janeiro de 2022 e, logo em seguida houve a integração da BIG ao Grupo Carrefour. Conforme o Grupo Carrefour Brasil - relatório de administração 2022 - as sinergias operacionais e financeiras esperadas totalizaram EBITDA adicional de R\$2,0 bilhões anualmente até 2025, ou seja, um aumento de potencial de no mínimo 15%. As sinergias segundo o grupo incluem: (a) Maiores ganhos relacionados à densidade de vendas e conversão lojas; (b) Sinergias de compras; e, (c) Otimização de despesas gerais e maior eficiência da cadeia de suprimentos.

Seguindo a perspectiva de Damodaran (2005), Sinergia seria “o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis para essas empresas que operam de forma independente”. À vista disso, é aceitável considerar as sinergias como um possível ganho, tanto operacional quanto financeiro advindos de uma fusão ou aquisição de empresas, nesse caso, do Grupo Carrefour Brasil.

Portanto, as informações sobre os resultados esperados, as sinergias, são essenciais para comparação das análises. O EBITDA ajustado permitirá verificar se os ganhos projetados estão sendo alcançados. Além disso, entender as sinergias possibilita uma análise mais precisa do desempenho financeiro, sendo possível contextualizar os resultados. Assim, as sinergias são um elemento minucioso para analisar a *performance* financeira a respeito das questões operacionais da empresa pós-aquisição.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para a análise do desempenho econômico-financeiro do Grupo Carrefour foi feita uma abordagem dos quatro principais grupos de métricas que fornecem uma visão da situação da entidade. Primeiramente, os indicadores de liquidez que avaliam a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações de curto prazo, enquanto os indicadores de endividamento examinam a estrutura de capital próprio e de terceiros. Em seguida, os indicadores de rentabilidade que exibem a habilidade da empresa na geração de lucros, considerando seus recursos e investimentos. Por fim, o EBITDA ajustado como métrica capaz de evidenciar o potencial de geração de caixa operacional, desconsiderando os efeitos de decisões financeiras e contábeis. A Tabela 1 demonstra os resultados referentes à liquidez.

Tabela 1 - Liquidez

LIQUIDEZ	ANTES			DEPOIS		
	2020	2021	Variação %	2022	2023	Variação %
Corrente	1,028	1,061	3,17%	0,921	0,941	2,24%
Geral	1,490	1,651	10,82%	1,309	1,290	-1,46%
Seca	0,716	0,758	5,89%	0,657	0,694	5,55%
Imediata	0,229	0,239	4,10%	0,232	0,254	9,37%

Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

A liquidez corrente, que mede a capacidade da empresa de pagar suas obrigações de curto prazo, apresentou um leve crescimento no período pré-aquisição do Grupo Big. Em 2020, a liquidez era de 1,028 e aumentou para 1,061 em 2021, uma variação de 3,17% indicando capacidade estável de pagamento no curto prazo. Contudo, após a aquisição, em 2022, houve uma queda para 0,921, seguida de uma recuperação em 2023, quando atingiu 0,941, com uma variação de 2,24% sugerindo adaptação após possíveis dificuldades iniciais.

A liquidez geral, indicativo que inclui tanto as obrigações de curto quanto de longo prazo, teve um desempenho significativo antes da aquisição. Em 2020, era de 1,490 e subiu para 1,651 em 2021, representando um aumento de 10,82%, indicativo de capacidade de pagamento no longo prazo. Entretanto, nos anos seguintes, após a aquisição, houve uma redução, chegando a 1,309 em 2022 e registrando uma diminuição para 1,290 em 2023, com uma variação negativa de -1,46%, demonstrando pressão financeira.

A liquidez seca, índice que exclui os estoques da fórmula, também cresceu antes da aquisição. Em 2020, ela era de 0,716, subindo para 0,758 em 2021, uma variação de 5,89%, refletindo maior capacidade de pagar sem estoques. No período pós-aquisição, houve uma queda para 0,657 em 2022, porém uma melhora foi observada em 2023, quando atingiu 0,694, com uma variação de 5,55%, mantendo uma certa instabilidade.

Finalizando os indicadores de liquidez, a imediata que considera apenas o disponível em caixa e equivalentes caixa, também mostrou um comportamento semelhante. Em 2020, era de 0,229 e subiu para 0,239 em 2021, com uma variação de 4,10%, sugerindo aumento de caixa disponível. Em 2022, houve uma pequena queda para 0,232, mas em 2023 a empresa conseguiu uma melhoria mais expressiva, alcançando 0,254, com uma variação de 9,37%, sinalizando melhor gestão de caixa.

Esses resultados corroboram com a visão de Nogueira (2017), dado que, no contexto do Grupo Carrefour o índice de liquidez imediata teve uma alteração positiva após aquisição do Grupo BIG. Como também, alinha-se ao estudo de Vieira *et al.* (2017), posto que, ocorreu uma diminuição no restante dos índices, indicando que a situação do Grupo Carrefour é similar às demais amostras estudadas por Vieira *et al.* (2017).

Tabela 2 - Endividamento

ENDIVIDAMENTO	ANTES			DEPOIS		
	2020	2021	Variação %	2022	2023	Variação %
Participação de Terceiros	0,671	0,688	2,49%	0,764	0,775	1,48%
Garantia do Capital Proprio	0,490	0,454	-7,38%	0,309	0,290	-6,18%
Composição do Endividamento	0,711	0,717	0,94%	0,662	0,659	-0,44%

Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

Em relação à participação de terceiros, observa-se um aumento progressivo. Em 2020, esse índice era de 0,671, subindo para 0,688 em 2021, com uma variação de 2,49%, o que indica maior dependência de capitais de terceiros. Após a aquisição, o endividamento aumentou para 0,764 em 2022 e chegou a 0,775 em 2023, com uma variação de 1,48%. Esses números evidenciam que a empresa passou a depender ainda mais de recursos de terceiros após a aquisição.

A garantia do capital próprio, que reflete o patrimônio dos sócios e assegura os recursos de terceiros, apresentou uma queda significativa. Em 2020, o índice era de 0,490, mas diminuiu para 0,454 em 2021, representando uma variação negativa de -7,38%, o que sinaliza uma redução do capital próprio e um aumento do risco financeiro. Após a aquisição, essa redução se intensificou, atingindo 0,309 em 2022 e 0,290 em 2023, com uma nova queda de -6,18%, o que implica uma diminuição ainda maior da segurança financeira.

A composição do endividamento, indicativo que expressa a proporção entre as dívidas de curto e longo prazo, apresentou variação no período. Em 2020, era de 0,711, subindo para 0,717 em 2021, uma variação de 0,94%, com pouca alteração na estrutura da dívida. No entanto, após a aquisição, houve uma redução, caindo para 0,662 em 2022 e atingindo 0,659 em 2023, com uma variação negativa de -0,44%. Contrapartida, é um indicativo de melhoria na

composição do endividamento, com uma possível redução de dívidas de curto prazo em relação às de longo prazo.

Tais resultados encontrados alinham-se com resultados obtidos por Nogueira (2017), na medida que, embora pequena melhora no segundo ano após a aquisição, o índice de endividamento do Grupo Carrefour ainda se encontra abaixo dos percentuais antes da aquisição. Posto isso, tem concordância com Nogueira (2017) pois resulta em dados similares ao da fusão Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. e a Estradas de Portugal, S.A. Além disso, coincide com a pesquisa de Hsun (2022), dado que, são setores diferentes analisados e denota que o desempenho financeiro das empresas adquirentes tende a cair após fusões e aquisições.

Tabela 3 - Rentabilidade

RENTABILIDADE	ANTES			DEPOIS		
	2020	2021	Variação %	2022	2023	Variação %
ROA - Taxa de Retorno sobre o Ativo	0,092	0,092	0,16%	0,055	0,030	-44,30%
ROE - Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,334	0,366	9,66%	0,184	-0,061	-133,43%
ROI - Taxa de Retorno sobre o Investimento	0,055	0,057	4,09%	0,022	-0,007	-131,83%
Margem de Lucro	0,038	0,041	8,97%	0,018	-0,006	-129,93%
Giro de ativo	1,442	1,378	-4,48%	1,170	1,245	6,35%

Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

O Retorno sobre o Ativo, que demonstra capacidade da empresa de gerar lucros a partir de seus ativos, permaneceu praticamente estável de 2020 a 2021, com uma leve variação positiva de 0,16%, mantendo-se em 0,092, refletindo uma situação de rentabilidade sem grandes variações. No entanto, após a aquisição, houve uma queda, com o ROA caindo para 0,055 em 2022 e atingindo 0,030 em 2023, o que representa uma grande redução de 44,30%. Demonstrando uma significativa perda de eficiência no uso dos ativos para gerar lucro.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido, indicativo que avalia o retorno gerado para os acionistas, apresentou um crescimento antes da aquisição, passando de 0,334 em 2020 para 0,366 em 2021, uma variação de 9,66%, sugerindo maior retorno para os acionistas. No entanto, após a aquisição, o ROE deduziu para 0,184 em 2022 e, despencou, chegando a -0,061 em 2023, uma queda expressiva de 133,43%, indicando que a empresa deixou de gerar retorno positivo sobre o patrimônio.

O ROI Retorno sobre o Investimento, métrica que demonstra a eficiência do capital investido na empresa, seguiu um padrão semelhante. Antes da aquisição, houve um pequeno aumento de 4,09%, de 0,055 em 2020 para 0,057 em 2021, indicando melhoria na eficácia dos investimentos. No entanto, após a aquisição, esse índice sofreu uma queda significativa, atingindo 0,022 em 2022 e chegando a -0,007 em 2023, representando uma variação negativa de 131,83%, algo que sinaliza que a empresa passou a ter prejuízos sobre os investimentos realizados.

A Margem de Lucro, também apresentou crescimento antes da aquisição, subindo de 0,038 em 2020 para 0,041 em 2021, com uma variação de 8,97%, mostrando melhora na lucratividade das vendas. Porém, após a aquisição, a margem de lucro caiu para 0,018 em 2022 e atingiu -0,006 em 2023, uma queda de 129,93%, indicando que a empresa passou a ter prejuízos em relação às suas vendas.

Por outro lado, o Giro de Ativo, indicativo capaz de sinalizar a eficiência da empresa em gerar receita a partir de seus ativos, apresentou uma leve queda de 4,48% entre 2020 e 2021,

passando de 1,442 para 1,378, indicando leve queda na eficiência de vendas. Após a aquisição, o giro de ativo apresentou uma melhora, subindo para 1,170 em 2022 e atingindo 1,245 em 2023, com uma variação positiva de 6,35%, o que sugere que a empresa conseguiu retocar a sua capacidade de gerar receita com os ativos disponíveis, apesar das dificuldades de rentabilidade.

O resultado da análise de rentabilidade aponta concordância com o estudo de Antunes *et al.* (2022), dado que, em decorrência da aquisição do Grupo BIG, o Grupo Carrefour apresentou um cenário negativo em seu aspecto de lucratividade ou rentabilidade. Além disso, há semelhança aos resultados apresentados por Caldas (2020), visto que, semelhante a EMBRAER, o Grupo Carrefour sofreu quedas significativas nos índices de lucratividade, apontando que o grupo está apresentando dificuldades para gerar receitas, algo indispensável para sustentar suas operações.

Tabela 4 - EBITDA - (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

EBITDA	ANTES			DEPOIS		
	2020	2021	Variação %	2022	2023	Variação %
EBITDA ajustado	5.610	5.715	1,87%	6.623	5.654	-14,6%

Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

Sobre o EBITDA, constatou-se que em 2020, o EBITDA ajustado foi de 5.610, e em 2021 houve um aumento para 5.715, com uma variação positiva de 1,87%, sugerindo uma pequena melhora na *performance* operacional antes da aquisição do Grupo Big. No período pós-aquisição, em 2022, o EBITDA ajustado subiu significativamente para 6.623, uma variação positiva de 16% em relação a 2021, o que indica que, inicialmente, a aquisição teve um impacto positivo na geração de caixa operacional da empresa. No entanto, em 2023, o EBITDA ajustado caiu para 5.654, o que representa uma queda de 14,6% em relação ao ano anterior. Isso sugere que, apesar do crescimento inicial após a aquisição, a empresa enfrentou dificuldades operacionais em 2023.

Conseqüentemente, os resultados apontam que a expectativa de crescimento do Grupo Carrefour de no mínimo 15% das sinergias até 2025, nas quais incluíam a otimização de despesas gerais e maior eficiência da cadeia de suprimentos não foram atendidas, dado que, embora aumento relativo do primeiro ano após a aquisição, evidencia-se queda no ano seguinte.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A intenção com a combinação de negócios é o ganho de sinergias, sendo operacionais e/ou financeiros. À vista disso, a obtenção de controle por meio de estratégias de fusões e aquisições é um método amplamente utilizado no âmbito societário, permitindo a maximização de recursos, otimização de processos e expansão de mercado.

O presente estudo teve como objetivo analisar os impactos das fusões e aquisições no desempenho econômico do Grupo Carrefour. Para atingir esse objetivo, foi realizado um levantamento de demonstrações contábeis e relatórios administrativos, com foco em um comparativo da situação financeira do Grupo Carrefour antes e depois da aquisição, utilizando indicadores de liquidez, endividamento, rentabilidade e medidas operacionais, como o EBITDA.

Os principais resultados indicam que, no período pré-aquisição, os indicadores apresentaram uma variação positiva. Os índices de liquidez mantinham-se em níveis que indicavam a capacidade do Grupo Carrefour de honrar seus compromissos de curto prazo com relativa facilidade, enquanto os indicadores de rentabilidade, como a margem líquida e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), apontavam para um desempenho lucrativo e eficiente na

utilização de seus recursos. Além disso, o nível de endividamento era controlado, evidenciando uma estrutura de capital equilibrada e saudável.

No entanto, após a aquisição, observou-se uma redução significativa nos índices de liquidez, sugerindo que a capacidade da empresa de gerir suas obrigações de curto prazo foi comprometida. Os índices de rentabilidade, incluindo margem operacional e retorno sobre ativos (ROA), também sofreram quedas expressivas, refletindo desafios na geração de lucro diante do aumento de custos operacionais e da integração das operações adquiridas, acompanhada por um aumento expressivo no endividamento, sendo uma possível consequência direta do financiamento necessário para concretizar a aquisição, aumentando o risco financeiro da organização.

No que diz respeito ao EBITDA ajustado, os resultados foram mistos. Houve um aumento no primeiro ano de integração do Grupo BIG, sugerindo ganhos iniciais em sinergias operacionais e uma possível contribuição das operações do Grupo BIG. No entanto, uma queda acentuada foi observada no segundo ano pós-aquisição, evidenciando que os desafios da integração e a pressão sobre a margem operacional começaram a impactar negativamente a geração de caixa e consolidar os ganhos esperados.

Esses achados estão alinhados com a literatura anterior, apontando que, em alguns casos, os índices financeiros das empresas tendem a apresentar uma piora temporária ou não após fusões ou aquisições. A integração de novas operações, culturas organizacionais diferentes e o aumento da dívida para financiar a aquisição são fatores que, conforme apontado em estudos anteriores, frequentemente resultam em uma queda de desempenho no curto prazo. A pesquisa corrobora essa tendência, mostrando que o Carrefour enfrenta dessa fies similares após a aquisição.

Entre as limitações da pesquisa, destaca-se a ausência de padronização da métrica EBITDA, uma vez que, essa ainda não é considerada uma métrica de desempenho oficial segundo o GAAP, o que dificultou uma análise precisa. Além disso, a variabilidade de informações entre as demonstrações contábeis impactou a consistência dos dados analisados.

Como sugestões para pesquisas futuras, torna-se interessante analisar os impactos e efeitos operacionais após a possível adoção da nova norma IFRS 18, que poderá alterar a interpretação do EBITDA. Também seria relevante acompanhar a evolução do desempenho do Grupo Carrefour nos anos seguintes à aquisição do Grupo BIG, para verificar se houve uma melhora ou agravamento nas condições financeiras e operacionais da empresa.

Este estudo oferece contribuições eficazes para investidores e gestores, uma vez que, auxilia na tomada de decisão, dado que, destaca os desafios iniciais e oportunidades das fusões e aquisições. Os gestores podem utilizar os dados para um melhor planejamento de integração e aprimorar o desempenho operacional, enquanto investidores obtêm *insights* sobre riscos e potenciais de retorno. Como também, a compreensão dos riscos e oportunidades das combinações de negócios, ainda, amplia a literatura existente sobre as fusões e aquisições com conhecimentos práticos e acadêmicos.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, Amanda Sasaki; PAUPITZ, Larissa; CECCON, Ronaldo José Da Silva; TOMBERLIN, Sarah Wendy; SANTOS, Edicreia Andrade. Desempenho Econômico-Financeiro da Natura Cosméticos S.A. Após Estratégias de Fusão e Aquisição. **Revista FSA**, Teresina, Piauí, 2022. 77-103 p.

AKHAVEIN, Jalal D.; BERGER, Allen N.; HUMPHREY, David B. The effects of megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function. **Finance and**

Economics Discussion Series 1997-9, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 1997.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2020.

ASSUMPÇÃO, João Paulo Saad. **Fusões e aquisições no Brasil: análise do período 2000-2020**. 26 f. Artigo (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Instituto de Ensino e Pesquisa - Insper. São Paulo, 2020.

B3 – **Brasil, Bolsa, Balcão**. Relatório anual 2023. São Paulo: B3, 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 01 set. 2024.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm Acesso em: 25 abr. 2024.

CALDAS, Felipe Olabbariaga Lopes. **Análise de efeitos em indicadores econômico-financeiros da fusão da empresa Embraer S.A. com a empresa Boeing**. 2020. 35 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Finanças) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Fortaleza, 2020.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 41, n. 1, p. 43–58, 2006.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões e aquisições em empresas brasileiras: Criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 49, n. 2, 2009.

CARVALHO, Francisval Melo; SEVERINO, Isabel Tassiane Alves. O estado da arte da criação de valor nas F&A: um estudo bibliométrico (1972-2021). ed. São Paulo: **Revista GeSec**, 2024. 617-636 p. v. 15.

CARREFOUR BRASIL. **Relações com Investidores**. Disponível em: <https://ri.grupocarrefourbrasil.com.br/>. Acesso em: 09 de abr. de 2024.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1): Combinação de Negócios**. São Paulo: CPC, 2011. Disponível em: http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2004.pdf. Acesso em: 25 abr. 2024.

DAMODARAN, Aswath. The Value of Synergy, 2005. **SSRN**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=841486>

FIGUEIREDO, Leandro Martins; CAMARGOS, Marcos Antônio. Ondas de fusões e aquisições e variáveis macroeconômicas no mercado brasileiro. **FGV - Revista brasileira de Finanças**, 2024.

GELBCKE, Ernesto Rubens-; SANTOS, Ariovaldo Dos; IUDÍCIBUS, Sérgio; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**. 3. ed. São Paulo: Atlas Ltda., 2018.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2008.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2010.

GODOY, Carlos Roberto; SANTOS, Ariovaldo. Contabilidade para fusões e aquisições de empresas: soluções históricas para problemas contemporâneos. São Paulo: **Revista De Administração**, 2006. v. 41.

GOMES, Admir Renan Voltolini. **Turbulência ambiental sistêmica na relação entre desempenho econômico-financeiro e o desempenho do mercado**. 2024. 148 f. Tese (Pós-Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2024.

GRUPO CARREFOUR LIDERA O RANKING ABRAS PELA 8º VEZ. Jornal **Giro News**, 2024. Disponível em: <https://gironews.com/supermercado/as-maiores-empresas-do-canal-alimentar-74646/>. Acesso em: 06 maio 2024.

HITT, Michael A; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E.. **Administração Estratégica: Competitividade e Globalização**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning Edições Ltda, 2011.

HSUN, S. C. **Efeitos das fusões e aquisições nos desempenhos de inovação e financeiro: como são afetados pelo setor econômico em que as firmas adquirentes atuam?** 2022. 178 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Centro Universitário FEI, São Paulo, 2022.

KRAFCZYK, Marius Peter. **A media and entertainment colossus -the acquisition of 21 st century fox by the walt disney company**.68 f. Dissertação (Mestrado) Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa - FGV - Fundação Getúlio Vargas, 2019.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina De Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 5. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2003.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. 4. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2009.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial**. 5. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 1998. 153-154 p.

NOGUEIRA, Andreia Filipa Santos. **Impacto das fusões e aquisições no desempenho: o caso da Infraestruturas de Portugal, S.A**. 2017. 145 f. Dissertação (Mestrado em Gestão) – Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, Coimbra, 2017.

NORMAS BRASILEIRAS DE CONTABILIDADE. **Combinação de Negócios**. NBC TG 15. 2013. Disponível em: https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2018/04/Publicacao_NBC_TG_COMPLETAS.pdf. Acesso em: 26 abr. 2024.

OLIVEIRA, Maria Marly. **Como fazer Pesquisa Qualitativa**. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 2008. 181 p.

PEREIRA, Adalmiro; PEREIRA, Ana Rita; QUEIRÓS, Mário. Criação de Valor em Fusões e Aquisições: O caso dos Bancos Portugueses. Santa Maria da Feira: **E3 Revista de Economia, Empresas e Empreendedores na CPLP**, 2020. 17-38 p. v. 5

REGO, Thiago Lima. **Controladoria estratégica aplicada à combinação de negócios**. 2023. 97 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Centro Universitário UNDB, São Luís, 2023.

REIS, Edson Andrade Dos; PARTYK, Raul Beal; LANA, Jeferson; MARCON, Rosilene. Fusões e aquisições no ensino superior à luz da teoria do crescimento da firma. Florianópolis: Navus - **Revista de Gestão e Tecnologia**, 2018. 37-52 p. v. 8.

RICHARD, Pierre J; DEVINNEY, Timothy M; YIP, George S; JOHNSON, Gerry. Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. **Journal of Management**, 2009. 718-804 p.

RODRIGUES, Susana Carreira; PERES, Cândido. Reestruturação: Análise do impacto do processo de aquisição no desempenho das empresas: uma visão geral **European Journal of Applied Business Management**, 2023. 29-50 p. v. 9.

SHIDA, Rafaell. **Análise do EBITDA ajustado das empresas de consumo cíclico**. 2020. 25 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de São Paulo, Escola Paulista de Política, Economia e Negócios, Osasco, 2020.

SILVA, Geovânia Clementino. **Relação das diretrizes do relatório integrado do iirc no EBITDA das companhias que compõem o índice de energia elétrica da b3**. Orientadora: Ádria Tayllo Alves de Oliveira. 2019. 30 f. Artigo (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Universidade Estadual da Paraíba, Campina Grande, 2019.

SILVA, Jussara de Sousa. **Importância dos processos de Fusão e Aquisição no Sistema Financeiro Nacional e seus impactos socioeconômicos**. 2023. 32 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Atuariais) - Universidade Federal de São Paulo, Escola Paulista de Política, Economia e Negócios, Osasco, 2023.

SOARES, Hugo M. Monteiro. **EBITDA, um estudo exploratório: as cotadas psi-20 e ibex-35**. 2012. 57 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, 2012.

TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L.. Fusões e Aquisições: Aprendendo com a experiência brasileira. 2. ed. **Revista de Administração de Empresas**, 2005. v. 45.

VERRIEST, Arnt; BOUWENS, Jan; KOK, Laços. The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure. **Journal S&P Global**, 2018.

VIEIRA, Luana B.; BRITO, Suzana Schneider; SANTANA, Juliane Regina Bettin; SANCHES, Simone Leticia Raimundini; GALDAMEZ, Edwin Vladimir Cardoza. **Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto**. REGE - Revista de Gestão, v. 24, n. 3, p. 235-246, 2017

WOOD JUNIOR, T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. 4. ed. **RAE-executivo**, 2004. v. 2.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, sou imensamente grata a Deus por não desistir de mim e por me sustentar em cada passo dessa jornada. Sem a fé e a força concedidas por Ele, esse momento não seria possível.

Aos meus familiares, deixo meu mais sincero agradecimento. Sei que muitos de vocês não tiveram a mesma oportunidade de vivenciar a vida universitária, e por isso talvez não compreendam plenamente o peso dessa trajetória. Ainda assim, cada um de vocês me incentivou da forma que pôde, oferecendo apoio quando eu mais precisei.

Aos meus amigos, especialmente aqueles que caminharam ao meu lado durante os anos da universidade, meu muito obrigada. Vocês ajudaram a carregar o fardo desse percurso e tornaram a jornada mais leve e alegre com a amizade, as conversas e o companheirismo.

Não posso deixar de agradecer aos professores do ensino médio, que me acolheram com carinho e sempre mostraram interesse genuíno pelo meu futuro acadêmico. Vocês foram essenciais no início dessa trajetória, incentivando-me a seguir em frente e nunca desistir do meu projeto de vida.

À minha orientadora, Isabella Christina Dantas Valentim, minha gratidão é enorme. Agradeço não só pela orientação técnica e acadêmica, mas pela paciência e apoio constantes. Sua dedicação e sabedoria fizeram de você uma mentora muito antes de assumir oficialmente esse papel. Suas palavras e conselhos foram fundamentais para o sucesso deste trabalho e, principalmente, para o meu crescimento pessoal e profissional.

Aos docentes que compartilharam suas experiências e conhecimentos, meu agradecimento especial. Ádria Tayllo Alves Oliveira, juntamente com Isabella, foram pessoas que me fizeram enxergar a contabilidade com outros olhos, inspirando-me e despertando um verdadeiro apreço por essa área.

Por fim, agradeço a todos que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste sonho. Cada palavra de incentivo, cada gesto de apoio, cada lição ensinada – tudo isso foi fundamental para que eu chegasse até aqui.