SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....9

1.1 Justificativa da Importância.....10

1.2 Definição do Problema de Pesquisa.....15

1.3 Objetivos.....17

2. FUSÕES E AQUISIÇÕES.....18

2.1 Definição.....18

2.2 Tipos de Fusões e Aquisições.....20

2.2.1 Integração Horizontal.....20

2.2.2 Integração Vertical.....21

2.2.3 Conglomerados.....21

2.3 Mecanismos e Táticas.....22

2.3.1 Aspectos Contábeis.....22

2.3.2 Aspectos Tributários.....24

2.3.3 Lei Antitruste.....30

2.3.4 *Takeover* Hostil.....32

2 3.5 *Leveraged Buy-outs* (LBOs).....34

2.4 Motivações para Fusões e Aquisições.....35

2.5 Histórico e Perspectivas de Fusões e Aquisições.....40

2.5.1 Fusões e Aquisições no Mercado Mundial.....40

2.5.2 Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro.....52

2.5.3 Perspectivas para Fusões e Aquisições.....59

2.6 Impactos das Combinações Empresariais para a Sociedade.....61

3. CRIAÇÃO DE VALOR.....66

3.1 Definição de Valor.....68

3.2 Direcionadores de Valor.....70

4. AVALIAÇÃO QUANTITATIVA DE EMPRESAS.....73

4.1 Valor Histórico.....74

4.2 Valor de Mercado.....75

4.3 Avaliação por Múltiplos.....76

4.4 Modelos de Criação de Valor (EVA®).....78

4.5 Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (DCF).....80

4.5.1 Fatores Críticos na Avaliação pelo DCF.....83

4.5.2 Custo de Capital e Taxa de Desconto.....83

4.5.3 Taxa de Crescimento.....89

4.5.4 Valor Residual.....90

4.5.5 Estrutura de Capital.....91

4.6 Opções Reais.....92

5. ABORDAGEM QUALITATIVA DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO GLOBAL.....94

5.1 Prêmio Nacional de Qualidade (PNQ).....95

5.2 Skandia *Navigator*.....99

5.3 Sigma *Sustainability*.....101

5.4 *Balanced Score Card* (BSC).....103

6. METODOLOGIA DE PESQUISA.....106

6.1 Métodos Existentes.....106

6.1.1 Natureza das Variáveis.....107

6.1.2 Objetivo e Grau de Cristalização do Problema.....112

6.2 Método da Pesquisa Adotado: Estudo de Casos.....114

6.2.1 Os casos escolhidos.....115

6.2.2 Coleta de dados.....116

6.2.3 Procedimentos adotados e Análise de dados.....117

6.2.4 Limitações ao Estudo.....119

7. ESTUDO DE CASOS MÚLTIPLO.....122

7.1 Apresentação dos Casos.....122

7.1.1 Itaú-Unibanco.....122

7.1.2 VCP-Aracruz.....128

7.1.3 Brasil Foods-Sadia.....134

7.2 Critérios de Avaliação Utilizados.....139

7.2.1 Compilação das Entrevistas – Aspectos Qualitativos.....139

7.2.2 Valor de Mercado.....151

7.2.3 Direcionadores de Valor.....152

8. ANÁLISE DOS RESULTADOS 153

8.1 Discussão dos Aspectos Qualitativos.....153

8.2 Valor Patrimonial Histórico.....163

8.2.1 Itaú-Unibanco.....163

8.2.2 Fibria-Aracruz.....164

8.2.3 Brasil Foods-Sadia.....165

8.3 Valor de Mercado.....166

8.3.1 Itaú-Unibanco.....166

8.3.2 Fibria-Aracruz.....167

8.3.3 Brasil Foods-Sadia.....168

8.4. *Economic Value Added* (EVA®).....169

8.5 Direcionadores de Valor.....169

8.5.1 Itaú-Unibanco.....169

8.5.2 Fibria-Aracruz.....171

8.5.3 Brasil Foods-Sadia.....173

9. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....176

10. REFERÊNCIAS.....182

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABTCP	-	Associação Brasileira Técnica de Celulose e Papel
APIMEC	-	Associação dos Analistas e Profissionais do Mercado de Capitais
APRO	-	Acordo de Preservação da Reversibilidade da Operação
AT	-	Ativo Total
ATi	-	Ativo Total inicial
ATm	-	Ativo Total médio
ATf	-	Ativo Total final
BACEN	-	Banco Central
BEP	-	Banco do Estado do Piauí
BEMGE	-	Banco do Estado de Minas Gerais
BESC	-	Banco do Estado de Santa Catarina
BMF	-	Bolsa de Mercadorias e de Futuros
BNDES	-	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	-	Bolsa de Valores de São Paulo
BRB	-	Banco Regional de Brasília
BRF	-	Brasil Foods
BRIC's	-	Brasil, Rússia, Índia e China
BSC	-	*Balanced Score Card*
CADE	-	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CAPM	-	*Capital Asset Price Model*
CBA	-	Companhia Brasileira de Alumínio
CGP	-	Capital de Giro Próprio
CI	-	Capital Investido
COFINS	-	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
CPC	-	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CSLL	-	Contribuição Sobre o Lucro Líquido
CPV	-	Custo do Produto Vendido
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
D/E	-	*Debt/Equity* (Capital de terceiros / Capital próprio)
DaV	-	Depósitos à Vista
DCF	-	*Discounted Cash Flow* (Fluxo de Caixa Descontado)

DIEESE	-	Departamento Intersindical de Estudos Sócio-Econômicos
EBIT	-	*Earnings Before Interest and Taxes* (Lucro antes de Juros e Impostos)
EBITDAs	-	*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações)
ELP	-	Exigível a Longo Prazo
EVA®	-	*Economic Value Added* (Valor Econômico Agregado)
FCFC	-	*Free Cash Flow to Creditors* (Fluxo de Caixa Livre para os Credores)
FCFE	-	*Free Cash Flow to Equity* (Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas)
FCFF	-	*Free Cash Flow to Firm* (Fluxo de Caixa Livre para a Firma)
F&A	-	Fusões e Aquisições
FNQ	-	Fundação Nacional de Qualidade
IF	-	Independência Financeira
IPO	-	*Initial Public Offering*
IR	-	Imposto de Renda
IRPJ	-	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
LB	-	Lucro Bruto
LBO	-	*Leveraged Buy Out*
LL	-	Lucro Líquido
MBO	-	*Management Buy Out*
M&A	-	*Mergers and Acquisitions* (Fusões e Aquisições)
MEG	-	Modelo de Excelência de Gestão
MVA	-	Valor de Mercado das Ações ordinárias
NCG	-	Necessidade de Capital de Giro
OESP	-	O Estado de São Paulo
PAB's	-	Posto de Atendimento Bancário
PDCA	-	*Plan, Do, Act, Check* (Planejar, Fazer, Agir, Checar)
P&D	-	Pesquisa e Desenvolvimento
P/L	-	Preço/Lucro
PC	-	Passivo Circulante
PL	-	Patrimônio Líquido
PNQ	-	Prêmio Nacional de Qualidade
PMI	-	*Post Merger Integration* (Integração após a combinação empresarial)
PwC	-	Pricewaterhouse Coopers
ROA	-	*Return on Assets* (Retorno sobre o Ativo Total)

ROE	-	*Return On Equity* (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)
ROI	-	*Return On Investment* (Retorno sobre o Investimento)
ROL	-	Receita Operacional Líquida
RTT	-	Regime Tributário de Transição
SBDC	-	Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência
SDE	-	Secretaria de Direito Econômico
SEAE	-	Secretaria de Acompanhamento Econômico
VCP	-	Votorantim Celulose e Papel
VI	-	Votorantim Industrial
VR	-	Valor presente do Valor Residual
WACC	-	*Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado de Capital)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Carteira de clientes Itaú em 2008.....158
Tabela 2 - Carteira de clientes Unibanco em 2008.....159
Tabela 3 - Independência financeira.....159
Tabela 4 - Eficiência operacional.....160
Tabela 5 - Valor patrimonial de Itaú, Unibanco e Itaú-Unibanco.....164
Tabela 6 - Valor patrimonial de Aracruz e VCP comparado (antes e após a transação).....165
Tabela 7 - Brasil Foods -Valor patrimonial comparado antes e após a operação.....165
Tabela 8 – Variação do valor de mercado das ações do Itaú-Unibanco em relação ao IBOVESPA.....166
Tabela 9 - Variação do valor de mercado da Fibria em relação ao IBOVESPA. Evento de 06/08/2008.....167
Tabela 10 - Variação do valor de mercado da Fibria em relação ao IBOVESPA. Evento de 20/01/2009.....168
Tabela 11 - Variação do valor de mercado da Brasil Foods *versus* IBOVESPA.....168
Tabela 12 - Indicadores econômico-financeiros de Itaú e Itaú-Unibanco.....170
Tabela 13 - Indicadores econômico-financeiros de Unibanco.....171
Tabela 14 - Indicadores econômico-financeiros de Fibria.....172
Tabela 15 - Indicadores econômico-financeiros de Aracruz.....172
Tabela 16 - Indicadores econômico-financeiros de Brasil Foods.....174
Tabela 17 - Indicadores econômico-financeiros de Sadia.....174

1. INTRODUÇÃO

Fusões e aquisições (F&A) são operações cada vez mais presentes no cenário econômico mundial. Os volumes envolvidos são expressivos e crescentes, atingindo cifras da ordem de US$ 3 a 4 trilhões de dólares anualmente de acordo com a Agência de Notícias Thomson Reuters[1]. Estatísticas comprovam um incremento gradativo destas operações ao longo dos anos, com perspectiva de crescimento ainda mais acentuado na próxima década. Por meio destas operações, importantes grupos são criados, alterando de forma relevante a dinâmica dos setores e a realidade das empresas. Isso se deve, em grande parte, às pressões competitivas às quais estão sujeitas as organizações, que geram a necessidade de estratégias de aumento de produtividade, lucratividade, eficiência e crescimento.

Operações de fusões e aquisições fundamentam-se na expectativa de que a empresa resultante seja significativamente melhor que apenas a soma das empresas envolvidas, e apresentam-se como uma alternativa de crescimento rápido. Bender e Ward (2005, p.187) citam, como principais razões para tais operações, a busca por crescimento de capacidade de criação de valor, dificilmente atingida por meio de crescimento orgânico no mesmo prazo, além da complementação estratégica para cobrir *gaps* (em segmentos de mercado, linhas de produtos, territoriais ou tecnológicos) ou para impedir que um competidor faça a aquisição.

Esta pesquisa pretende buscar, por intermédio do uso de indicadores de *performance,* a presença de aspectos relevantes para a criação de valor numa operação de fusão ou aquisição antes que a operação se concretize. Pretende-se entender a real motivação destas transações, e avaliar resultados quantitativos e qualitativos, comparando-se o desempenho de empresas envolvidas antes e depois do processo, buscando evidenciar características que permitam antecipar o potencial de sucesso na criação de valor.

---

[1] Thomson Reuters: disponível em <http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSTRE4BL36B20081222>

1.1 Justificativa da Importância

A era atual, a chamada era da informação, configura-se como um período de constantes e rápidas mudanças, sejam tecnológicas, econômicas ou sociais e as pressões sobre indivíduos e empresas são crescentes. Preocupações com globalização, responsabilidade social, eficiência, otimização, competitividade, desempenho e lucratividade são cada vez mais presentes e relevantes no contexto empresarial. Estas mudanças delineiam um cenário desafiante, no qual se exige flexibilidade, capacidade de adaptação e de respostas rápidas, e aumenta a necessidade de se identificar estratégias que assegurem a sustentabilidade e o fortalecimento das organizações. Para garantir sustentabilidade, a empresa pode ser compelida a buscar estratégias voltadas à necessidade urgente de melhoria de *performance*, por aumento de eficiência e de lucratividade -o que pode se traduzir em enxugamento- ou ser motivada pela necessidade incontestável de crescer, dependendo de encontrar-se num mercado com tendência de recessão ou de crescimento.

Rock (1994, p.17) ressalta que, num mercado recessivo e diante de pressões que muitas vezes ameaçam comprometer a *performance* financeira de empresas, a administração possui um leque limitado de opções para buscar melhoria de desempenho. Pode-se buscar reduzir custos, pela otimização da utilização da capacidade instalada, aumento de produtividade ou redução, estabilização de salários e benefícios ou pode-se atuar via redução de despesas, com diminuição do quadro de funcionários administrativos ou de vendas, ou ainda, fechamento de unidades e/ou centros de distribuição.

Por outro lado, num mercado em expansão, surge o questionamento de como uma empresa pode ser bem sucedida e de se as estratégias a serem perseguidas passam necessariamente por crescimento. Hoje, diferentes mercados impõem a muitas empresas um imperativo de crescimento e uma necessidade constante de busca por escala.

No passado, era possível, para uma empresa, permanecer no mesmo porte por muitos anos, o que podia ser considerado, em alguns casos, desejável para o acionista. A busca permanente por aumento de valor, intensificada pelo aumento das pressões competitivas e em decorrência do crescente dinamismo do mercado, passou a conduzir as empresas a buscar estratégias que passam por busca de diferenciação ou crescimento, visando o objetivo maior que é a criação de valor para o acionista e para a sociedade.

Valor, como postulou Adam Smith, pode exprimir utilidade, o chamado valor de uso ou a capacidade de se adquirir outros bens, o valor de troca (RICARDO, 1996). Beinhocker (2006, p.4 e 35) afirma que o valor de um bem não é um conceito fixo, já que depende de quanto alguém esteja disposto a pagar por ele e acrescenta que seres humanos irão sempre buscar o máximo valor, que proporciona o maior bem estar ou felicidade. "Numa economia monetária, a medida de riqueza é o valor do dinheiro, ou a soma dos pertences a preço de mercado, caso fossem vendidos." (ANDRADE, 2002).

Na busca por valor (ROCK, 1994, p.31), poucas empresas podem ser bem sucedidas sem encarar a inevitável necessidade de crescer. O autor destaca que crescimento é vital para o sucesso de uma empresa, é o meio pelo qual se ampliam as oportunidades e são gerados recursos para investimentos, inovações tecnológicas, fortalecimento de *market share* e melhoria de eficiências: "sem possibilidade de crescimento, muitas empresas perdem sua razão de existir, estagnam e acabam por desaparecer do cenário econômico."

Muitas vezes é preciso crescer num ritmo que dificilmente pode ser atingido, a não ser pelo processo de unir-se ou de incorporar uma empresa já existente, com competências e posicionamento de mercado claramente definidos. Daí, talvez, a importância econômica dos processos de fusão e aquisição.

Fusão é uma operação por meio da qual se unem duas ou mais empresas para formar uma nova empresa, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. Já a aquisição de uma empresa é sua compra por um agente econômico e se constitui numa das formas mais relevantes de crescimento de um grupo empresarial.

Fusões e aquisições são eventos frequentes nos noticiários das economias capitalistas ao redor do mundo. Afinal, espera-se que proprietários e dirigentes de empresas, especialmente daquelas com maior acesso ao capital e com disponibilidade de recursos para investir, estejam atentos a oportunidades de ampliação da riqueza gerada pelos grupos empresariais (APIMEC, 2008).

De acordo com Copeland (2006, p. 114):

> A maioria dos altos executivos se envolverá em pelo menos uma – e possivelmente mais de uma – grande transação estratégica durante sua carreira [...]. Fusões e aquisições tornaram-se um meio

> muito importante para a realocação de recursos na economia global e para a execução de estratégias corporativas.

A lógica na qual se baseiam tais processos é a de que a soma de "um mais um é maior do que dois". Isto significa dizer que se espera que o resultado da soma de duas empresas seja significativamente maior do que o de cada uma delas desempenhando em separado, ou seja, a força impulsionadora de operações de fusões e aquisições é o potencial valor gerado para as empresas participantes do processo, que buscam melhoria de desempenho dificilmente obtida de outra forma na mesma velocidade. Contudo, os resultados das pesquisas sobre o assunto são divergentes.

Lubatkin (1983, p.218) pergunta:

> Se é verdade que operações de fusões e aquisições não criam valor para as empresas, porque as companhias continuam efetuando tais operações? Por outro lado, se é verdade que elas provêem benefícios reais para os acionistas, por que os estudos empíricos não encontram as evidências.

Mais de 25 anos depois, ainda se pode afirmar que, até o presente momento, nenhum estudo aprofundado sobre o resultado de fusões e aquisições demonstrou que estas operações sejam vantajosas do ponto de vista de geração de lucros, quando comparadas às alternativas de investimentos disponíveis com condições de risco semelhante.

Em 1995, estudo, efetuado por Zweig em operações acima de US$ 500 milhões, demonstrou que 50% das operações destruíram valor, 30% tiveram um impacto mínimo e 17% criaram valor, isto é, ocasionaram incremento de retorno a seus acionistas. Ainda em 1995, a Business Week/Mercer relata que, em um período de dez anos, duas de cada três operações fracassaram (ZWEIG, 1995).

Um levantamento, realizado pela KPMG International de 700 dos maiores acordos entre 1996 e 1998 (KPMG, 2000), verificou que 83% das operações de M&A[2] não aumentaram o valor para os acionistas, e 53%, de fato, reduziram-no (FINKELSTEIN, 2007, p.61).

---

[2] M&A- a abreviação para *Mergers and Acquisitions* será utilizada alternativamente para referir-se a operações de Fusões e Aquisições – F&A.

Marks e Mirvis (1998) concluíram, após diversos estudos, que pelo menos 75% das operações de M&A terminaram em fracasso, ou seja, falharam no aspecto de criação de valor para o acionista.

Finkelstein (2007) reporta estudo efetuado pela A.T.Kearney envolvendo 111 transações globais entre 1998 e 1999 e publicado por Habeck *et al*. em 2000, segundo o qual 58% das operações de M&A falharam em atingir os objetivos financeiros comunicados quando da sua efetivação e apenas 17% das transações aumentaram o valor das ações.

Em 2002, a consultoria Deloitte Touche Tohmatsu apresentou publicação revelando que, nas transações mundiais de fusão e aquisição efetuadas nos últimos dez anos, 50% destruíram valor para o acionista e apenas 17% de fato contribuíram na criação de valor.

Artigo publicado por Selden e Colvin em 2003 coloca o índice de fracasso do ponto de vista de geração de valor de operações de M&A na ordem de 70 a 80%.

Em 2007, Gregoriou e Renneboog publicaram artigo onde demonstram, pela análise de estudos realizados desde 1950 até 1995, que os acionistas das empresas compradas tendem a obter retornos positivos pós operação de fusão ou aquisição, enquanto para os compradores, os resultados apresentam grande variação: alguns apresentam pequenos retornos positivos, alguns sofrem pequenas perdas. Os autores comentam ainda os estudos de Bhagat *et al.* (2004) e Harford (2003) que encontraram redução nos ganhos de operações de M&A para o período de 1985 a 2000 em relação a períodos anteriores. Tais conclusões basearam-se na análise dos retornos anormais obtidos em estudo de eventos.

Cabe ressaltar que a avaliação de criação de valor é um tema complexo e que pode ser analisado sob diversos ângulos e critérios, o que gera certo grau de subjetividade nas avaliações, tornando-se difícil concluir, em termos gerais, sobre geração ou não de valor em operações de fusões e aquisições. Gregoriou e Renneboog (2007) argumentam que há diversas formas de se acessar o sucesso de uma operação de fusão ou aquisição: pode-se efetuar a avaliação do ponto de vista da empresa comprada, do ponto de vista do comprador ou por avaliação da combinação de ambos. Os estudos de eventos, segundo os autores, são a forma predominante de análise do efeito riqueza para os acionistas em tais transações. Nestes casos, utiliza-se como critério a análise dos eventuais retornos anormais obtidos pelas ações das

companhias envolvidas em operações de combinações empresariais em um período determinado.

À luz destes estudos, pode-se concluir que não há evidência empírica do motivo pelo qual as operações de M&A são tão populares sob o aspecto de criação de valor. Finkelstein (2007, p.62) afirma que é certo, porém, que nem todas fracassam, e menciona várias operações consideradas bem sucedidas, além de estudo efetuado pela A. T. Kearney, que revelou retorno 41% negativo para o quartil inferior das fusões e aquisições em relação ao índice do setor, enquanto o quartil superior indicou uma média de 25% superior de retorno ao acionista em relação aos pares.

Embora diversos estudos tenham sido efetuados no sentido de identificar se operações de fusão e aquisição são criadoras ou destruidoras de valor, não consta que haja uma identificação dos porquês. A questão fundamental é o fato de que fusões e aquisições são, muitas vezes, estratégias de crescimento ou mesmo de sobrevivência, o que não necessariamente implica na criação de valor.

Para que o crescimento seja criador de valor, ele deve ser sustentável, o que pode significar desinvestimento de atividades destruidoras de valor.

Esta pesquisa pretende identificar, por meio do método de estudo de casos múltiplo, os aspectos que impactam na criação de valor. Para tanto, são analisados três casos com base em alguns dos principais métodos de avaliação existentes, comparando-se os resultados obtidos.

Quando se compra uma nova empresa, faz-se um investimento e todos os princípios básicos de decisão de investimento de capital se aplicam (BREALEY, 2008). Desta forma, este trabalho se justifica não apenas pela relevância das operações de M&A no cenário econômico atual, mas também, pela abrangência de conceitos envolvidos.

Dentre os muitos aspectos que afetam o sucesso ou o fracasso de operações de M&A, podem ser mencionados: objetivos da transação, preço, condições da operação e do mercado, integração, cultura organizacional, estratégia para a nova empresa, impacto em competitividade, em clientes e em fornecedores, aproveitamento de sinergias, capacidade de somar “pontos fortes”, atuar sobre fragilidades e capitalizar novas oportunidades. Portanto,

aspectos como estrutura de capital, avaliação de risco e retorno, teoria de *portfólios*, custo de capital, avaliação de empresas, análise econômico-financeira e alavancagem serão fundamentais para a conclusão sobre a adequação e/ou a viabilidade de uma operação de M&A como geradora de valor.

1.2 Definição do Problema de Pesquisa

Fusões e aquisições são processos bastante complexos, que afetam diferentemente diversos *stakeholders.* Como consequência, torna-se igualmente complexa a avaliação de criação de valor em F&A.

Na maioria dos estudos e das pesquisas encontrados na literatura recente, tais operações são avaliadas pelo método de estudos de eventos, nos quais se define um período ou janela em torno da data do anúncio do evento, e avalia-se o comportamento da ação com base num padrão definido como normal. O padrão utilizado é o comportamento do mercado e busca-se identificar comportamento anormal das ações das empresas na janela definida, de forma a verificar a existência de criação de valor. Esta análise é efetuada preponderantemente do ponto de vista do comprador, porém existem alguns estudos que analisam criação de valor para a empresa adquirida. As conclusões de tais estudos variam grandemente, não sendo possível afirmar, de maneira geral, sobre a criação ou não de valor em processos de F&A. Medeiros (2009) comenta que existem dois tipos de pesquisa para avaliar criação de valor em F&A:

> Os estudos acadêmicos avaliam a reação do mercado ao anúncio de uma transação antes que ela ocorra (*ex ante*), considerando não somente os custos benéficos previstos de uma transação, mas também as expectativas do mercado em relação ao fato de a transação ser ou não consumada. Assim o mercado se antecipa, identificando o preço pago, as sinergias em potencial, as equipes e administração envolvidas, buscando uma estimativa de que a transação, realmente agrega valor à empresa. Outra abordagem faz uma análise após a conclusão da fusão ou aquisição, avaliando em retrospecto o que efetivamente se atingiu em comparação com o que era esperado (*ex post*).

Gregoriou e Renneboog (2007, p.13) argumentam que os resultados obtidos na análise de criação de valor em F&A apresentam grande variação, o que atribuem, em parte, aos métodos utilizados para a avaliação.

Além do critério de avaliação pelo valor de mercado, existem outros métodos reconhecidos de avaliação de empresas, que levam em consideração diversos aspectos quantitativos e

qualitativos. A avaliação de criação de valor utilizando-se estudo de eventos apresenta algumas limitações, dentre as quais vale citar o fato de que só pode ser aplicada para empresas abertas e de que expressa a avaliação do mercado no momento do anúncio da transação de fusão ou aquisição.

Como comentam Biehsaar *et al.* (2001)

> [...] se aceitarmos a hipótese de que os mercados financeiros são eficientes, todas as informações necessárias sobre uma transação devem estar incorporadas à reação imediata do mercado acionário após o anúncio. Essa reação – positiva ou negativa– deve refletir uma avaliação do desempenho futuro previsível das empresas envolvidas. [....] Como todas as regras empíricas, essa também tem suas exceções. Algumas transações podem fazer sentido por motivos que os executivos não conseguem explicar claramente ao mercado – ou até podem explicá-los, mas o mercado se recusa a acreditar neles.

Considerando que tanto estudos de eventos como quaisquer outras análises apresentam limitações e são posteriores aos processos de F&A, o objetivo deste estudo é analisar, por meio de estudos de casos múltiplos, a *performance* de empresas envolvidas em operações de F&A, comparando seus desempenhos antes e depois do processo, utilizando-se cada um dos diferentes métodos de avaliação: valor histórico, valor de mercado, EVA® e direcionadores de valor quantitativos e qualitativos, buscando-se analisar criação de valor segundo múltiplos critérios. Busca-se ainda identificar as reais motivações das empresas para as transações e os aspectos cruciais, antes ou durante a operação, que contribuem de forma relevante para a criação de valor.

Cabe ressaltar que esta análise é delimitada conceitualmente, setorialmente e em termos temporais. Conceitualmente, não se pretende esgotar todos os métodos de avaliação existentes, mas comparar os resultados obtidos em alguns dos métodos mais utilizados. Setorialmente, o estudo restringe-se aos setores de alimentos, bancos e papel e celulose, que representam os setores de atuação dos três casos estudados, a saber: Itaú - Unibanco, Perdigão - Sadia e VCP - Aracruz. Em termos temporais, são analisados os desempenhos das empresas, num período de cinco anos anteriormente aos processos e cerca de um ano, após a concretização da operação. A variabilidade no período posterior às transações deve-se ao fato de que as operações escolhidas são recentes, ocorridas entre 2008 e 2009.

Parte-se, neste trabalho, da premissa de que os gestores atuam efetivamente na busca por criação de valor. Considerando que operações de F&A apresentam volumes expressivos e

relevância crescente no cenário econômico a despeito de as pesquisas não comprovarem que tenham impacto positivo na criação de valor, resta a questão sobre a real motivação para essas transações.

Na impossibilidade de, nesta fase acadêmica da autora, realizar uma pesquisa mais ampla para identificar o conjunto de prováveis motivadores de F&A, esta dissertação estuda três casos recentes da realidade brasileira, na expectativa de produzir novas respostas, com dados atuais. Num segundo momento, um trabalho mais amplo poderá ampliar a janela de eventos, sobretudo no que diz respeito à parte *ex post*, visando identificar os efeitos dessas transações no longo prazo.

1.3 Objetivos

Este estudo tem como objetivo avaliar processos de fusão e aquisição de empresas, adotados como estratégia de crescimento e identificar a criação ou não de valor. Embora não haja um padrão para mensurar sucesso em operações de fusões e aquisições, já que há diversos fatores subjetivos envolvidos, o objetivo é identificar as características conceituais fundamentais relacionadas à criação de valor, de forma a se identificar aspectos indicativos de criação de valor antes da concretização da operação e aspectos críticos para um processo bem sucedido.

Supletivamente, busca-se entender os reais motivadores para as operações, tendo em vista que as pesquisas revelam que a maior parte dos processos de fusões e aquisições não é bem sucedida na criação de valor.

2. FUSÕES E AQUISIÇÕES

Fusões e aquisições envolvem a combinação de duas ou mais organizações. Fusões normalmente ocorrem por acordo entre duas empresas de portes semelhantes, em ambiente amigável. Aquisições, por sua vez, geralmente envolvem empresas de diferentes portes, uma maior comprando uma menor, e podem ocorrer de forma amigável ou pelo desejo unilateral da adquirente (ALLEXPERT, 2009). Numa aquisição conhecida como reversa ocorre o contrário, isto é, uma empresa maior é adquirida por uma corporação menor.

2.1 Definição

Numa fusão, organizações distintas decidem integrar seu patrimônio para formar uma única sociedade. Conforme definido no artigo 228 da Lei das Sociedades Anônimas- n. 6404/76:
Art. 228 - A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

Barros (2003, p.19) define: “fusão é uma operação que envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas, que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores.” A empresa formada sucederá as anteriores em todos os direitos e obrigações.

Aquisição ou incorporação, como definido no artigo 227, “é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.”. É, portanto, a compra de uma ou mais empresas por um agente econômico, e determina o desaparecimento legal da(s) empresa(s) comprada(s), porém a empresa compradora continuará com sua personalidade jurídica. As aquisições constituem-se numa das mais relevantes formas de crescimento de uma empresa ou grupo empresarial.

No caso de aquisições, o comprador pode comprar as ações, e, portanto o controle da empresa, ou comprar os ativos. Na compra de controle, todos os direitos e obrigações passam para a empresa adquirente, enquanto na compra de ativos, a compradora pode escolher os ativos e passivos que deseja adquirir.

Segundo Brealey *et al.* (2008), são três as formas possíveis de se operacionalizar uma operação de fusão / aquisição:

- a primeira é a fusão integral das duas companhias, o que significa que uma delas assume todos os ativos e passivos da outra. Esse tipo de transação requer a aprovação de no mínimo 50% dos acionistas de cada uma das empresas.
- a segunda é efetuada pela aquisição de ações em troca de caixa, ações, ou outros ativos. Neste caso, a negociação envolve os acionistas das empresas adquirente e adquirida, sem necessariamente envolver os gestores da empresa comprada. Nas situações em que a empresa compradora torna-se acionista majoritária da nova companhia, os gestores da empresa comprada que resistem à operação e não se engajam no processo são usualmente substituídos.
- a terceira possibilidade é a compra de parte ou do total dos ativos da empresa, sendo que a propriedade deve ser transferida para a companhia compradora e o pagamento efetuado à firma vendedora, e não diretamente a seus acionistas.

No Brasil, como em outros mercados, operações de aquisições são mais frequentes que operações de fusões. Essa afirmação foi corroborada pela pesquisa realizada por Barros (2003, p. 21) com empresas brasileiras, sendo que das empresas respondentes, 33% participaram em processos de aquisição, 15% participaram em ambos os processos e 6% estiveram envolvidas em fusões no período 1995 a 2000.

Um aspecto que tende a contribuir para tornar fusões menos frequentes relaciona-se à complexidade da transação, pelo fato de as empresas envolvidas deixarem de existir juridicamente, gerando a necessidade de se proceder a todo o processo de criação de uma pessoa jurídica nova, como destacam Muniz e Castello Branco (2007, p.60):

> Essa distinção entre a incorporação e a fusão - qual seja, em que uma sociedade preexistente sobrevive às demais participantes do processo, enquanto na fusão todas desaparecem, mediante a criação de uma nova sociedade - explica um dos motivos do por que da grande popularidade da incorporação, enquanto se contam nos dedos os casos de fusão.

Os autores apontam ainda uma motivação fiscal que favorece as aquisições, já que nas fusões prevalece a perda total de prejuízos fiscais, que podem ser melhor aproveitados no caso de incorporação.

2.2 Tipos de Fusões e Aquisições

A classificação das operações de fusões e aquisições passa pela definição de mercado, que em muitos aspectos é considerada o estágio fundamental no processo de avaliação de tais transações (ROCK, 1994, p.402). Segundo esse autor, de acordo com a definição do "mercado relevante", uma mesma operação pode ser classificada de forma diferente. Como exemplo, menciona uma transação envolvendo um produtor de latas de alumínio e um produtor de garrafas: se o mercado for definido como materiais de embalagem, trata-se de uma fusão horizontal; entretanto, se latas e garrafas são consideradas produtos distintos, a operação seria classificada como conglomerado.

Carvalhosa (2009, p.225) conceitua "mercado relevante" segundo dois critérios: o primeiro determina o mercado relevante em razão do produto, e o segundo visualiza o mercado relevante considerando sua área geográfica.

Com base na definição de mercado relevante, Rock (1994) classifica as operações de M&A como:

2.2.1 Integração Horizontal

Ocorre quando as partes envolvidas estão na mesma indústria, e cujos produtos são similares. Segundo Chandler (1990), esse tipo de operação decorre de excesso de capacidade produtiva e consequente necessidade de ampliação de mercado. Os principais benefícios são economias de escala na produção e na distribuição e possibilidade de aumento de poder de barganha em razão de maior concentração da indústria.

Economias de escala ocorrem quando a empresa é capaz de obter redução do custo médio ou custo por unidade de produção, o que é possível quando há redução do custo marginal, normalmente à medida que a produção aumenta ou para uma determinada faixa de produção (BESANKO *et al.*, 2006, p.93).

Diversos autores abordam a fusão horizontal, sendo que todos destacam que destas operações surgem organizações mais poderosas, dada sua maior participação de mercado, domínio de tecnologias mais amplas e maior *expertise* de seus profissionais. Os desafios em tais

operações são a necessidade de integração estratégica e operacional, e de se evitar duplicações de atividades, visando otimização de custos.

2.2.2 Integração Vertical

É a combinação de empresas que atuam em diferentes estágios da cadeia de produção de um produto. Pode-se citar a compra de um fornecedor, visando redução de custos de matéria-prima, ampliação ou maior eficiência no acesso a materiais essenciais em decorrência de melhor gestão do processo. Pode ainda envolver compra de um distribuidor ou cliente, em busca de aumento de vantagens competitivas em relação aos concorrentes. Tais interações justificam-se pela possibilidade de simplificação de controles, maior facilidade de coordenação, estruturação de cadeias eficientes de logística e abordagem mais direta e eficiente ao mercado, obtida com a compra de distribuidores.

2.2.3 Conglomerados

São operações envolvendo empresas que atuam em diferentes segmentos, tendo a diversificação como principal objetivo (ROCK, 1994, p.402). Brealey (2008, p.883) adota a mesma classificação e acrescenta que as principais *mergers* das décadas de 60 e 70 eram conglomerados, hoje bem menos populares, tanto nos Estados Unidos quanto em outras economias.

Besanko *et al.*(2006, p.94) comentam que as economias de escala e de escopo estão entre os principais motivos para diversificações. Economias de escopo são aquelas que podem ser obtidas à medida que a empresa aumenta a variedade de bens produzidos ou serviços prestados. Os autores ressaltam que as economias de escala são geralmente definidas em termos de custo médio em declínio, enquanto as de escopo são definidas comparando-se o custo total de produção dos bens em conjunto com o custo de produção em separado. Nos casos onde se obtém economia de escopo, o custo de produção conjunta dos bens x+y é menor do que a soma dos custos de produção de x e y isoladamente.

2.3 Mecanismos e Táticas

Em razão do alto grau de complexidade envolvido em operações de F&A, alguns aspectos devem ser cuidadosamente analisados. Questões contábeis, legais e tributárias desempenham papel relevante e podem ser cruciais para o desempenho e para o sucesso da transação e da nova companhia.

2.3.1 Aspectos Contábeis

Nos processos de aquisição, a combinação das empresas pode ser efetuada pela incorporação integral da adquirida, passando ambas a constituir uma única empresa, ou a empresa pode ser mantida em separado, sendo apenas seu controle exercido pela adquirente, o que é o caso mais comum em transações que resultam na formação de conglomerados.

Nos casos em que a empresa seja mantida como entidade separada, existem duas possibilidades de reconhecimento e apresentação de seus resultados: os resultados podem ser consolidados, ou pode o resultado da empresa adquirida ser reconhecido via equivalência patrimonial.

De acordo com Lei das S.As –Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, no seu artigo 249, a apresentação de demonstrações financeiras consolidadas é obrigatória somente para companhias abertas que tiverem mais que 30% de seu patrimônio líquido representado por investimentos em controladas. No caso de empresas fechadas, embora a consolidação seja recomendável, já que "[....] as demonstrações consolidadas são as únicas que refletem a real posição financeira [...] não há obrigatoriedade de consolidação." (IUDÍCIBUS, *et al.*, 2000, p.405).

O artigo 248 da Lei, alterada pela Lei 11.941 de 2009, determina que os investimentos em coligadas, controladas ou outras sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum devem ser avaliados pelo método da equivalência patrimonial, sendo que o valor do investimento será determinado mediante a aplicação, sobre o valor de patrimônio líquido referido da coligada ou controlada, da porcentagem de participação no seu capital. A diferença entre o valor do investimento e o custo de aquisição corrigido monetariamente será registrada como resultado do exercício se: a) decorrer de lucro ou prejuízo apurado na

coligada ou controlada; b) se corresponder, comprovadamente, a ganhos ou perdas efetivos; e c) no caso de companhia aberta, com observância das normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

O método de equivalência patrimonial (MEP) como regra de avaliação de investimento foi modificado pela Lei 11.638, eliminando a figura de relevância do investimento como uma das condições de sua aplicação, e determinando que "não basta ter influência na administração, mas que esta também seja significativa, bem como que a regra de participação de 20% ou mais do investimento seja relativa ao capital votante e não mais ao capital total." (MARTINS, Natanael, 2008, p.375).

Do ponto de vista contábil, o momento atual é de mudança de paradigma, de uma contabilidade baseada em regras para uma contabilidade baseada em juízo. Essa é a consequência mais direta das mudanças introduzidas pelas Leis nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 e 11.941, de 27 de maio de 2009.

Como destacam Vieira Filho e Manente (2008, p.1): "O Brasil atravessa um período histórico de transição para um novo padrão de contabilidade empresarial que permitirá ao país uma completa harmonização com as normas internacionais de contabilidade, o que é essencial numa economia cada vez mais globalizada."

Os atos de fusão e incorporação são regidos pelos artigos 223 a 234 da Lei n. 6404, de 15.12.1976, alterada pelas Leis 11.638, e 11.941. Uma das principais alterações refere-se à inclusão do parágrafo terceiro ao artigo 226, de cunho contábil:

"A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de fusão, incorporação e cisão que envolvam companhia aberta." (redação dada pela Lei 11.941).

Com o objetivo de aumentar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações que a entidade fornece em suas demonstrações contábeis acerca de combinação de negócios e sobre seus efeitos, ficou estabelecido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 15, aprovado em 15 de julho de 2009, que a empresa adquirente deve, a partir da data de aquisição, reconhecer o valor justo dos ativos tangíveis e intangíveis, bem como das obrigações assumidas por conta da aquisição em suas demonstrações contábeis

individuais e consolidadas. Deve ainda ser calculado e reconhecido o ágio decorrente de expectativa de rentabilidade futura, definido como a diferença entre o valor pago ou compromissos a pagar, e o montante líquido do valor justo (ou valor de mercado) dos ativos e passivos da entidade e/ou negócios adquiridos.

Estabeleceu o CPC 15 ainda que, nas informações individuais da empresa adquirente, "[...] o montante do investimento adquirido decorrente de aquisição de participações societárias ou incorporação de ações deve ser registrado [...] segregado entre investimento e ágio." O investimento é representado pelo percentual adquirido aplicado ao valor justo do patrimônio líquido da empresa adquirida. A parcela desses valores justos (de mercado) que exceder o valor contábil (ressalte-se que na empresa adquirida estes valores estarão registrados por seus valores históricos) deve ser tratada como ágio decorrente de diferença entre valor de mercado e valor contábil, e a parcela que exceder os valores justos ou de mercado desses ativos deve ser tratada contabilmente como ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*).

Do ponto de vista contábil, até 2007, nos processos de incorporação, fusão e cisão não havia a necessidade da avaliação a mercado dos ativos e passivos. O usual era a manutenção do seu valor histórico contábil, e o ágio, pago com base em rentabilidade futura, era classificado contabilmente como ativo diferido. (VIEIRA; MANENTE, 2009).

A partir de então, conforme ressalta Natanael Martins (2008, p.372):

> Nos termos do parágrafo terceiro do artigo 226 da Lei do Anonimato, acrescido pela Lei 11.638/2007, nas operações de incorporação, fusão e cisão realizadas entre partes independentes e vinculadas à efetiva transferência de controle, os ativos e passivos da sociedade a ser incorporada decorrente de fusão ou cisão serão contabilizados pelo seu valor de mercado.

2.3.2 Aspectos Tributários

Conforme comentado no item anterior, para os casos de aquisição, a decisão de incorporar ou não a empresa adquirida apresenta impactos contábeis e tributários. Do ponto de vista tributário, devem ser analisados todos os aspectos potencialmente geradores de benefícios para cada situação, dado que as diferenças de tributação entre as duas possibilidades (incorporação ou não) podem ser significativas.

As operações de fusão, cisão e incorporação requerem tratamentos especiais do ponto de vista fiscal. A principal obrigação da pessoa jurídica incorporada, fusionada ou cindida e da incorporadora, salvo, neste caso, se as pessoas jurídicas, incorporadora e incorporada, estivessem sob o mesmo controle societário desde o ano calendário anterior, é encerrar um período-base na data do evento ou no máximo trinta dias antes da data de finalização da operação, procedendo à apuração do lucro real (OLIVEIRA, 2008, p.919). Entretanto, é importante registrar que, para feitos tributários, considera-se data do evento a data da deliberação que aprovar a incorporação, fusão ou cisão. Exige-se ainda, nesta data, a avaliação do patrimônio líquido da empresa a ser sucedida, que a partir de 1995, segundo artigo 21 da Lei 9.249/95, pode ser avaliado pelo valor contábil ou de mercado, sendo certo que a diferença entre valor contábil e valor de mercado deve ser submetida à tributação pelo imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, caso adotado esse critério. Para o adquirente ou subscritor da participação acionária, a diferença a maior entre o valor de aquisição do investimento e o de patrimônio líquido da investida, definida como ágio, que se constitui num importante ativo fiscal do comprador, teve seu tratamento alterado a partir da aplicação da Lei 11.638/2007.

A Lei 11.638/2007 trouxe novos métodos contábeis, que impactam diretamente o resultado contábil das empresas, que por sua vez é o ponto de partida para a apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (VIEIRA; MANENTE, 2008). A Medida Provisória 449, contudo, introduziu a segregação efetiva entre norma contábil e norma fiscal, de modo que não é mais automático que o legislador contábil interfira na tributação, e, da mesma forma, se houver mudança fiscal não haverá interferência automática na contabilidade.

Vieira Filho e Manente (2008) analisam as alterações ocorridas:

- **Tratamento do ágio até 31 de dezembro de 2007**:

De acordo com o artigo 20 do Decreto-Lei n° 1.598, de 26 de dezembro de 1977:

> O ágio deve ser entendido como a diferença positiva entre o custo de aquisição do investimento e o valor de patrimônio líquido na época da aquisição, sendo que o lançamento do ágio deverá indicar seu fundamento econômico que poderá ser: (a) valor de mercado de bens do ativo da investida superior ao custo contábil; (b) valor de rentabilidade futura da investida; ou (c) fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas.

Valor do patrimônio líquido: apurado com base em balanço ou balancete contábil, sem qualquer ajuste, com defasagem máxima de até dois meses em relação ao balanço da investidora.

Com relação ao item (b), valor de rentabilidade futura, as principais metodologias geralmente aceitas e utilizadas são: a abordagem financeira - métodos do fluxo de caixa e dividendos descontados; abordagem de mercado – análise de transações e empresas comparáveis; e abordagem de custo – valor contábil, contábil ajustado ou valor de liquidação. Dentre os métodos acima, os autores destacam que o método DCF "é reconhecido como um dos métodos que melhor traduz o valor econômico de um empreendimento." (VIEIRA; MANENTE, 2008, p.6).

Ainda segundo os mesmos autores, "o Decreto Lei 1.598/77 introduziu o tratamento contábil e fiscal do ágio diante da omissão da Lei 6.404/76", e determinou que o contribuinte indique seu fundamento econômico, sem fazer referência à ordem ou à necessidade de haver mais de um fundamento para o ágio.

Para o caso de ágio fundamentado no valor de mercado do ativo, o tratamento fiscal indicava seu acréscimo ao valor do bem para efeito de apuração de ganho ou perda de capital, amortização ou exaustão. Muniz e Castello Branco (2007, p.188, 189) citam como exemplo uma operação na qual uma empresa adquirisse um investimento em outra sociedade, pagando preço superior ao valor contábil de seu patrimônio líquido em razão desta possuir um imóvel cujo valor de mercado é superior ao valor contábil. O ágio gerado por este tipo de situação deveria, portanto, ser apropriado como custo de aquisição.

O tratamento para o ágio cujo fundamento fosse a expectativa de rentabilidade futura era o de permitir sua amortização à razão de 1/60 ao mês, no máximo e o ágio referente ao item (c) não se sujeitava a amortizações para fins fiscais.

Em 27 de março de 1996, a instrução CVM 247 passou a normatizar o tema, alterando o prazo de amortização do ágio decorrente de expectativa de rentabilidade futura para o prazo e extensão das projeções. Em 31 de julho de 1998 esta instrução foi alterada pela instrução CVM 285, que determinou que o ágio decorrente de expectativa de rentabilidade futura passasse a ser calculado em relação ao valor de mercado dos ativos e passivos da investida, e

não mais ao seu patrimônio líquido. Isso significa que foi criada uma ordem de subordinação na identificação do ágio, que primeiro deve ser justificado com base no valor de mercado dos ativos e passivos, para que a parcela excedente possa ser tratada como expectativa de resultados futuros, restando questões sobre a criação da exigência de uma ordem de subordinação do ponto de vista tributário (VIEIRA; MANENTE, 2008).

Os ágios decorrentes do fundo de comércio, intangível e outras razões econômicas (item c), não se sujeitavam a amortização para fins fiscais.

- **Tratamento do ágio a partir de janeiro de 2008:**

A partir dessa data, com o advento da Lei 11.638/2007, a Lei 6.404/76 sofreu importantes alterações. Ao alterar o artigo 177 da Lei 6404, a Lei 11.638 estabeleceu "a neutralidade fiscal dos lançamentos de ajuste para harmonizar as demonstrações financeiras com as disposições tributárias que conduzam à utilização de critérios contábeis diferentes." (VIEIRA; MANENTE, 2008, p.10).

Este artigo, contudo, sofreu nova alteração por meio da Lei 11.941/2009, que introduziu a segregação efetiva entre norma contábil e norma fiscal, podendo a empresa optar por manter, para apuração dos impostos (IRPJ, CSLL,PIS e COFINS), os critérios contábeis definidos pela Lei 6.404/76, vigentes até 31 de dezembro de 2007.

Foi estabelecido um regime tributário de transição (RTT), que contém dispositivos opcionais para o biênio 2008-2009 e obrigatórios a partir de 2010. O RTT prevê que os novos critérios contábeis não devem ter efeito para fins tributários. Desta forma, pode a empresa optar por manter, para apuração do IRPJ, CSLL, PIS e COFINS, os critérios contábeis definidos pela Lei 6.404/76, vigentes em 31 de dezembro de 2007.

O ágio sofreu uma mudança na sua definição do ponto de vista contábil, passando a ser definido como "a diferença a maior entre custo de aquisição e o valor justo líquido dos ativos e passivos identificáveis adquiridos e não se sujeita mais à amortização no prazo estimado das projeções", devendo ser testado pelo seu valor recuperável. Contudo, enquanto vigentes as regras do RTT, não há efeito para fins tributários, ou seja, sob esse ângulo, não há diferença em relação ao praticado até dezembro de 2007.

Isso significa dizer que os novos critérios contábeis que modifiquem o reconhecimento de receitas, custos e despesas não devem ter efeitos para fins fiscais, embora o lucro contábil sofra alterações decorrentes dos ajustes que visam alinhar a prática contábil brasileira aos padrões internacionais de contabilidade, tais ajustes devem ser expurgados para efeitos fiscais.

Como ressalta Natanael Martins (2008, p.372):

> Na verdade, no plano da legislação tributária, continuam vigentes as normas que permitem ao contribuinte a possibilidade de avaliação do acervo, para efeitos tributários, a valores de livros. [...] a necessidade de avaliação a mercado [...] é mais uma das regras exigidas no contexto da nova normatização contábil posta na Lei do Anonimato, que, sob a ótica tributária deve ter o caráter de absoluta neutralidade.

Vieira e Manente (2009) concluem que "[...] é provável que essa neutralidade deva se estender inclusive à amortização contábil do ágio."

Prejuízos fiscais:

A legislação tributária quanto ao tratamento de prejuízos fiscais sofreu diversas alterações. Oliveira (2008, p. 864) descreve tais mudanças:

> Até o exercício de 1980, a pessoa jurídica conservava o direito de compensar prejuízos fiscais das incorporadas ou fundidas. A partir do exercício financeiro de 1981 e até as operações realizadas até 31.12.1985, a sucessora das pessoas jurídicas fusionadas, incorporadas ou cindidas ainda podia compensar os prejuízos destas, desde que formados no próprio período-base do evento, além de poderem compensar os próprios prejuízos. Depois disso, a partir de 1988, passou a vigorar o regime proibitivo de transferência da possibilidade de compensação, que vigora até o presente.

Desta forma, explica o autor, somente a empresa incorporadora pode compensar seus eventuais prejuízos anteriores com lucros que venham a ocorrer após a combinação das empresas.

No caso de fusão, prejuízos fiscais não compensados das empresas fusionadas até os balanços levantados para efeito da transação deixam de ser compensáveis, e na incorporação prejuízos fiscais não compensados até o balanço da incorporação deixam de ser compensáveis.

Caso a empresa que será incorporada tenha prejuízos fiscais, sustenta-se que estes devem ser compensados sem limitação, quando possível, na última apuração de seu lucro real, que é feita para a incorporação, dado que não é possível transferir os prejuízos fiscais da empresa sucedida para serem compensados com lucros da sucessora.

Natanael Martins (2009) enfatiza: “a linha mestra para compensações de prejuízos fiscais, em caso de incorporação, fusão e cisão, exige duas condições cumulativas: manutenção do controle societário e manutenção do ramo de atividade.”

Além disso, embora a legislação tributária descreva hipóteses de perda da possibilidade de compensação de prejuízos fiscais em outras situações que não a de extinção da pessoa jurídica em razão de incorporação, fusão ou cisão, a contrário *sensu*, em demais situações de reestruturações societárias, a sua compensação é mantida. São eles (OLIVEIRA, 2008, p. 874):

> -se, entre o encerramento do período-base no qual há a apuração do prejuízo fiscal e o encerramento do período-base em que se deva processar a compensação, ocorrer modificação de controle, sem alteração de ramo de atividade, ou apenas modificação de ramo de atividade, e não de controle;
> - se houver modificação de controle e de ramo de atividade antes do encerramento do período-base em que ocorre a apuração do prejuízo fiscal ou depois do encerramento do período-base em que deva ocorrer a compensação;
> - no caso de apuração sucessiva de prejuízos em mais de um período-base, se houver modificação de controle e de ramo de atividades antes do encerramento de um ou mais desses períodos (neste caso não se pode dar a compensação dos prejuízos fiscais gerados nos períodos posteriores às duas modificações);
> - se houve modificação de controle antes da apuração do prejuízo fiscal ou após a compensação, e modificação de ramo de atividade entre a apuração e a compensação;
> - se houver modificação de ramo de atividade antes da apuração do prejuízo fiscal ou após a compensação, e modificação de controle entre a apuração e a compensação.

O objetivo dos legisladores brasileiros, ao colocar uma barreira à compensação de prejuízos fiscais, foi impedir o que à época tornou-se uma difundida prática de aquisição de pessoas jurídicas deficitárias, quase sempre inativas - as chamadas *shell companies*, por outras lucrativas com o objetivo único de reduzir a carga tributária desta pelo aproveitamento do prejuízo daquelas. O meio que o governo brasileiro encontrou para coibir essa prática foi condicionar a compensação à inexistência dos dois eventos referidos, que não precisam acontecer ao mesmo tempo, “[...] mas devem ocorrer cumulativamente entre o encerramento do período-base em que o prejuízo foi formado e o encerramento do período-base em que se dá a compensação.” (OLIVEIRA, 2008, p.869 e 874).

É mantida ainda a possibilidade de compensação de prejuízos fiscais no caso das chamadas “incorporações às avessas”, operação na qual uma empresa deficitária incorpora uma empresa lucrativa ou superavitária, que embora atípica não é vedada por lei.

2.3.3 Lei antitruste

Em 1962 foi criada no Brasil a legislação antitruste, baseada no *Sherman Act* norte-americano, que nomeou o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), cuja função era a de reprimir o abuso do poder econômico. A teoria antitruste preocupava-se então exclusivamente com a concentração de mercado, e era utilizada como a base econômica para análise de atos de concentração e práticas restritivas (GAMA, 2005).

A partir de 1994, com a aprovação da Lei de Defesa da concorrência (Lei n. 8.884/94), e a criação do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), composto pela Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), pela Secretaria de Direito Econômico (SDE) e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), passou a existir uma preocupação com a defesa da concorrência e com as eficiências econômicas, em busca de contrabalancear efeitos negativos com possíveis benefícios de redução de custos à sociedade (MINISTÉRIO DA JUSTIÇA, 2009).

O principal objetivo do SBDC é a promoção de uma economia competitiva por meio da prevenção e repressão de ações que possam limitar ou prejudicar a concorrência, sendo uma de suas atribuições o controle preventivo de fusões, aquisições e *joint ventures*[3]. Desta forma, operações de M&A estão sujeitas à aprovação por parte dos órgãos competentes, que emitirão parecer, sugerindo a aprovação dos processos de concentração que gerarem efeitos positivos líquidos para o bem-estar econômico; e a reprovação ou a adoção de medidas corretivas àqueles que gerarem efeitos líquidos negativos (GAMA, 2005).

Uma prática restritiva somente poderá gerar eficiências líquidas caso as eficiências econômicas dela derivadas compensem seus efeitos anticompetitivos. Efeitos negativos geralmente decorrem de eventual exercício de poder de mercado pela empresa concentrada, como aumento indiscriminado de preços, queda na qualidade dos produtos ofertados, baixa diferenciação dos produtos e redução dos investimentos em P&D, enquanto os efeitos positivos derivam de economias de escala, de escopo, de redução de custos de transação, entre

---

[3] *Joint venture* - empreendimento de dois ou mais sócios em uma nova empresa, sendo que os sócios continuam a existir com suas operações independentes.

outros, que podem proporcionar vantagens competitivas para as empresas participantes e para os consumidores (*ibid.)*.

A lei estabelece as infrações e a aplicação de multas quando consideradas cabíveis. As infrações à ordem econômica são definidas no seu artigo 20, e consistem em atos que produzam, ou objetivem produzir os efeitos de: limitar, falsear, ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; dominar mercado relevante de bens ou serviços; aumentar arbitrariamente os lucros; exercer de forma abusiva posição dominante.

Para a Lei 8.884/94 são consideradas infrações:
i) Aumento abusivo de preços, definido como aumento de preços não justificado pela mudança nos custos, considerando-se ainda a comparação com mercados similares;
ii) Abuso da posição dominante, sendo posição dominante definida como a manutenção de mais de 20% de participação no mercado relevante. Não são as empresas que detêm essa participação que são punidas, mas sim aquelas que abusam de tal poder de mercado;
iii) Formação de cartel, envolvendo colusão de preços, restrição de oferta de produtos, cooperação entre empresas e divisão do mercado;
iv) Venda casada;
v) Restrições verticais, como a imposição, por parte das empresas dominantes, de restrições a seus distribuidores (como, por exemplo, contrato de exclusividade e fixação dos preços de venda);
vi) Realização de preços predatórios, com fixação de preços mais baixos que seus custos; e, finalmente,
vii) Atos de concentração, tais como fusões, aquisições, incorporações e *joint ventures*, caso sejam danosos para a concorrência no mercado relevante.

Caso seja caracterizada a infração, o CADE poderá aplicar multas de 1% a 30% do faturamento bruto da empresa, além de outras punições, como licenciamento compulsório de patentes, cancelamento de incentivos fiscais ou subsídios públicos, dissolução de sociedades, transferências de controle acionário ou vendas de ativos. Além disso, como comenta Carvalhosa (2009, p.223), o controle do CADE "não é meramente formal, [...] na medida em que adentra o mérito destes negócios de concentração empresarial [...] e como consequência tem poder legal para desconstituir o negócio de fusão, cisão e incorporação de empresas."

As práticas restritivas horizontais consistem na tentativa de eliminar ou reduzir a concorrência, seja estabelecendo acordos entre concorrentes no mesmo mercado relevante com respeito a preços ou outras condições, seja praticando preços predatórios. O abuso de posição dominante também é uma prática que visa modificar a dinâmica de um determinado mercado. Em ambos os casos busca, de imediato ou no futuro, em conjunto ou individualmente, o aumento de poder de mercado ou a criação de condições necessárias para exercê-lo com maior facilidade (GAMA, 2005).

2.3.4 *Takeover* hostil

Muitas operações de M&A ocorrem por acordo entre os acionistas e os administradores das empresas em questão. Contudo, estas operações nem sempre são amigáveis. Elas podem ocorrer à revelia de parte dos gestores de ambas as empresas, e até mesmo em detrimento dos acionistas da empresa adquirida (BREALEY *et al.*, 2008).

Takeover (incorporação) hostil é a compra, usualmente no mercado acionário, de quantidade de ações suficiente para conferir maioria das ações ao comprador, que passa, portanto, a exercer o papel de acionista majoritário, detentor do controle da empresa. A operação ocorre contra a vontade, ou apesar de resistência da companhia adquirida (*ibid.*,2008).

Wasserstein (2000) ressalta que ofertas hostis podem ser extremamente caras, e que a disposição ou desejo de pagar um “prêmio” é crítico para o sucesso do negócio. Além do preço, três fatores não-financeiros são considerados fundamentais, a saber, a distribuição do capital acionário, a estrutura corporativa e a análise de possíveis defesas.

Wasserstein (2000), Brealey *et al*. (2008) e Rock (1994) consideram que companhias cujos administradores detenham alto percentual de ações, empregados sejam leais e acionistas detenham as ações por longo e próspero período são alvos difíceis para um *takeover* hostil. Companhias com problemas financeiros tendem a ser mais vulneráveis a tais tipos de ofertas e a contar com menos lealdade de acionistas e empregados.

A principal defesa contra ataques hostis é a preparação antecipada. Além de boas relações entre gestores e acionistas e elevado preço das ações, as melhores medidas a serem adotadas

passam pela definição de regras que dificultem investidas indesejadas. Ainda segundo os autores, são elas:

- “Supermaioria”- consiste em definir uma elevada maioria, geralmente da ordem de 80% para aprovação de uma *merger*.

- *Board* dividido em três classes, das quais apenas uma pode ser reeleita a cada por ano. Dessa forma, um acionista que passe a deter maioria das ações em um eventual *takeover* precisa esperar por duas eleições para deter maioria do *board*.

- Preço justo - *mergers* são restringidas, a não ser que um preço justo, determinado por fórmula previamente estabelecida ou avaliação, seja pago.

- Direito a voto restrito - acionistas detentores de quantidade de ações acima de percentual estabelecido não tem direito a voto a não ser que tal direito seja aprovado pelo *board*.

- Período de espera - é estabelecido um período de espera, que acionistas não desejados são obrigados a esperar antes que possam completar a transação.

- *Poison pill* - direitos conferidos aos acionistas existentes de compra de ações adicionais a preços substancialmente inferiores aos de mercado (“preços de barganha”), caso haja compra significante (usualmente 10 a 20%) de ações por parte de algum investidor. Com isso, a posição adquirida pode ser diluída.

- *Poison put* - detentores de direitos (ações ou títulos de emissão da companhia) podem demandar repagamento caso haja mudança de controle acionário como resultado de um *takeover* hostil.

- *Golden parachutes* – elevadas compensações contratuais estabelecidas para membros-chave da administração, em caso de troca de controle acionário. Existem ainda os *silver parachutes*, nos quais a compensação pode cobrir um maior número ou a totalidade de funcionários da empresa.

As formas de defesa mencionadas acima podem e devem ocorrer antes que a companhia receba uma oferta de compra. Duas outras são possíveis e permitem que a empresa busque defender-se de compradores indesejáveis após o recebimento da oferta. São elas:

- Reestruturação de ativos - compra de ativos que não sejam de interesse do potencial comprador indesejado.

- Reestruturação de passivos - emissão de novas ações ou recompra de ações de acionistas existentes com ágio (prêmio) para incentivar a venda por parte dos detentores.

2.3.5 *Leveraged Buy-Outs* (LBOs)

São operações que diferem de aquisições comuns não apenas na estrutura financeira da transação, mas também na forma pela qual o negócio é iniciado. Estas diferenças dão-se em três aspectos. Em primeiro lugar, numa operação típica de fusão ou aquisição, a transação é instigada pela administração ou pelos acionistas de uma ou de ambas as empresas envolvidas, enquanto num *buy-out* o iniciador da operação é frequentemente um terceiro, denominado *sponsor*. Segundo: a compra envolve elevado nível de financiamentos (endividamento), principalmente com a utilização dos chamados *junk bonds*[4] no caso do mercado americano, e terceiro, após a operação, a empresa deixa de ser de capital aberto, ou seja, suas ações não mais são negociadas no mercado de capitais. O controle acionário da empresa passa, portanto, a ser detido por um pequeno grupo de investidores, usualmente institucionais. Obviamente esta situação não necessariamente se mantém, sendo que, após um período, a empresa pode ou não retornar ao mercado de capitais, o que usualmente ocorre, especialmente nos casos das grande empresas (BREALEY, *et al.*, 2008; ROCK,1994, p.354).

O processo de fusões e aquisições é, segundo Rock (1994), um processo de transferência de riquezas. Tradicionalmente, contudo, os principais beneficiários desse processo tem sido os acionistas. Os administradores, embora desempenhem papel extremamente importante nas negociações, não tem participação relevante no que respeita aos eventuais benefícios financeiros da transação. No final dos anos 70 teve início um tipo de *buy-out* onde o grupo responsável pelo controle acionário passou a ser formado pelos administradores da companhia. Neste caso, a aquisição recebe o nome de *management buy-out* (MBO).

Nos anos 70 a 80, muitas operações de MBO's ocorreram, envolvendo preponderantemente divisões menores de grandes e diversificadas empresas, que, por não pertencerem ao *core business*, não recebiam a atenção devida e nem contavam com adequado comprometimento por parte dos executivos. Muitas das empresas formadas por meio destas operações alcançaram sucesso, favorecidas por maior envolvimento pessoal dos novos acionistas e impulsionadas pela sua necessidade de repagamento das dívidas que possibilitaram a concretização da transação.

---

[4] *Junk bonds*- Títulos de baixo valor e segurança, que oferecem altos rendimentos.

Nos anos 80, as operações de MBO's e LBO's envolvendo divisões de empresas deram lugar a operações de grandes e maduras corporações, como foi o caso do *takeover* da RJR Nabisco pela KKR (Kohlberg, Kravis and Roberts) em 1988.

2.4 Motivações para Fusões e Aquisições

De acordo com Rock (1994, p.17-18, 35-36) e Brealey *et al*. (2008), os principais motivadores para operações de M&A, são:

- Economias de escala - refere-se à de ganhos por sinergia ou por redução de operações "duplicadas", com redução de custos e consequente aumento de lucratividade.
- Economias de integração vertical – ganhos decorrentes de aumento de controle do processo produtivo. Ocorrem em operações que envolvem fusão ou aquisição de diversas empresas ao longo da cadeia produtiva (clientes e fornecedores). Uma das principais razões para integração vertical é a maior facilidade de coordenação e administração.
- Aumento de *market share*: aquisição de um concorrente, visando aumento de poder em termos de penetração no mercado e influência na determinação de preços.
- Sinergia – melhor uso de recursos complementares. Após a operação, cada empresa está obtendo algo de que necessitava, beneficiando a empresa formada. Uma operação de M&A pode representar maior eficiência e velocidade na obtenção de recursos/competências dos quais se necessita.
- Benefícios fiscais - uma empresa lucrativa pode adquirir prejuízos fiscais a seu favor, reduzindo sua carga tributária.
- Diversificação – objetiva reduzir o risco de concentração das atividades, seja em um maior número de setores ou regiões geográficas.
- Transferência de recursos - a interação entre a compradora e a empresa adquirida pode gerar aumento de valor por combinação de recursos escassos e redução da assimetria de informação.
- Excesso de recursos – nesse caso, uma empresa geradora de caixa e atuante num mercado maduro, adquire empresas que atuem em diferentes segmentos em busca de oportunidades de obter maior retorno de investimentos com potencial de maior rentabilidade. Para Brozen (1982, p.46), a principal razão para tais investimentos seria a percepção da possibilidade de obter vantagens pela compra de ativos mal geridos.
- Redução de custos - obtida por meio de eliminação de ineficiências.

Brealey *et al*. (2008, p.888-890) consideram diversificação, busca de redução de custos de financiamento e aumento de lucro por ação motivos questionáveis para fusões. Eles argumentam, utilizando-se de exemplos concretos, que pelo critério de avaliação de mercado, fusões ocorridas visando diversificação passaram a apresentar um desconto em seu valor por parte dos investidores, quando comparado ao valor da(s) empresa(s) antes da operação. Segundo esses autores, não há evidência que investidores paguem prêmio por companhias diversificadas, e que de fato, descontos são comuns.

Em relação à redução de custos de financiamento, os autores ponderam que, embora seja óbvia uma diminuição de custos de financiamento em decorrência de a empresa possuir maior porte após a fusão, a empresa gerada constitui-se numa maior garantia para a operação de financiamento, o que compensa e explica a redução de taxas.

Samuels e Wilkes (1996), da mesma forma que os autores mencionados acima, enumeraram nove motivos que podem explicar as causas de transações de M&A e gerar ganhos para as empresas. Aos motivos já elencados, os autores acrescentaram:

- poder de mercado - a maior participação de mercado aumentaria a eficiência da empresa;
- subestimação do real valor de uma empresa – trata-se da identificação de empresas subavaliadas, que consistem em oportunidades de investimento. O comprador poderá se beneficiar com futura valorização;
- entrada em novos mercados e novas indústrias - é a forma mais rápida de entrada em novos mercados e indústrias e pode proporcionar o tamanho crítico ou ideal para o entrante.

Ao avaliar as razões para operações de M&A, Wasserstein (2000, p.12-14) identifica cinco forças como motivadoras de praticamente todas as operações realizadas. São elas:

- a desregulamentação, que cria um ambiente propício para que as organizações busquem expansão;
- o desenvolvimento tecnológico e a globalização dos mercados;
- as flutuações de recursos no mercado de capitais, com excedente de capital em busca de alternativas atraentes de investimento, o que gera a redefinição da fronteira industrial das empresas;
- o estilo expansionista de executivos e
- o modelo mental que associa tamanho à medida de sucesso.

Analisando as forças identificadas por Wasserstein (2000), pode-se concluir que, exceto por questões pessoais, tais como estilo ou vaidade, a motivação fundamental que está na origem de cada uma destas forças é a busca de aumento de lucratividade por aumento de eficiência, o que pode significar expansão e crescimento, ou simplesmente capacidade de sobrevivência. Esta necessidade é causada pelo aumento das pressões competitivas decorrentes do mercado globalizado e dos avanços tecnológicos.

Cabe, contudo, ressaltar que uma operação de M&A tanto pode ser uma decisão estratégica, quanto pode derivar de outros fatores, tais como busca de glória e poder por parte de acionistas ou administradores. Segundo a teoria de maximização da utilidade gerencial, administradores tentarão aumentar seus benefícios, isto é, poder, satisfação no trabalho, salários ou bônus ou a redução do risco de perder seus empregos, o que pode ocorrer em detrimento da maximização de riqueza do acionista. Fusões e aquisições são potencialmente formas mais rápidas para se atingir tais objetivos, que estão usualmente atrelados ao crescimento para empresas, já que o prestígio que os administradores derivam de suas funções está mais diretamente relacionado ao tamanho e ao crescimento da companhia do que à sua lucratividade. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; LUBATKIN, 1983).

Outra motivação refere-se a *hubris*, que é a crença não necessariamente realista de alguns executivos de que eles podem gerir os ativos da empresa adquirida mais eficientemente que os administradores atuais.

Steger (1999), afirma que todas as motivações para M&A podem ser reunidas em dois grupos: tradicional, cujos objetivos relacionam-se à consolidação e expansão de mercado; e transformacional, que são as operações relacionadas ao desenvolvimento de novos modelos de negócios ou portfólio, ou ainda a mudanças de patamar das atividades.

Alguns autores, como Gregoriou e Renneboog (2007) afirmam que há três grupos de modelos teóricos por detrás dos principais motivadores para combinações de empresas:

- modelos neoclássicos - sugerem que tais atividades decorrem de choques industriais, econômicos, políticos ou regulatórios, e das relações entre estes choques e a disponibilidade de capital a baixos custos. Estes modelos explicam atividades de F&A por país e indústria, caracterizando os movimentos como ondas;

- modelos que propõem como *drivers* interesses pessoais de acionistas ou gestores, que por vezes superestimam a capacidade de geração de sinergias e criação de valor, ou uma reação ou imitação às ações de competidores (*herding*) e
- modelos presentes em artigos mais recentes, visualizam fusões e aquisições como resultado do desenvolvimento do mercado de capitais, com a hipótese que gestores utilizam-se de ativos supervalorizados (*bull market)* para adquirir ativos reais.

Outra forma de se agrupar as motivações para operações de fusões e aquisições seria considerar: *drivers* pessoais, como propõem Gregoriou e Renneboog (2007); *market drivers*, que seriam fatores macroeconômicos ligados a tendências e circunstâncias de mercado, tais como tendência de globalização ou diversificação, desempenho da economia global ou de um país em particular; e fatores de natureza microeconômica. Os fatores macroeconômicos, como ressalta Beinhocker (2006, p.97), emergem como resultado de comportamentos e interações microeconômicas.

No aspecto desempenho da economia, um bom desempenho ou período de euforia econômica, seja em um país em particular ou na economia global, tem como consequência natural a abundância de capital e a sofisticação dos instrumentos de financiamento. Dessa forma, parece razoável esperar impacto positivo para o mercado de fusões e aquisições em tais períodos. No outro extremo, uma recessão econômica, com consequente aperto de liquidez, e potencial deterioração financeira de algumas empresas, normalmente conduz a um rearranjo da economia, e embora possa configurar o surgimento de oportunidades de operações de aquisições, tende a afetar negativamente a atividade de F&A.

Os fatores microeconômicos englobariam as estratégias de maximização de lucro e situações particulares de empresas ligadas à gestão, abrangendo venda de empresas - seja por decisão estratégica de saída do negócio ou por dificuldades financeiras – e as decisões estratégicas elencadas por Brealey (2008) e Rock (1994), tais como economias de escala, aumento de *market share*, sinergia, etc.

Uma reflexão a respeito das considerações acima permite afirmar que, exceto nos casos onde a motivação para a operação de F&A seja relacionada a vaidades pessoais, ainda que as causas macroeconômicas tenham importante efeito como impulsionadoras para as operações, os fatores microeconômicos relacionados a decisões estratégicas das administrações estão

presentes e fornecem o racional para tais transações. Desta forma, a principal lógica para a compra ou fusão estaria, de alguma forma, relacionada à busca pela maximização de valor, seja por ganhos de escala, diversificação, busca de domínio de mercado ou simples ajuste ao mercado competidor.

Pesquisa realizada no Brasil por Barros (2003, p. 21-23) abrangendo 196 empresas, das quais 54% estiveram envolvidas em fusões, aquisições ou em ambos os processos a partir de 1995 revelou que 59% das operações foram motivadas por razões vinculadas ao mercado (aumento de participação, aquisição de marcas e penetração em novos mercados), 11,7% relacionaram-se a ganhos de escala, e 9,1 % mencionaram como principal motivação a oportunidade de investimento, dadas condições de preço extremamente favoráveis.

Outra pesquisa, realizada pela Deloitte no último trimestre de 2005 revelou que, no Brasil, o fator mais relevante na decisão da empresa a ser adquirida foi o setor de atuação, seguido pela participação de mercado da adquirida, indo de encontro às tendências observadas de consolidações setoriais. A pesquisa, da mesma forma que a realizada por Barros (2003), aponta como principal motivação para a compra, a busca de aumento de participação no mercado, isto é, melhoria de posição competitiva, e de criação de mecanismos de barreira para novos competidores, além de fatores como: possibilidade de ampliação do portfólio da empresa, por meio de produtos e serviços novos ou similares; aumento da capacidade produtiva; acesso a novos canais de distribuição ou novas fontes de suprimento e acesso a novas áreas de atuação (mercados ou países) de forma mais rápida do que seria possível via crescimento orgânico.

Um dado interessante observado pela Deloitte foi o fato de que, contrariamente ao que acontece nos mercados internacionais, as empresas brasileiras utilizam estratégias de financiamento baseadas em baixo endividamento e baixa emissão de ações: 78% das empresas utilizaram-se de capital próprio para financiar suas operações, o que, se por um lado revela boa saúde financeira, por outro lado pode refletir alguma dificuldade de acesso a crédito de longo prazo a custos atrativos e ainda a pequena participação das empresas nacionais no mercado de capitais: 65% das empresas que já participaram de processos de F&A não são empresas de capital aberto.

Considerando-se as fontes disponíveis de financiamento de longo prazo no Brasil, além de geração própria de caixa, restam as fontes externas e os fundos oficiais de crédito, em especial o BNDES. Apesar do importante papel desempenhado por esse organismo, pode-se afirmar que o país não conta com fontes que outros países desenvolvidos e economias emergentes têm à sua disposição, tais como disponibilidade de crédito de longo prazo no sistema bancário doméstico, e que o mercado de capitais, ainda que tenha apresentado expressivo avanço, não se constitui como parte relevante do financiamento das empresas do país, exceto para alguns segmentos (ALMEIDA, Júlio Gomes, 2009).

Com isso, o papel exercido pelo mercado de capitais e por instrumentos de financiamento como motivadores de operações de F&A parece apresentar menor relevância no Brasil quando comparado a outros países, em especial os desenvolvidos. O bom desempenho da economia por sua vez, se faz sentir pela capacidade financeira das empresas compradoras e pela participação de fundos de *private equity* no mercado de M&A. Outro aspecto constatado pela pesquisa que chama a atenção é a disposição revelada por parte de 59% das empresas que já participaram de processo de F&A de recorrer a uma nova operação desse tipo, caso sejam defrontadas com situação de acirramento da concorrência no seu setor de atuação, seja no mercado local ou internacional. Crescimento orgânico foi mencionado por 40% das empresas e apenas 13% admitiram a possibilidade de venda da empresa.

Esta pesquisa abrangeu ainda um universo de empresas que nunca participaram e algumas nem sequer consideraram operações de F&A. Dentre elas, 28% consideram o crescimento orgânico como a melhor estratégia de crescimento para seu setor de atuação, e 11% mencionaram a percepção de muitos e elevados riscos em F&A.

2.5 Histórico e Perspectivas de Fusões e Aquisições

2.5.1 Fusões e Aquisições no Mercado Mundial

1890 – o primeiro ciclo

Diversos autores testemunham que os primeiros registros de processos de fusões e aquisições datam do século XIX, quando estas operações foram responsáveis pela criação de grandes

empresas e conglomerados americanos, como Du Pont e General Eletric, contribuindo para o desenvolvimento de importantes setores da economia americana (MARKS; MIRVIS, 1998).

Historicamente, foram observados períodos com maior concentração de transações, seguidos por períodos de menor atividade, que passaram a ser chamados pelos diversos autores de "ciclos ou ondas". Estudos recentes documentam evidências empíricas da natureza cíclica destas operações (PETMEZAS, 2007), documentada pela primeira vez nos estudos de Golbe e White (1993). Auster (2002) define ondas como "períodos caracterizados por número relativamente elevado de *mergers* reportadas simultaneamente em diversas indústrias, onde a atividade se intensifica a taxas crescentes, e então cai rapidamente"[5].

O primeiro movimento iniciou-se por volta de 1890, e teve seu pico entre 1898 e 1902. Em muitos aspectos, este pode ser considerado o mais importante dos ciclos de operações de M&A, já que transformou muitos setores anteriormente caracterizados pela presença de grande número de pequenas e médias empresas, em setores com um pequeno número de grandes empresas em posição de liderança, ou seja, com forte efeito em concentração industrial e criação de alguns monopólios – mais de 75% das transações foram combinações horizontais (WASSERSTEIN, 2000, p.53).

Este foi um ciclo gerado pela depressão econômica, e o consequente aumento dos estoques das indústrias, e teve como principal objetivo consolidar a produção industrial e reduzir os níveis de competição (LAMOREAUX, 1988). De acordo com Brozen (1982, p. 6), neste ciclo as operações totalizaram US$ 6,3 bilhões.

A crise financeira que levou ao *crash* do mercado de ações de 1907 ocasionou o fim do ciclo em meados de 1905. Numa época de franca expansão industrial, especulação financeira mal sucedida levou à quebra de duas instituições, gerando uma corrida a bancos em Nova York e outras cidades americanas, e, como consequência, contração na oferta de crédito e forte queda na Bolsa de Nova York. O resultado foi um período de recessão de quatro anos (SMITHSONIAN, 2009).

---

[5] *We define waves as "periods of time characterized by relatively large numbers of mergers reported simultaneously in many industries where this activity intensifies at an increasing rate and then declines rapidly."*

Até 1910, as atividades de F&A permaneceram em níveis moderados, devido em parte ao ambiente que precedeu à primeira guerra mundial (GREGORIOU; RENNEBOOG, 2007). Em 1910, provavelmente em razão das tentativas de criação de monopólio ocorridas anteriormente, a legislação antitruste passou a se aplicada com maior vigor tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, de forma que a única alternativa de crescimento para empresas foi a busca de expansões verticais.

O mercado de fusões e aquisições cresceu de forma contínua, sempre em ciclos, porém com tendências em direções distintas.

1919 até anos 20 – a segunda onda

Há indicativos de uma segunda onda na década de 20, quando se registrou um forte movimento de integrações verticais, por compras de fornecedores, distribuidores e clientes. Indústrias como química, siderurgia, e petrolífera participaram deste movimento e apresentaram forte crescimento, tendo ocorrido mais de 4.600 fusões, envolvendo US$ 7,3 bilhões (BROZEN, 1982, p.6) entre 1926 e 1930, período no qual as 200 maiores empresas dos Estados Unidos passaram a responder por cerca de 50% da riqueza gerada pelo total de empresas do país (WASSERSTEIN, 2000, p.59). Segundo Nelson (1959), esse ciclo refletiu, em parte, a necessidade do surgimento de novas lideranças industriais, numa tentativa de restabelecer a concentração industrial atingida após a primeira onda de M&A, que teria sido diluída com o passar dos anos. Como resultado, foram criadas estruturas oligopolísticas, tendo surgido grandes conglomerados cujo principal foco eram as economias de escala.

Damodaran (2010) ressalta que essa onda coincidiu com o mercado em alta dos anos 20, quando empresas utilizaram as aquisições como forma de ampliar seu alcance nos novos mercados e expandir sua participação.

A fase de expansão foi afetada pela depressão econômica no final da década de 20, sendo que o ciclo de crescimento só foi retomado após a Segunda Guerra, quando as grandes empresas passaram a procurar novas alternativas para investimento e crescimento (MARKS; MIRVIS, 1998).

1950 até os anos 70 - a terceira onda

O terceiro movimento foi um produto da década pós-guerra. Há divergências entre os autores em relação ao período de início e duração deste ciclo: Nelson (1959) considera que essa onda tenha se iniciado em 1950, com maior atividade nos anos 1946-47 e 1954 a 56, e que tenha diferido dos dois primeiros movimentos por apresentar um pico menos pronunciado e por ter se espalhado ao longo de toda a década; Gregoriou e Renneboog (2007, p.2) comentam que "é amplamente aceito que a terceira onda teve início em 1950 e terminou em 1973 como resultado da crise do petróleo e subsequente recessão"[6], enquanto que para Wasserstein (2000, p.72), a terceira onda teve início nos anos 1960 a 70.

Se considerada isoladamente a década de 1950, tanto no volume de transações quanto em suas dimensões, o movimento do período foi claramente inferior em relação aos anteriores, não tendo, portanto a mesma expressividade em termos de nível de concentração industrial provocado (NELSON, 1959).

Na década de 60, de acordo como Sudarsanam (2003), as operações ocorridas nos Estados Unidos diferiram grandemente das observadas na Inglaterra: enquanto as primeiras focaram na criação de grandes conglomerados (Lipton, 2006, p.5; Damodaran, 2010), as últimas consistiram em integrações horizontais. Ressalte-se que nos Estados Unidos, regulações antitruste mais restritas não apenas dificultaram expansões horizontais, mas levaram a uma combinação de empresas de diferentes setores. Matsukasa (1996) destaca que alguns países, como Canadá, Alemanha e França , também experimentaram uma onda de diversificação nos anos 60, a despeito de não contarem com o tipo de regulamentação existente nos EUA. Gregoriou e Renneboog (2007) concluem que é provável que as companhias estivessem buscando, com a diversificação de suas atividades, formas de aumentar valor e reduzir a volatilidade de seus resultados. E destacam que esta é apenas uma das possíveis explicações para a terceira onda, que pode também ser atribuída a um mercado externo de capitais ainda pouco desenvolvido, a ineficiências da mão-de-obra, e/ou à série de mudanças sociais, tecnológicas e econômicas ocorridas à época.

---

[6] Tradução livre.

Para Brozen (1982, p.6), o pico de operações ocorreu entre os anos 1966 e 1970, atingindo um montante de US$ 46 bilhões.

Somente no ano de 1968, como relata Wasserstein (2000, p.73), 26 das 500 maiores corporações americanas desapareceram em operações de M&A, muitas delas adquiridas por empresas de menor porte. Quatro fatores, de acordo com o autor, contribuíram para o direcionamento de empresas em países como Estados Unidos e Canadá para diversificações de suas atividades:

- maior fiscalização das autoridades regulatórias sobre *merges* horizontais e verticais;
- crença pela comunidade intelectual de que "pessoas brilhantes podem gerir qualquer tipo de organização", e que "pode-se transferir habilidades gerenciais para indústrias não-relacionadas";
- crescente necessidade de crescimento em lucro e em preço por ação diante do aquecimento do mercado de ações; e
- a crença de que "tamanho é que importa", ou "quanto maior, melhor" por parte dos administradores da época.

Nos anos 70, destacaram-se operações como a compra da Montgomery Ward pela Mobil, que caracterizaram acordos realizados em decorrência de oportunidades financeiras. Essas operações marcaram uma mudança no escopo das operações existentes, pois não apenas envolviam a combinação de empresas tradicionais, como atingiam volumes acima de US$ 1 bilhão por operação. Nessa época, empresas conhecidas por seu conservadorismo passaram a participar de processos de M&A, o que resultou em ruptura de seus processos de gestão e mudanças de padrões culturais (MARKS; MIRVIS,1998). Embora os anos 70 possam ser considerados um período de recessão em termos de transações de M&A, segundo Wasserstein (2000, p.89), foi nessa época que operações de *hostile take over* se estabeleceram no cenário econômico. A estrutura de capital clássica de uma operação de LBO (*leverage buyouts*) foi designada de forma que o comprador fosse capaz de adquirir o maior volume de ativos com o menor nível possível de capital investido, sendo que os financiamentos eram efetuados com base nos ativos e no fluxo de caixa da empresa adquirida.

Muitos dos conglomerados formados no período mostraram-se ineficientes (TOWNSEND *et al*., 1997, p.34), e como resultado, nas décadas de 80 e 90 registraram-se as vendas e/ou cisões destas empresas, voltando portanto à formação de empresas com foco mais específico.

Década de 80 – o quarto ciclo

A partir de 1980, ocorreram grandes mudanças na economia mundial. Foi uma época marcada pelo surgimento de novas tecnologias de comunicação e informação, altos preços do petróleo, elevadas taxas de juros reais, liberalização dos fluxos internacionais de capitais, surgimento de novos instrumentos e mercados financeiros e desregulamentação dos serviços financeiros. Corporações em indústrias maduras, como óleo, pneus e cigarro, entre outras, encontravam poucas oportunidades de investimento em seu segmento de atuação, optando por usar seu excedente de caixa em diversificação de atividades (BREALEY; MYERS, 1996, p.942). Neste período, ocorreu ainda grande número de privatizações e de acordos entre empresas, alavancados pelo surgimento de técnicas de financiamentos estruturados, como os LBOs, e grandes operações *crossborders*[7] que marcaram a dinâmica das fusões/aquisições no período (WASSERSTEIN, 2000, p.95-96, 113 e 132).

Nos Estados Unidos, as consolidações deste período foram preponderantemente motivadas por fatores orientados para a sobrevivência. Houve redução da demanda por produtos no mercado interno, causada por recessão, e perda de *market share* por parte de produtores americanos, em decorrência da entrada de produtos de baixo preço de competidores internacionais, além de substituições de produtos resultantes de avanços tecnológicos. Seja pela redução da demanda global, ou pela perda de *market share*, a *performance* financeira de muitas indústrias historicamente bem sucedidas foi comprometida, às vezes em níveis preocupantes (ROCK, 1994, p.17). Com isso, foi observado também um grande volume de operações de "desinvestimentos": a quarta onda parece ter sido, em parte, resultado de ineficiências criadas pelas diversificações da terceira onda. Conglomerados começaram a ser vistos como estruturas pesadas e incapazes de reagir rapidamente a choques causados por alterações na legislação, eventos políticos ou mudanças na economia, e as empresas começaram a ver benefícios em "refocarem" em seus *core businesses.*

Damodaran (2010, p.678) afirma que, nesse ciclo, empresas foram adquiridas fundamentalmente para reestruturação de ativos e recapitalização.

---

[7] *Cross borders* – transnacionais.

Gregoriou e Renneboog (2007) consideram que os *drivers*[8] do ciclo foram os choques industriais, tendência a redução do tamanho das empresas em busca de agilidade, aumentos de controles e exigência de transparência da informação, além de foco na maximização do valor para o acionista. Na avaliação de Townsend *et al*.(1997), o foco da estratégia das transações deste ciclo foi a coordenação de negócios visando aumento de geração operacional de caixa.

No final dos anos 80, mais precisamente a partir de 1989, o ambiente deixou de mostrar-se favorável a operações de F&A, em razão do desaparecimento de muitas das empresas consideradas "alvos" para tais transações, pelo declínio de interesse e recursos no mercado de *junk bonds*, e pela mudança de percepção com relação aos custos associados a operações de M&A, mesmo nos casos considerados bem sucedidos. Além disso, a legislação americana tornou-se mais conservadora com relação a estas operações, numa reação aos considerados "abusos" ocorridos em momentos de pico do movimento.

1990 a 2000 - o quinto ciclo

O declínio em atividades de fusões e aquisições foi temporário, sendo que em meados da década de 90, a partir de 1993 já se observava nova onda de operações (BREALEY; MYERS, 996, p.942). Para Wasserstein (2000), Gregoriou & Renneboog (2007), Lipton (2006) e diversos outros autores, essa foi a quinta onda. O volume financeiro envolvido nestas transações cresceu substancialmente no período, tendo sido observado um movimento de grandes empresas unindo-se a outras de portes semelhantes.

De acordo com dados da Thomsom Financial Securities Database, os Estados Unidos tiveram cerca de 119.000 operações de M&A, e a Europa cerca de 117.000, enquanto a quarta onda teve 34.000 operações nos Estados Unidos e 13.000 na Europa. Em volume de recursos, o quinto ciclo atingiu cerca de US$ 20 trilhões, mais que cinco vezes o total observado no ciclo anterior.

Nove dentre as dez maiores transações da história foram anunciadas nos anos de 1998 e 1999. Cortes em despesas com defesa por parte do governo americano levaram à consolidação de

---

[8] *Drivers* – motivadores, direcionadores.

grandes empresas do setor, e o surgimento de novas tecnologias levou a diversas transações nas indústrias de comunicações e entretenimento, além do surgimento das operações internacionais. As integrações horizontais continuaram sendo as predominantes, porém verificaram-se também integrações verticais, e as chamadas integrações concêntricas, nas quais a base para a aquisição é a busca de competência(s) que se deseja absorver (WASSERSTEIN, 2000, p.190).

Merecem destaque o volume de operações ocorridas na Europa, de dimensão quase semelhante ao observado nos EUA, o surgimento de um forte mercado de operações de *takeover* na Ásia e o volume das operações no período que foram transações *cross borders,* refletindo o aumento da globalização do mercado de capitais.

Com o aumento da competição externa, empresas americanas viram-se compelidas a considerar operações de *takeover* envolvendo outros países como medida estratégica para sua sobrevivência. O pensamento estratégico norteou as operações do período, no qual as principais preocupações passaram a ser consolidação, globalização e competitividade (LIPTON, 2006).

Nos anos 90, de acordo com Damodaran (2010), as operações nos Estados Unidos ocorreram preponderantemente nos setores de telecomunicações, entretenimento e serviços financeiros, e se caracterizaram em consolidações, que objetivavam atender aos desafios tecnológicos e do novo mercado, deslocando-se, ao final da década, para setores de alta tecnologia e da Internet.

Operações de LBO tiveram grande relevância nesse ciclo. Depois da fase de transações cujo foco eram empresas mal geridas que marcou o início destas operações, de mudanças na legislação e de uma redução no apetite do mercado para financiamentos envolvendo elevado nível de alavancagem, no início dos anos 90 desenvolveu-se um novo modelo de LBO's (WASSERSTEIN, 2000, p.190), no qual os retornos passaram a ser obtidos não mais por meio de mudanças na estrutura de capital, mas via crescimento dos negócios e de lucros. A estratégia de saída para os investidores continuou sendo a venda do negócio, seja por operações de IPO, seja por venda a compradores estratégicos.

No ano 2000, operações de M&A atingiram volume recorde de US$ 3,4 trilhões, um crescimento de 50% sobre os US$ 2,3 trilhões verificados em 1999, com um número de

acordos efetivados da ordem de 30.000. Pelo menos 50% de tais transações ocorreu nos Estados Unidos, com destaque para a operação da AOL - Time Warner e a compra da Warner Lambert pela Pfizer (THOMSON FINANCIAL, 2009).

A atividade de fusões e aquisições nesta onda, de acordo com a Thomson Database, ocorreu primariamente "intra-indústrias", tendo como principal motivação o crescimento necessário para participar em mercados globalizados. Gregoriou e Renneboog (2007) ressaltam que, para crescer, empresas necessitam de recursos, que foram obtidos no período por meio de um mercado de capitais vigoroso (*bull market*), quando se convivia com ampla disponibilidade de crédito, e baixas taxas de juros. Desta forma, para os autores, a quinta onda pode ainda ser vinculada ao desempenho da economia e dos mercados de capitais, bem como à desregulamentação dos mercados, inovações tecnológicas, busca de redução de custos e às privatizações ocorridas.

Entre 2001 e 2003, os volumes anuais transacionados ficaram abaixo do nível de 2000, porém ainda demonstrando tendência de crescimento ano a ano. Os fatores apontados como possíveis responsáveis pela redução de volume no período foram os ataques terroristas ocorridos em 2001, e o estouro da bolha de negócios da Internet.

2003: o início da sexta onda?

A partir de 2003, observou-se incremento das atividades de fusões e aquisições nos Estados Unidos, Europa e Ásia, o que pode configurar-se como a sexta onda, de acordo com Lipton (2006), Gregoriou e Renneboog (2007). Segundo os autores, esse ciclo teria sido impulsionado pela recuperação do mercado, depois da queda verificada em 2000.

No gráfico 1, que mostra o comportamento cíclico das operações de M&A desde 1890 até o ano de 2009, pode-se visualizar o que os autores caracterizam como a sexta onda.

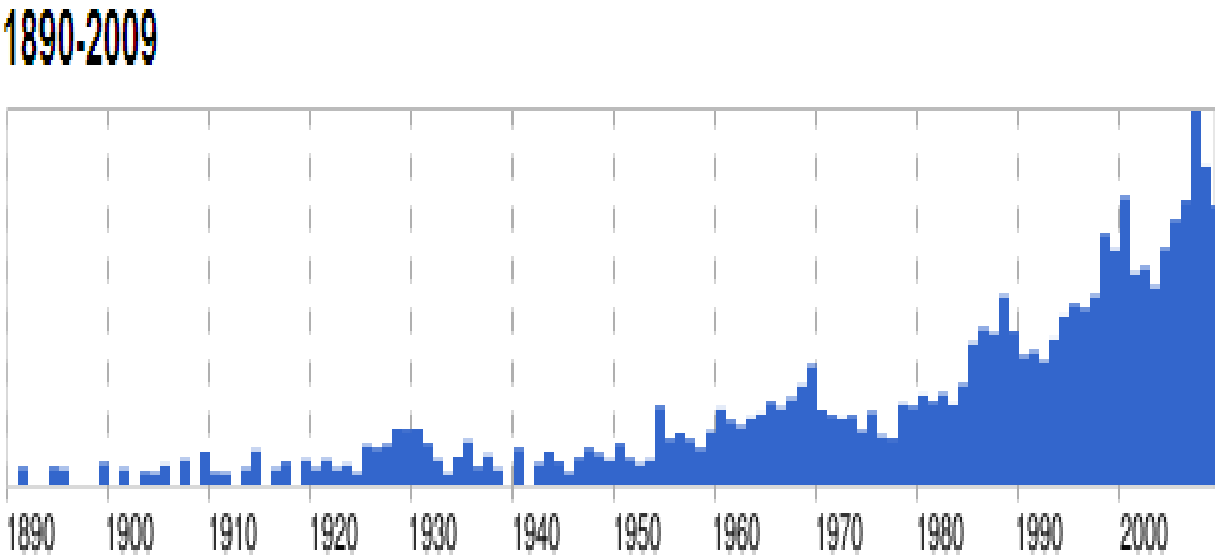

Gráfico 1: Transações de Fusões e Aquisições Mundiais 1890 a 2009 (em US$ bilhões)

FONTE: News Archives, 2009.
Disponível em <http://www.google.com/archivesearch?q=M%26a+history&ie=UTF-8&oe=UTF-8&btnG=Search+Archives.> Acesso em: 03/11/2009.

Dados da Thomson Database reportam aumento de 71% nas atividades de M&A em 2004 se comparadas a 2002, atingindo um volume da ordem US$ 1 trilhão nos Estados Unidos. Na Europa, o volume de operações atingiu US$ 760 bilhões em 2004, contra US$ 517 bilhões em 2002, com grande relevância das operações *crossborders*.

No ano de 2005, segundo dados da Thomson Financial, o volume de operações de M&A no mercado mundial foi o maior dos últimos cinco: US$ 2,7 trilhões, e o número de transações aumentou menos, de 31,4 mil em 2004 para 32,5 mil em 2005, sinalizando um ano marcado por transações de porte superior ao ano anterior.

Os EUA continuaram a liderar o mercado mundial de fusões e aquisições, com o volume de US$ 1,1 trilhão em transações anunciadas e o segundo maior mercado no ano foi a região da Europa Ocidental, com negócios de US$ 936 bilhões.

Em 2007, o volume de operações atingiu o valor recorde de US$ 4,4 trilhões, um aumento de 24% sobre o recorde anterior de 2006 (AGÊNCIA REUTERS, 2007), favorecido por liquidez nos mercados conjugada com escassez de alternativas de investimentos com maior potencial de retorno, tendência de redução das taxas de juros, e fácil acesso ao crédito. Em 2008,

segundo a mesma fonte, finalizando um período de cinco anos de crescimento, o volume de transações de M&A reduziu-se em cerca de 30%, atingindo US$ 3,06 trilhões, retornando a patamares próximos aos do ano 2000. A crise financeira global, com o desaparecimento de importantes instituições financeiras e consequente escassez de crédito, e o fraco desempenho do mercado acionário afetaram a capacidade de financiamento das empresas, provocando a retração observada das operações de aquisições. No primeiro semestre de 2009, as operações atingiram US$ 941 bilhões, uma queda de 40,2% em relação à igual período no ano anterior e o mais baixo nível de atividades para a indústria no primeiro semestre desde 2004.

Não há dúvida de que o crescimento da economia mundial, com excedente de capital e baixas taxas de juros, tenha sido um fator determinante para o desempenho excepcional do mercado de M&A. Contudo, Gregoriou e Renneboog (2007) afirmam que ainda não se pode concluir sobre as principais motivações para esta onda, e ressaltam alguns aspectos que parecem ter contribuído para sua ocorrência: os eventos de setembro de 2001 ocasionaram atraso de algumas operações, que ocorreram em anos posteriores; os governos, especialmente na China, passaram a vender ações de importantes companhias, aumentando o número de empresas potenciais para aquisição; algumas empresas fortaleceram seus caixas devido ao mercado favorável, e passaram a buscar oportunidades de expansão e o forte crescimento de investimentos *private equity* em setores como o imobiliário e varejo.

Em sua pesquisa publicada em 2006, a Deloitte Touche Tohmatsu ressalta “um movimento de consolidação em todos os segmentos, com o objetivo de aumentar receitas, expandir a base de clientes e diminuir custos por meio de sinergias e ganhos de escala.”

O quadro 1 apresenta um resumo das ondas de F&A no mundo.

Onda	Período	Tipos predominantes	Motivos / Objetivos
1ª.	1890-1905	**Horizontais**	Consolidação da produção industrial e redução da competitividade.
2ª.	1919-1929	**Verticais**	Economias de escala
3ª.	1950-1970	**Horizontais** **Conglom.**	Integração horizontal - Inglaterra Criação de conglomerados - EUA, Canadá, Alemanha e França.
4ª.	1980-1989	**Horizontais**	Reestruturação de ativos e capitalização Coordenação de negócios visando geração operacional de caixa.
5ª.	1990-2000	**Todas**	Crescimento, necessário para participação em mercados globais.

Quadro 1: Ondas de Fusões e Aquisições no mundo

Produção do autor.

Observa-se que essas operações são impactadas e refletem as tendências ou as crenças dos administradores nas diferentes épocas: a primeira onda ocorreu num momento em que se enfatizava a importância de tamanho e de escala. Foi marcada, preponderantemente, por operações horizontais e teve forte efeito de consolidação industrial. Como consequência, observou-se a atuação da legislação antitustre, em especial nos Estados Unidos, que inibiu em parte as operações horizontais, isto é, intra-indústrias. Com isso, na segunda onda predominaram as transações verticais e na terceira surgiram os conglomerados, muitos dos quais mostraram-se ineficientes, resultando num período de desinvestimentos pela crença de que "menor é mais ágil e eficiente" e pela ênfase das empresas em refocar em seus *core businesses*. Na quinta onda reapareceram as operações horizontais, com foco em reestruturação e geração de caixa.

No momento atual, as tendências apontam para uma volta às grandes corporações, possivelmente como reflexo de preocupações com globalização e competitividade, levando a um alto grau de consolidação industrial. A se confirmar a sexta onda, comentada por diversos autores, as transações horizontais deverão ser as preponderantes.

2.5.2 Fusões e aquisições no Mercado Brasileiro

No Brasil, o histórico de operações de fusões e aquisições pode ser considerado recente. Só na década de 1990, que representou o início de uma nova era econômica, em que o país deixou de ser uma economia fechada e sem competitividade para se tornar uma economia globalizada, as operações de M&A passaram a ter mais representatividade no cenário econômico, a partir da maior abertura do país para o mercado global. Anteriormente a esse período, tais transações ocorriam em menor escala, e concentravam-se em alguns setores, como é o caso do setor bancário, cujo crescimento, em especial nas décadas de 60 e 70, deu-se por meio de um processo de concentração e centralização calcado em fusões e aquisições.

A concentração bancária no Brasil remonta ao final da década de 1940. Macarini (2007, p.7) avalia que "a concentração bancária observada de 1945 a 1964 – quando o número de bancos (exclusive Banco do Brasil) passou de 509 para 328 – refletiu em medida considerável a extrema fragilidade de uma parcela expressiva do sistema." À época, comenta o autor, fase inicial da industrialização brasileira acompanhada por longo período inflacionário e proliferação de atividades especulativas, surgiu um grande número de pequenos bancos com frágil estrutura de capital, que desapareceram sem que os bancos mais sólidos se interessassem em sua absorção, a despeito de alguns incentivos oferecidos pela política econômica.

Em 1964 e 65 houve a reestruturação do mercado financeiro, com as reformas do sistema bancário e do mercado de capitais, que instituíram o sistema de correção monetária, reformularam o sistema de intermediação financeira no país, e disciplinaram o mercado de capitais. No período, foram criados o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. De 1967 a 1973, a política bancária conduzida pelo então ministro Delfim Netto levou a pronunciadas tendências de concentração no segmento dos bancos, resultando na formação de conglomerados financeiros (MACARINI, 2007, p.2).

O autor ressalta:

> Os bancos comerciais foram estimulados a engajar-se num processo de concentração, explicitamente apoiado pelas autoridades com base na crença (empiricamente duvidosa) da existência de economias de escala que permitiriam reduzir duradouramente os custos operacionais, pré-condição para uma queda consistente dos juros […].

Com isso, houve nova redução do número de bancos privados, que caíram para um total de 81 em 1974, segundo Rodrigues de Paula (1998), o que se deu em boa medida como resultado da política de fusões e incorporações instituída pelo ministro.

Em setembro de 1988, por meio da Resolução n° 1.524 do CMN, que extinguiu a exigência da carta-patente e criou os bancos múltiplos, foi realizada nova reforma bancária no Brasil, com a desregulamentação do sistema financeiro e o fim da compartimentação legal que existia até então (*ibid*, p.5). Após a referida legislação, houve forte expansão do sistema bancário fazendo com que o número de bancos mais que dobrasse, alcançando 244 bancos em dez/1994 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Após a crise do México de 1995 e a crise asiática de 1997, o governo brasileiro implementou um programa de ajuste no setor bancário, reestruturando o sistema com diversas liquidações e privatizações de bancos públicos, incentivando a fusão, incorporação e transferência de controle acionário de bancos privados e permitindo a entrada de instituições estrangeiras para comprar bancos "problemáticos". Essas medidas provocaram uma onda de fusões e aquisições bancárias, cujo pico ocorreu em 1997 (FARIAS; PAULA, 2009).

A despeito das operações ocorridas em setores tais como o bancário, a Revista FAE Business (2009) e diversas outras fontes atribuem o início do processo de F&A no Brasil à década de 90: "Esse processo iniciou-se nos primeiros anos da década de 90, de uma forma tímida", dificultado pelos elevados níveis de inflação, e consequente dificuldade de planejamento por parte das empresas. No período, houve redução de barreiras existentes à entrada de capital estrangeiro, redução de tarifas de proteção às indústrias nacionais e um fortalecimento do processo de privatizações, considerado impulsionador das fusões e aquisições no país (HÉAU, 2001). Soma-se a isso o fato de que muitas empresas familiares passaram por mudanças de geração, nas quais os herdeiros não necessariamente se interessaram pelos negócios, ou sentiram-se incapacitados para gerí-los, resultando na necessidade de sua profissionalização, sua reorganização ou venda.

A economia brasileira, por sua vez, passou gradativamente a apresentar um melhor desempenho, especialmente em decorrência da estabilidade, exercendo maior atratividade para investidores estrangeiros. Entre 1990 e 1994, 32% dos negócios efetivados no país envolveram capital estrangeiro, contra 52% no período de 1995 a 99 (REVISTA FAE

BUSINESS, 2009). Segundo dados da KPMG (2005), de 1994 a 2004, 58% das operações de fusões e aquisições no Brasil envolveram capital estrangeiro. Observa-se ainda o crescimento gradativo do número de transações efetuadas e dos valores envolvidos: em 94 foram 294 processos, e em 2000, 624 processos, segundo dados da Pricewatherhouse Coopers.

O ano 2000 foi recorde de operações se comparado aos anos anteriores, com forte influência de negócios relacionados à Internet, que totalizaram 18,6% do total de operações, sendo ainda destaque no ano a forte atuação de investidores estrangeiros. Dados da Thomson Financial reportam que, somente no ano de 2002, estas operações totalizaram US$ 12 bilhões no Brasil, o que correspondeu a quase metade das transações realizadas na América Latina.

No ano de 2003, período de transição política no Brasil, os cenários macroeconômicos local e internacional apresentaram-se desfavoráveis. Com isso, os investidores estrangeiros focaram em seus países de origem e não atuaram externamente, como fizeram no ano anterior. Desta forma, todas as modalidades de transações apresentaram queda, com as atividades de fusões e aquisições decrescendo 15% em relação ao ano anterior, e maior impacto nas *joint ventures*, normalmente associadas a um primeiro passo para a entrada de multinacionais no país (Relatório de Fusões e Aquisições PwC 2003). No último trimestre do ano, porém, já era observada a tendência de crescimento que se confirmou em 2004: as transações cresceram 17% no trimestre em relação à igual período em 2002. A recuperação se deu principalmente em operações de aquisição de controle e compra de participações minoritárias, fortemente associadas aos investimentos nacionais, pois embora o ambiente tenha melhorado a partir do último trimestre de 2003, os investidores estrangeiros não voltaram a atuar como no passado.
Analisando-se os números de transações e a participação de capital externo versus capital nacional, fica claro que a queda verificada em 2002 e 2003 deveu-se preponderantemente à diminuição da participação do capital estrangeiro, que se reduziu em 53%, enquanto as operações com capital nacional reduziram-se em 26%. Nas aquisições e compras em 2003, os investidores nacionais estiveram presentes em 68% dos casos (65% em 2002 e 54% em 2001).

Em 2004, quando se verificou crescimento de 23,4%, a retomada dos negócios foi marcada pela volta dos estrangeiros ao país e pelo anúncio de transações de grande porte no segundo semestre do ano: foram anunciados 38 negócios acima de US$100 milhões, frente a 22 negócios em 2003 e 26 negócios em 2002. A participação estrangeira atingiu 43% das transações, contra 32% no ano anterior e concentrou-se em operações de compra de controle,

indicando a intenção de se consolidar no país por um prazo maior. Parte significativa das *joint ventures*, que apresentaram crescimento de 63% no número de negócios em 2004, esteve associada à formação de parcerias para a participação em leilões públicos.

Do ponto de vista macroeconômico, o aquecimento das operações de M&A pode ser atribuído ao reaquecimento da economia global e à consolidação de um cenário econômico interno mais favorável, dois anos após a eleição presidencial. Graças ao maior controle da inflação e do *déficit* público, contas externas equilibradas devido ao aumento das exportações e redução das taxas de juros praticadas internamente, a economia do país passou a apresentar melhores perspectivas de crescimento, levando a uma redução na percepção do risco país. Consequentemente, as compras por investidores estrangeiros, com preferência por aquisição de controle, cresceram 42%.

Em 2005, apesar de leve redução no número de transações ocorridas, os valores envolvidos evoluíram positivamente: foram anunciados 33 negócios com valor superior a US$ 100 milhões, com valor médio por transação de US$ 328 milhões, um aumento de 25% em relação a 2004, quando o valor médio deste tipo de transações foi de US$ 262 milhões. No ano, houve 271 compras de participações controladoras e não controladoras, das quais 103 divulgaram o valor: US$ 11,2 bilhões. A transação de maior valor foi a compra de 100% das ações da argentina Loma Negra pela Camargo Corrêa, que totalizou US$ 1,0 bilhão (Relatório F&A- PwC 2005).

O movimento de 2006, ainda de acordo com a fonte, foi de 51% superior ao do ano anterior, com 389 compras de participações controladoras e não controladoras, das quais 140 divulgaram valor: US$ 40,7 bilhões. Comparado aos anos anteriores, o número de transações só não foi maior que os de 2000 e 2001, quando houve forte influência de negócios de menor porte, envolvendo a Internet. A transação de maior valor foi a aquisição de 86,6% da Inco pela Companhia Vale do Rio Doce envolvendo um total de US$ 14,9 bilhões.

As *joint ventures*, no ano, foram impulsionadas principalmente pelos negócios envolvendo investidores nacionais nos setores de Construção/ Incorporação e Açúcar e Álcool. Desde 2003, o número de *joint ventures* evoluiu positivamente, indicando que o mecanismo se mostra viabilizador de crescimento, especialmente entre empresas nacionais, diferentemente

do uso deste mecanismo na década de 1990, quando o principal foco eram os testes de mercado por empresas estrangeiras antes da realização de investimentos mais relevantes.

Ao lado de transações em que empresas multinacionais adquiriram nacionais, em 2006 ocorreram diversos negócios importantes no sentido inverso, com aumento expressivo deste tipo de movimentação. Isto foi facilitado pelo real mais valorizado, que aumentou o poder de compra das empresas nacionais. Houve ainda muitos casos de empresas brasileiras comprando outras também situadas no Brasil, porém de acionistas estrangeiros. Em alguns destes casos, a queda do risco Brasil e a melhor precificação das ações de empresas de capital aberto nas bolsas de valores brasileiras desempenharam importante papel.

O forte crescimento e a valorização das bolsas de valores viabilizaram a realização de um número sem precedentes de IPOs[9] sendo que diversas empresas utilizaram os recursos captados para fazer aquisições. Em outros casos, a valorização e a maior liquidez das bolsas permitiu que ações de emissão de empresas de capital aberto fossem utilizadas como moeda de pagamento de aquisições efetuadas, além da venda de participações dos fundos de *private equity*. A intensidade no fluxo de investimentos estrangeiros, ainda inferior ao nível desejado e ao dos demais países do BRIC's[10], demonstrava relativo conforto dos investidores com a economia brasileira.

Segundo o relatório de Fusões & Aquisições no Brasil divulgado pela PriceWaterhouseCoopers – PwC, durante 2007 o número de transações apresentou um aumento de 25% em relação a 2006, atingindo 718 transações e um crescimento médio anual de 36% nos dois últimos anos. Este total configurou-se como o maior número de transações já registrado no Brasil, superando a máxima histórica do ano 2000, o que se torna ainda mais significativo se considerado que os resultados naquele ano foram impactados por grande número de pequenos negócios ligados à bolha da internet. De acordo com dados da mesma fonte, o volume de transações no ano foi de US$ 58,8 bilhões.

---

[9] Initial Public Offering

[10] BRIC's: bloco de países emergentes: Brasil, Rússia, Índia e China.

A estabilidade econômica, a forte liquidez internacional, a queda na taxa de juros e o crescimento do número de empresas com ações negociadas na Bovespa são mencionados como quatro dos principais fatores que explicam um dos momentos mais favoráveis para os movimentos de fusões e aquisições (PwC, 2009). Dessa forma, 2007 consolidou-se como um ano recorde, seja em número de operações, seja em volumes de recursos envolvidos, o que parcialmente se constitui num reflexo da confiança dos investidores no mercado local.

Este crescimento foi calcado na participação de capital nacional, que cresceu 68,5 % em relação a 2006 e foi responsável por 68% do total de operações. Destaque ainda para operações de aquisição de controle, que passaram de 52% para 62% dos negócios anunciados. O capital estrangeiro teve sua participação reduzida para 32% das transações, e as *joint ventures* reduziram-se pela primeria vez desde 2003.

Os setores de maior destaque foram alimentos e construção civil. No setor alimentos, destacaram-se operações envolvendo compra e união de usinas de açúcar e álcool, segmento no qual observou-se a consolidação da entrada de capital estrangeiro e frigoríficos, que passa por um processo global de consolidação. Na construção civil, *joint ventures* como as protagonizadas por Rossi Residencial, e Gafisa, foram responsáveis pelo aumento de 39% das transações do segmento (PORTAL DA ADMINISTRAÇÃO, 2009).

A tendência de aumento de operações de F&A se justifica tanto pela busca de crescimento por parte das empresas, quanto em decorrência do crescimento da economia mundial, com consequente aumento da liquidez financeira, que resultou num aumento da demanda por opções de investimento.

Soma-se a isso o fato de as oportunidades de investimento nas economias mais desenvolvidas, como Europa e Estados Unidos, oferecerem um menor grau de atratividade, já que o retorno esperado nestas economias tende a ser menor que nos chamados países emergentes. Investidores situados em mercados maduros, com destaque para os norte-americanos, estão crescentemente voltando suas atenções para fora do seu ambiente doméstico, uma vez que estão cientes da significativa melhora da relação risco-retorno que a diversificação global dos investimentos pode gerar em suas carteiras.

Destaca-se ainda no ano o aumento da participação dos fundos, que passaram a participar de negócios maiores, comprando o controle ou até a totalidade das empresas.

Em 2008, ano da crise financeira internacional, foi atingido novo recorde de transações, de US$ 95 bilhões, com destaque para grandes transações entre empresas brasileiras, como Itaú e Unibanco, e a fusão das Bolsas de Mercadoria e Futuros – BMF e da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Em 2009, dados da PwC reportaram número de transações levemente inferior ao observado no ano anterior, o que se justifica em parte pela crise econômica e em parte pelo fato de que o ano de 2008 contou com operações de grande vulto. Cabe ressaltar a preponderância da participação de capital nacional, com 58% das operações no ano.

Acredita-se num cenário favorável para o mercado de fusões e aquisições no médio prazo, em sintonia com a tendência mundial, que deverá ser impactado pelo desempenho da economia.

O gráfico 2 apresenta o desempenho das transações de F&A no Brasil a partir de 1994, demonstrando o comportamento cíclico e a tendência de crescimento ao longo do período.

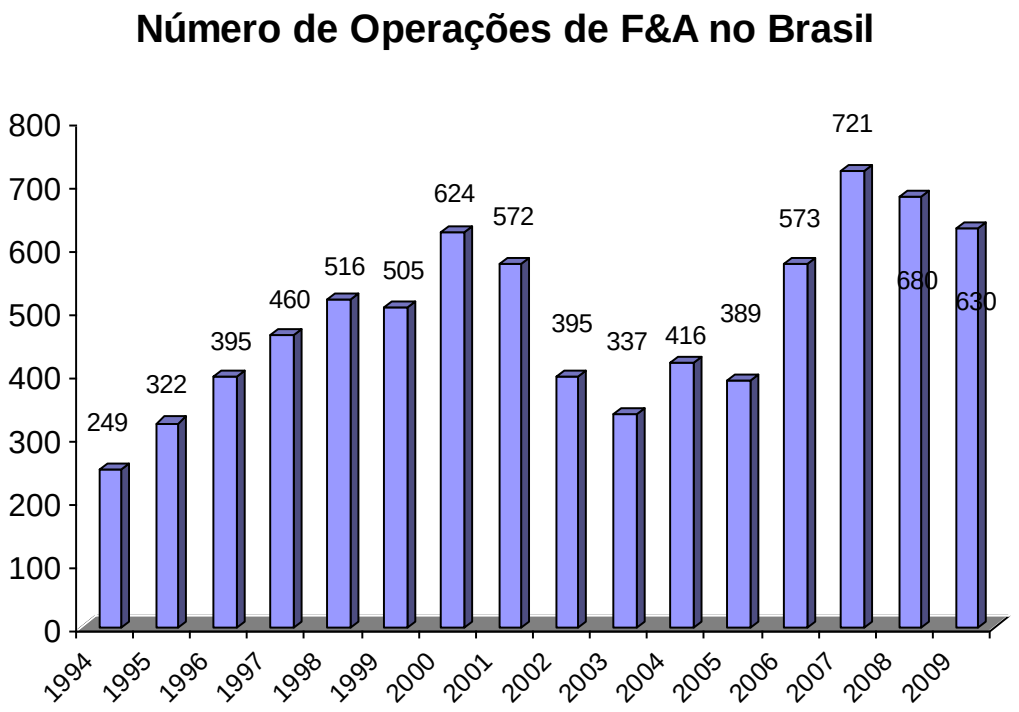

Gráfico 2: Número de transações efetuadas no Brasil de 1994 a 2009.
FONTE: Relatório de Fusões e Aquisições no Brasil- Pricewatherhouse & Coopers, 2009. Informações divulgadas na imprensa.

O gráfico 3 ilustra a participação entre 30 e 40 % de capital estrangeiro em operações de F&A no Brasil a partir do ano 2001.

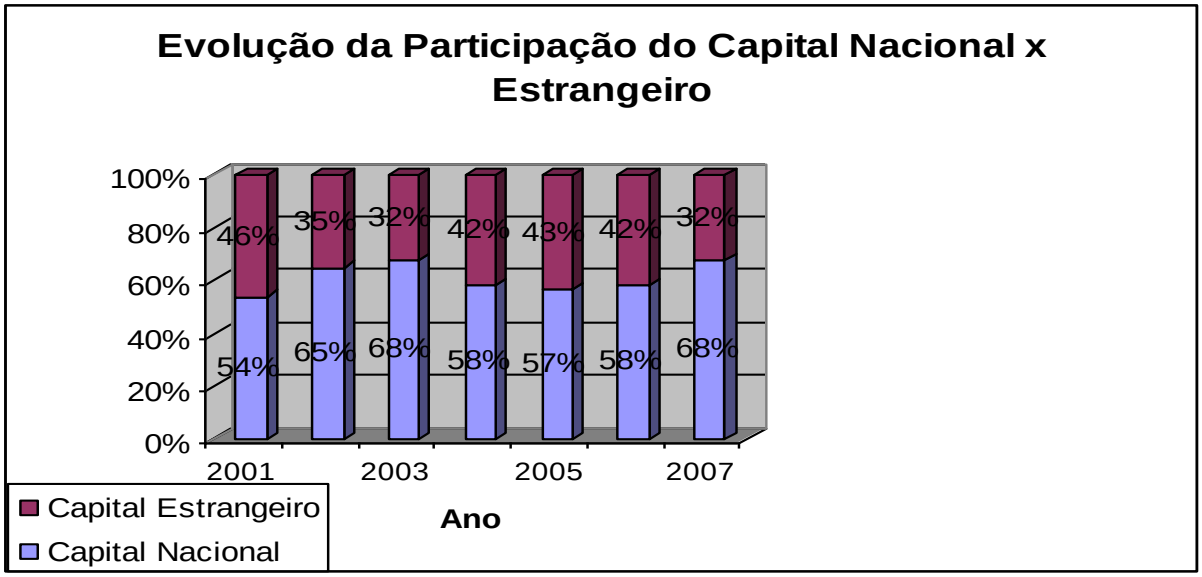

Gráfico 3: Participação do capital estrangeiro nas operações
FONTE: Relatório de Fusões e Aquisições – Pricewaterhouse Coopers, 2008.

2.5.3 Perspectivas para Fusões e Aquisições

No longo prazo, acredita-se que a tendência do mercado de operações de M&A seja crescente tanto em volume quanto em número de operações. Segundo pesquisa anual realizada pela KPMG Corporate Finance's M&A Global Predictor em janeiro de 2008 envolvendo 1000 empresas, as atividades de M&A no mundo atingiram um *plateau*, e podem até mesmo entrar em declínio em algumas áreas. Embora o número de transações possa permanecer nos mesmos patamares, espera-se redução no volume transacionado, o que é atribuído principalmente a incertezas quanto à habilidade de fundos de *private equity* de financiarem operações com alto grau de alavancagem, especialmente na Europa e Estados Unidos e aos problemas de crédito relacionados à crise financeira global, que na época já mostrava seus sinais.

Em 2009, segundo dados da agência Thomson Reuters, o volume mundial de operações atingiu US$ 2,1 trilhões, uma redução de 31% comparando-se ao valor de US$ 3,06 trilhões de 2008, e menos que a metade do volume recorde verificado em 2007. A redução dos negócios relaciona-se a menor disponibilidade de crédito, volatilidade nos mercados de

capitais, incertezas quanto ao desempenho da economia e à diminuição de 70% na participação de fundos de *private equity*. A recuperação dos negócios deverá estar associada à recuperação econômica.

Ressalte-se ainda que o volume de transações de 2008 se apresenta favoravelmente impactado por operações envolvendo instituições financeiras problemáticas e pelo fato que empresas com forte posição de caixa favoreceram-se das desvalorizações de preços no mercado de capitais, de forma que negócios realizados por corporações mantiveram-se nos mesmos níveis do ano anterior e houve significativo aumento de operações de *takeover hostil*.

O ano de 2010 deve apresentar nível de atividades globais superior ao exercício anterior, porém ainda aquém do observado em 2008.

No Brasil, como na maior parte dos países emergentes, o papel representado por investidores externos é relevante para o desempenho do mercado de M&A. Esses movimentos, por sua vez, tendem a ser impactados por fatores políticos e econômicos. Em razão da maior estabilidade atual da economia brasileira, acredita-se num cenário favorável para o mercado de fusões e aquisições, que poderá, da mesma forma que o mercado mundial, ser afetado pela crise econômica no curto prazo.

Segundo a Agência Estado (2009), ainda que possa haver algum atraso em decorrência das recentes turbulências na economia, os planos de consolidação de empresas brasileiras não devem ser afetados. Especialistas em consultoria empresarial consideram que não será uma mudança de curto prazo no cenário macroeconômico que irá alterar uma operação de incorporação ou aquisição. Isso porque “essas operações são desenhadas ao longo de meses, são complexas e extensas, e envolvem estruturas acionárias e decisões estratégicas de negócios”. Os especialistas acreditam que o que acontece no cenário brasileiro de M&A atualmente não é reflexo do excesso de liquidez mundial ou de uma onda especulativa, mas sim do potencial de expansão da economia brasileira (PwC, 2009).

2.6 Impactos das Combinações Empresariais para a Sociedade

Brealey *et al*. (2008, p. 908), afirmam que, embora certamente existam operações boas e ruins, é difícil concluir se o balanço do reflexo das combinações empresariais para a sociedade ou para a economia é positivo. A avaliação do impacto de operações de F&A para a sociedade deve ser efetuada sob várias perspectivas, já que diferentes *stakeholders* são afetados diferentemente pelos múltiplos aspectos destas.

Do ponto de vista dos acionistas, tanto da empresa adquirente como da adquirida, o principal ganho potencial direto é o aumento de valor sustentável da empresa, com o que toda a sociedade é beneficiada. Como desvantagens, ainda sob a ótica dos acionistas, podem ser mencionadas, além da possibilidade de não sucesso da operação em criar valor, as dificuldades na integração, inerentes a tais processos e a potencial perda de talentos, o que pode significar perda de conhecimento para a empresa.

Como benefícios advindos destes processos, podem ser mencionados: aumento de competitividade (maior poder de mercado e makior poder de barganha junto a clientes e fornecedores) gerando aumento do valor para as empresas e seus acionistas, o que tende a beneficiar a sociedade no longo prazo; possibilidade de melhores preços ao consumidor pela redução de custos obtida por eliminação/redução de ineficiências, ganhos de logística etc.; maior capacidade de investimentos; maior acesso de pessoas aos produtos, caso clássico do setor de telefonia móvel no Brasil; evolução tecnológica; desenvolvimento de empresas e setores, com melhor adequação em nível mundial; maior acesso a capital; sustentabilidade e competitividade em nível internacional, entre outros. Aumento de competitividade pode ainda implicar em crescimento ou mesmo capacidade de sobrevivência, o que teria efeito positivo sobre geração de empregos.

Salvato *et al. (2007)* argumentam que aquisições, em especial para pequenas e médias empresas, podem revitalizar a empresa e melhorar sua habilidade de antecipar e reagir adequadamente às constantes mudanças nas condições externas, o que irá beneficiar sua viabilidade no longo prazo.

Por outro lado, os aspectos potencialmente negativos são: a consolidação das empresas pode ocasionar redução de opções, com menor variedade na oferta de produtos e aumento dos

preços ao consumidor final, em decorrência do menor número de competidores; ganhos de eficiências podem traduzir-se em redução de empregos e os eventuais ganhos de valor podem ficar mais circunscritos aos acionistas em detrimento da sociedade. Há que se considerar ainda a possibilidade de insucesso das transações, o que resultaria em redução de valor para o acionista.

A despeito das considerações sobre seus efeitos, o volume das transações de F&A ocorridas no cenário econômico mundial, seja considerando-se o número de transações, seja pelos valores e portes das empresas envolvidos, tem sido crescente, ocasionando grandes mudanças na economia e a consolidação de diversos setores, em muitos do quais se pode observar uma completa e irreversível redefinição do mercado e de seus *players*.

O mesmo pode ser dito para o caso brasileiro, a despeito de ser um movimento mais recente e de proporções relativamente menores quando comparado às economias mais desenvolvidas. As operações de fusões e aquisições no país tomaram grande vulto e atingiram inegável relevância, sendo responsáveis por profundas alterações na economia como um todo e particularmente em alguns setores. Os principais setores em termos de número de operações de F&A no Brasil nos últimos 15 anos são: alimentos, bebidas e fumo; tecnologia da informação, telecomunicações e mídia, instituições financeiras e metalurgia e siderurgia (KPMG, 2008).

Nos mais diversos segmentos, um dos grandes impulsionadores dos acordos de empresas nos últimos anos parece ter sido a tendência à consolidação. Alguns setores apresentam ainda motivações próprias, como é o caso da área de informática, onde se destacam a demanda dos clientes por se relacionar com menor número de fornecedores e a forte presença dos contratos globais, onde a empresa contratante demanda o mesmo nível de serviço em qualquer lugar (ITWEB, 2009).

No setor bancário, operações de M&A têm apresentado grande relevância, não apenas no cenário atual, mas desde as décadas de 60 e 70, período no qual o crescimento dos bancos foi calcado principalmente em fusões e aquisições. Na década de 90, esse movimento ocorreu de forma acentuada, tendo havido expressiva redução do número de instituições, que eram de cerca de 250 no início dos anos 90, para em torno de 150 atualmente.

Nos anos recentes, as posições de liderança tem se alterado, especialmente em razão das transações de F&A, o que geralmente resulta em grande movimentação dos demais *players*, visando resguardar posição ou reconquistar posição/ liderança perdida. Dessa forma, pode-se afirmar que hoje praticamente todos os grandes bancos que atuam no país estiveram ou estão envolvidos, de alguma forma, em fusões, aquisições ou incorporações (SINDICATO DOS BANCÁRIOS, 2009).

Segundo relato do Sindicato dos Bancários, é o que ocorreu com a compra do Banco Real pelo Santander no final de 2008, ultrapassando o Itaú e assumindo a posição de terceiro maior banco do Brasil, atrás apenas do Banco do Brasil e do Bradesco. O Itaú, numa reação a esse fato segundo a fonte, anunciou sua fusão com o Unibanco em novembro de 2008, então sexto maior banco do país, tornando-se o maior banco do Brasil e o maior grupo financeiro da América do Sul. Com isso, o Banco do Brasil, que perdeu a liderança no *ranking*, passou a buscar a retomada de sua posição, tendo adquirido a Nossa Caixa em novembro de 2008, então décima maior instituição financeira do país, e 50% do Banco Votorantim, oitavo banco brasileiro, em janeiro de 2009. Após estas aquisições, o banco se aproximou do Banco Itaú pelo critério de ativos totais, mas não reassumiu a liderança. Buscando possibilitar ao Banco do Brasil a retomada da posição de maior banco brasileiro, o governo federal obteve junto ao Congresso Nacional medida provisória que autorizou os bancos federais a comprar ou se associar a outras instituições financeiras. Procedeu então à compra do Banco do Estado do Piauí (BEP), seguido pelo Banco do Estado de Santa Catarina (BESC). Existem ainda notícias sobre outras negociações, envolvendo o Banco de Brasília (BRB) e o Banco do Estado do Espírito Santo – Banestes (FOLHA ONLINE, 2009).

Uma das consequências destas transformações, como já mencionado, é a redução de empregos no setor. No caso dos bancos, segundo o Sindicato dos Bancários (2009), fusões e aquisições reduziram em 250 mil o número de postos de trabalho de 1993 a 2009. Por outro lado, há que se considerar as questões de aumento da competitividade das instituições, fundamental num mercado globalizado, onde se convive com maior concorrência externa. É inegável ainda o poder de mercado obtido pelas instituições em razão de seu maior porte, seja por aumento de *market share*, pela redução de concorrentes, ou pelas vantagens competitivas obtidas com economias de escala e escopo, potencialmente provenientes da fusão ou aquisição. Parte desse movimento de consolidação, que se espera continue no próximo ano, pode ainda ser atribuída à crise financeira.

No setor de alimentos, assistiu-se um intenso movimento de F&A a partir da década de 90, também neste setor, observa-se um efeito de concentração das indústrias e tendência de globalização da empresas, já que empresas em mercados maduros buscam alternativas de aumentar seu potencial de retorno. Outros aspectos considerados relevantes para explicar o grande número de operações no setor são as pressões de margens, causadas pelo poder crescente de fornecedores e clientes - grandes redes de supermercados, busca por redução de custos, busca por penetração em mercados regionais, grande número de empresas familiares, com problemas sucessórios etc.

O setor de telecomunicações, impulsionado por um conjunto de fatores tecnológicos e de estímulo à competição e à abertura de mercados, assiste igualmente a intenso processo de operações de M&A desde a década de 90. Também para este setor, destacam-se a importância de pesquisa e desenvolvimento e de ganhos de escala, que possibilitam a diluição dos custos fixos. A abertura do mercado e o desenvolvimento tecnológico propiciaram aumento de rentabilidade ao setor, atraindo novas empresas, que num primeiro momento atuaram em nichos, buscando oferecer serviços de maior valor tecnológico. A presença de um maior número de *players* gerou pressões sobre a lucratividade do setor, e ao se desenvolverem, tais empresas tornaram-se alvos estratégicos para empresas de maior porte. O desenvolvimento do setor passa por maior nível de exigência do consumidor, dada a ampliação da oferta de fornecedores e serviços, e pela “commoditização” dos serviços de telefonia fixa e local e de longa distância, que representam a parcela mais relevante das receitas (PIRES; DORES, 2000, p.8-9).

O fato é que, do ponto de vista da empresa, quando seu setor de atuação passa por uma consolidação, o que tem se mostrado uma tendência mundial para a grande, senão a maior parcela da economia, as empresas resultantes serão maiores e portanto, apresentarão diversos dos ganhos descritos acima, tornando-se mais competitivas. As empresas que não acompanharem tal crescimento tendem a ver sua competitividade reduzida e tornam-se alvos potenciais de serem adquiridas.

Crescimento não necessariamente precisa ser externo e ocorrer por meio de transações de aquisição ou fusão de empresas. Contudo, o crescimento orgânico apresenta a desvantagem de ser mais lento e requerer que a empresa esteja preparada, seja na definição da estratégia para

viabilizar tal crescimento, seja do ponto de vista da estrutura adequada de financiamento requerida (SALVATO, *et al*., 2007).

Uma interessante conclusão da pesquisa destes autores contemplando 18 empresas italianas de porte pequeno ou médio, envolvidas ou não em processo de F&A foi que o crescimento das empresas que passaram por tais processos deu-se não apenas por meio deles, mas foi um resultado combinado de crescimento interno e externo. Além disso, todas as empresas envolvidas em F&A atingiram portes significativamente superiores aos anteriores aos processos, com 1000 a 2000 empregados (*ibid.*, p.286).

3. CRIAÇÃO DE VALOR

Maximização de valor é o objetivo convencional na teoria de finanças corporativas. Como afirma Stewart (1991), um maior valor é o retorno ou a recompensa dos acionistas que, em última análise, são os donos da companhia. E, mais importante que isso, a sociedade como um todo se beneficia, já que a busca por valor leva à utilização eficiente de recursos escassos, e quanto mais eficiente for o uso dos recursos, mais robusto será o crescimento econômico e mais elevado será o padrão de vida da sociedade (BRIGHAM *et al*., 2008, p.49).

Com o crescimento e amadurecimento do mercado, houve um crescente interesse por parte de acionistas e administradores no conhecimento de valor, e da capacidade de criação e incremento de valor. Sousa e Almeida (2006, p.3-6) consideram essa ênfase no valor uma importante evolução em relação à visão simplista que levava à "busca por lucro como um fim em si mesmo." E concluem que "o lucro do investidor consistirá no quanto sua riqueza possa ser maximizada, ou seja, quanto valor possa ser agregado no futuro ao investimento que venha a fazer no presente."

Copeland (2006, p.3), ao escrever sobre valor, fundamenta-se na "crença básica de que administradores que se concentrarem na construção de valor para o acionista criarão empresas mais saudáveis." E que empresas mais saudáveis são as responsáveis por economias com melhor *performance*, e, portanto, mais sólidas, e geram melhoria dos padrões de vida da sociedade e aumento das oportunidades de carreira e de negócios para os indivíduos. O autor salienta a importância da preocupação com a criação de valor ao afirmar:

> econômico dos Estados Unidos desde meados da década de 80 tivesse ocorrido sem a disciplina do capitalismo acionário e na ausência de atenção cada vez maior dada por muitos de seus agentes econômicos à criação de valor para o acionista.

E acrescenta: "há dois séculos Adam Smith postulou que as empresas mais produtivas e inovadoras gerariam os maiores retornos para seus acionistas e atrairiam trabalhadores melhores, que seriam mais produtivos e elevariam ainda mais o retorno – um ciclo virtuoso." (*ibid.*, p.11, 14). Desta forma, conclui: "o segredo do sucesso em administração é a capacidade de aumentar valor", portanto todas as decisões de administradores deveriam ser voltadas à maximização do valor da firma para os acionistas.

Rock (1994, p.16) e Rappaport (2001, p.161) ressaltam que estratégias de consolidação e de diversificação, como qualquer outro investimento, baseiam-se fundamentalmente no mesmo objetivo: criação de valor para o acionista.

Existem diferenças fundamentais entre os fatores estratégicos do passado e os fatores que levam à atual onda de fusões e aquisições. Historicamente, as estratégias corporativas tinham foco eminentemente doméstico; hoje o foco expandiu-se para mercados internacionais, por força da abertura das economias e do aumento da competitividade em nível internacional, forçando executivos a ampliarem sua análise para incluir mercados e competidores internacionais. A despeito da mudança de foco, o teste da criação de valor oferece um fundamento lógico para a realização ou não da fusão, bem como para a avaliação da administração de empresas (FINKELSTEIN, 2007, p.76).

Copeland (2006, p. 3) argumenta que as discussões quanto à importância do valor para o acionista em relação a outras medidas sempre existiram, e que "o debate muitas vezes é colocado em termos de acionistas versus partes interessadas". Continua ressaltando que embora sejam diversos os *stakeholders* - todas as pessoas físicas e jurídicas que influenciam a empresa e são influenciadas por ela (SOUSA; ALMEIDA, 2006, p.101)- nos contextos ideológico e jurídico é dado maior peso ao conceito de que os acionistas são os donos da companhia, de forma que a análise de criação de valor foca principalmente o valor do ponto de vista do acionista.

Contudo, em países da Europa Continental, entende-se que as companhias de grande porte têm a obrigação de garantir a continuidade da empresa, e não somente de representar os acionistas na busca pela maximização do valor.

Esta discussão ganha novos contornos no momento atual, em que a economia mundial atravessa uma crise de proporções históricas, que pode ser reputada, ao menos em parte, a atitudes e decisões de executivos que poderiam seguramente ser justificadas pelo propósito de maximização de valor para o acionista. Jack Welch, considerado o "pai" do movimento em prol do *shareholder value*, que dominou o mundo corporativo por mais de 20 anos, e ganhou força e popularidade após discurso pronunciado por ele em 1981, declarou à Financial Times, em março de 2009, que o foco dos executivos em lucros trimestrais e valorização no preço das ações foi equivocado, e que lucros de curto prazo deveriam ser associados ao aumento de

valor da companhia no longo prazo. E acrescentou que "*shareholder value* é um resultado, e não uma estratégia." (GUERRERA, 2009).

3.1 Definição de Valor

Melhorar a qualidade de vida para as pessoas e para a sociedade como um todo pode ser considerado um objetivo legítimo, que passa pelo aumento da riqueza, que por sua vez pode ser traduzida como valor.

Valor e riqueza, como observou Adam Smith há duzentos anos, têm sido medidos das mais diferentes formas ao longo dos anos, de acordo com o instrumento de comércio utilizado à época (BEINHOCKER, 2006, p. 4).

Sousa e Almeida (2006, p.10) ressaltam que "a palavra valor possui ampla gama de significados", e pode ser entendida em diversos sentidos: ético, jurídico, pessoal, social e econômico-financeiro, entre outros.

Valor pode, portanto, ser interpretado de forma quantitativa, expressa em números e mensurável de acordo com critérios estabelecidos, ou pode ser visto de forma mais abrangente, envolvendo, adicionalmente aos fatores quantitativos, aspectos qualitativos de mensuração mais complexa, que, contudo, impactam as empresas e a sociedade, tais como os que dizem respeito à responsabilidade social, sustentabilidade e meio-ambiente, entre outros.
Estes são os princípios embutidos nas filosofias que se constituem nas bases da governança corporativa.

Dessa forma, a definição de valor contém considerável grau de subjetividade, dado que ações da administração que aumentam o valor de uma empresa no curto prazo podem ser conflitantes com aspectos como benefícios à sociedade, sustentabilidade ou até mesmo com o objetivo de aumento de valor no longo prazo. Existem exemplos, no passado recente, de gestores que, visando aumento de retorno com o objetivo último de melhorar a *performance* da empresa de forma a impactar as compensações da administração com resultados de curto prazo, reduziram bruscamente despesas com pesquisa e desenvolvimento. O objetivo de maximização de resultados no curto prazo foi atingido, contudo a competitividade da empresa foi comprometida no longo prazo pela falta dos investimentos necessários.

Cabe ressaltar ainda que a subjetividade envolvida no conceito de valor faz-se sentir também no aspecto da ótica do avaliador. Isto significa dizer que uma mesma empresa pode ser avaliada diferentemente por diferentes compradores, em razão de diferentes potenciais vislumbrados. Como exemplo, pode-se citar o caso de um fabricante de partes e peças utilizadas numa determinada indústria. O valor deste fabricante quase certamente será maior para uma empresa que se utiliza de seus produtos como matéria-prima, ou seja, pertence à mesma cadeia produtiva, do que o será para o mercado.

Sousa e Almeida (2006) sumarizam que a ênfase na criação de valor contempla pelo menos quatro importantes aspectos: perspectivas de longo prazo; expectativa de realização de ganhos pelos investidores; dimensões como risco e retorno e responsabilidade social.

Sob a abordagem financeira, Copeland (2006) ressalta que o valor da empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros descontados, sendo que a criação ou não de valor dependerá de os retornos obtidos nos investimentos serem superiores ou não ao custo de capital.

Para Rappaport (2001, p.51) o valor econômico total de uma empresa é dado por:
Valor da empresa = Dívida + Valor do acionista.

O valor da empresa é o valor presente dos fluxos de caixa das operações durante o período de previsão, adicionados o valor residual e os títulos negociáveis. O valor do acionista, portanto, consiste de dois componentes básicos: o valor presente dos fluxos de caixa livres aos acionistas e o valor residual.

Segundo Assaf Neto (2009), Stewart (1991) e outros autores, para que uma empresa atinja o objetivo de criar valor, é requisito fundamental que a taxa de retorno obtida seja superior ao custo de capital, um princípio de alavancagem favorável resgatado pelos Estados Unidos.

Assaf Neto (2009) faz referência ao valor econômico, determinado pela expressão:
Valor econômico = Resultado Operacional – (Capital investido x custo de capital) e ao valor agregado pelo mercado, definido por:

Valor de mercado das ações
(+) Valor de mercado do passivo
(=) Valor da empresa a preço de mercado

(-) Investimento em capital (giro e fixo)
(=) Valor agregado pelo mercado (MVA)

Para Van Horne (2004, p.2), o valor é representado pelo preço de mercado das ações da companhia, que é conseqüência de decisões de investimento, financiamento e distribuição de lucros.

Damodaran (2010) afirma que o objetivo em finanças corporativas é colocado, de forma mais ampla, como a maximização do valor da empresa, e mais estritamente, como a maximização do preço das ações.

Stewart (1991, p.68) argumenta que a realidade de mercado é que administradores e empresas estão todos no mesmo *business:* todos competem por obter a melhor utilização para o capital, recurso escasso e fortemente demandado. Para conseguir aumentar o preço de suas ações, portanto, administradores devem obter taxas de retorno sobre o capital que exceda o retorno oferecido por outras companhias comparáveis em nível de risco, e somente desta forma estarão adicionando valor ao capital.

Assaf Neto (2008, p.170) afirma que gestão baseada em valor prioriza essencialmente o longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir, ajustar-se aos mercados em transformação e agregar riqueza aos proprietários. Realiza-se mediante a adoção eficiente de estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras. Capacidades diferenciadoras são estratégias adotadas que permitem às empresas atuarem com um nível de diferenciação em relação aos seus concorrentes, assumindo uma vantagem competitiva e maior agregação de valor.

3.2 Direcionadores de Valor

Direcionadores de valor são os itens que mais afetam o fluxo de caixa, e consequentemente o valor da empresa. São os parâmetros cuja variação se reflete em variação no valor da empresa. Copeland (2006) afirma que, para fazer acontecer o valor, é necessário que se conheçam as variáveis que exercem impacto sobre o valor da empresa, os *value drivers*, já que a organização não pode atuar diretamente sobre o valor, e sim sobre as variáveis que podem influenciá-lo, tais como satisfação de clientes, custos, investimentos, entre outros.

Segundo Rappaport (2001), existem os macro e os micro direcionadores de valor: os macro direcionadores são de natureza financeira e são influenciados diretamente pelas decisões da administração. Os direcionadores identificados e direcionados pelos administradores da empresa são os microdirecionadores de valor, tendo em vista o menor nível de agregação institucional em que se encontram os resultados imediatos das decisões operacionais. *Drivers* foram divididos entre capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras.

Almeida (1999) compara a avaliação por meio de direcionadores de valor `as demais técnicas de avaliação e afirma que o uso de direcionadores permite obter uma estimativa rápida do impacto de uma decisão, seja ela operacional, tática ou estratégica, no valor da empresa. Dentre os direcionadores utilizados, existe predominância dos indicadores financeiros.

Rappaport (2001) enfatiza a importância da relação entre o objetivo da empresa de criar valor e os parâmetros básicos de avaliação, ou direcionadores de valor. O autor aponta os principais *value drivers*, que divide em:

- decisões operacionais: taxa de crescimento em vendas, margem de lucro operacional e alíquota de IR;
- decisões de investimento: investimento em capital de giro e em ativo permanente;
- decisões de financiamento: custo de capital, impactado pelo risco do negócio e
- duração do crescimento do valor, definida como a melhor estimativa da empresa, em termos de anos, sobre sua capacidade de gerar retornos superiores ao custo de capital.

Young (2003) lista como exemplos de direcionadores de valor: margem de lucro, % de custo da mercadoria vendida, % despesas gerais e administrativas, % de outras despesas, giro dos ativos totais, giro dos ativos fixos, eficiência do capital de giro: prazo de estocagem, contas a receber, prazo de contas a pagar e índice de conversão em caixa, entre outros.

Apesar da maior relevância dada aos indicadores financeiros, deve-se destacar a importância dos indicadores não financeiros que, em algumas circunstâncias ou dependendo do segmento de atuação da empresa, podem constituir-se em melhores estimadores de desempenho futuro.

Pode-se citar, como exemplo, satisfação de clientes, qualidade dos produtos, índice de alcance de objetivos estratégicos, capacidade de inovação, retorno com novos produtos e projetos etc.

Reportando às estratégias competitivas a serem adotadas pelas empresas, conforme o diagrama de Porter (2004), existem três estratégias possíveis para a indústria: diferenciação, liderança de custos e enfoque. Diferenciação permite obtenção de retornos acima da média e gera lealdade do consumidor. Para uma empresa que tem como estratégia a diferenciação, a criação de valor está na habilidade em criar um prêmio sobre o valor pago pelo produto. Na estratégia de liderança de custos, a criação de valor está na habilidade em obter pequenas mudanças no lucro operacional por meio de um conjunto de políticas funcionais orientadas para este objetivo básico. No caso do enfoque, visa-se um alvo determinado e a criação de valor ocorre, de forma similar à estratégia de diferenciação, na capacidade de satisfazer melhor seu alvo estratégico.

Cabe destacar, contudo, que a maioria das empresas não tem vantagens competitivas no que respeita à diferenciação. Ou que, como ressalta o autor, enfoque e diferenciação "podem, por vezes, tornar impossível a obtenção de uma alta parcela do mercado."

Como consequência, tais estratégias tendem a ser menos atreladas ao objetivo de crescimento. Resta, portanto, trabalhar em busca de eficiência operacional. Além, disso, a vantagem proveniente da diferenciação não tende a perdurar para sempre, enquanto a vantagem proveniente de liderança em custos pode durar de forma mais consistente. Desta forma, a grande parte das empresas busca diferenciação por meio de liderança de custos (SAVÓIA, 2008).

De acordo com Young (2003), quanto mais próxima uma firma estiver do perfil de líder em custo, mais propensa estará a utilizar medidas financeiras, sendo o contrário verdadeiro para empresas diferenciadoras, isto é, estas tenderão a focar em direcionadores não financeiros.

Processos de fusão e aquisição são, muitas vezes, originados pela questão da escala, que é inerente à busca de liderança por custos, daí também a relevância e predominância do uso de indicadores financeiros para sua avaliação.

4. AVALIAÇÃO QUANTITATIVA DE EMPRESAS

Avaliar significa determinar o valor de alguma coisa, e valor pode ser entendido como uma relação entre duas coisas, geralmente expressa como preço monetário. Conclui-se então que o valor é uma relação e não uma mensuração e que um processo de avaliação não se traduz na fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas uma estimativa, dentro de uma faixa, de um valor referencial ou de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado.

É amplamente sabido que organizações são compradas e vendidas por valores absolutamente distintos daqueles existentes em seu patrimônio líquido. A avaliação de empresas envolve não somente variáveis objetivas, mas também variáveis estratégicas, subjetivas e até mesmo sentimentais. Dentre as variáveis objetivas, destacam-se preço de ações (valor de mercado), o próprio patrimônio das empresas ou o valor dos imóveis, no caso de tratar-se de uma empresa imobiliária. Como variáveis estratégicas, vale mencionar *market share*, condições de oferta e demanda, informações ou tecnologia que a empresa detém; e dentre as variáveis subjetivas, incluem-se os intangíveis, tais como valor da marca da empresa ou de seus produtos, credibilidade no mercado, entre outras.

O valor de uma empresa pode ser determinado pela utilização dos modelos de avaliação existentes, mas a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente. As avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas de desempenho e de aspectos mercadológicos, envolvendo, portanto, considerável grau de subjetividade.

Além do uso para situações de compra, venda ou fusão de empresas, uma boa avaliação serve como base para determinação dos *key value drivers* da empresa, constituindo-se, portanto, na essência do planejamento (STEWART, 2001). Determinar os direcionadores de valor é fundamental para uma gestão baseada em valor. Companhias bem sucedidas comprovadamente criaram valor para seus acionistas e geraram ganhos para seus colaboradores no longo prazo. Tomar boas decisões usualmente depende de se ter boas informações, e entender o que determina e como os mercados precificam o valor de uma empresa (DAMODARAN, 2010). O valor é a medida que usa as melhores e mais completas

informações, portanto, administradores que adotam a perspectiva de gestão com base na criação de valor são os que tomam as mais acertadas decisões.

Para Perez e Famá (2003), os diversos métodos de avaliação de empresas podem ser usados em conjunto ou separadamente, porém nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exato. Existem, contudo, métodos mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se mostrar mais adequados considerando-se a qualidade das informações disponíveis e as circunstâncias da avaliação.

A seguir, são descritos os mais conhecidos e utilizados métodos de avaliação financeira, a saber: Valor Histórico, Valor de mercado, Múltiplos, Modelos de Criação de Valor e Fluxo de Caixa Descontado. Em razão da natureza deste estudo, optou-se por não utilizar para efeito de avaliação outros métodos existentes, tais como o método de avaliação por opções, o modelo do valor de dividendos ou o modelo baseado no *goodwill*.

4.1 Valor Histórico

Pelo método do Valor Histórico, o valor de uma empresa está, basicamente, em seu balanço patrimonial, isto é, no valor contábil de seu patrimônio líquido.

Segundo Cornell (1994, p.7), a definição de valor em que se baseiam esses métodos é a de que uma empresa vale a soma dos valores de todas as exigibilidades que investidores tenham na empresa. Assim, o valor contábil pode ser obtido por dois caminhos: pela somatória do valor de todas as ações, lucros acumulados, reservas, e dívidas não operacionais de curto e longo prazo da empresa; ou a partir da diferença entre os ativos totais líquidos e os passivos operacionais da empresa, excluindo-se as dívidas não operacionais e compromissos com investidores e sócios.

a) Virtudes

Dentre os modelos de avaliação, estão entre os mais simples de serem utilizados, pois trabalham com dados históricos disponíveis no balanço das empresas.

Assaf Neto (2009, p.635) cita:

> O custo histórico possui diversas limitações como conceito a ser aplicado na avaliação patrimonial e sua aceitação ampla ocorre de preferência no âmbito da contabilidade tradicional (princípio

contábil aceito), dada sua relação bastante próxima com a receita realizada na operação do resultado contábil.

b) Limitações

A maior crítica feita à contabilidade empresarial recai sobre a adoção de critérios contábeis, que diferem dos critérios de valor de mercado, uma vez que as operações são registradas por seus valores originais (passados), baseados nos custos de aquisição ou de formação de um ativo ou para o valor de um passivo. Isso resulta, portanto, em diferenças entre o valor contábil e o valor de mercado da empresa. Para Müller e Teló (2003, p.98), "os modelos baseados no valor histórico determinam o valor de uma empresa de um ponto de vista estático, que não contempla sua possível evolução no futuro." Além disso, continuam os autores, outros fatores que afetam o valor de uma empresa, mas não aparecem nas demonstrações contábeis, como ativos intangíveis, posicionamento no mercado de atuação, recursos humanos, problemas organizacionais, contratuais e outros não são considerados.

É provável que, em face das limitações acima mencionadas, o método patrimonial ou do valor histórico seja indicado apenas para casos específicos, como a liquidação de uma empresa, ou para casos em que o valor dos ativos seja superior ao valor presente dos fluxos de caixa futuros da empresa.

4.2 Valor de mercado

Calculado pela multiplicação no número de ações que compõem o capital social da empresa pela cotação de mercado de suas ações. Em um mercado eficiente, o valor de mercado deve refletir a percepção e expectativa do mercado em relação a risco, bem como potencial de lucros e dividendos e outros valores intangíveis associados à empresa (CAMARGOS; BARBOSA, 2007).

Brigham *et al*. (2008, p.49) defendem que "a riqueza do acionista é maximizada pela maximização da diferença entre o valor de mercado da ação da empresa e a quantia de capital próprio que foi fornecida pelos acionistas", chamada valor de mercado adicionado (MVA), e calculada por:

MVA = Valor de mercado das ações ordinárias – Valor de livro do patrimônio dos acionistas ordinários = (Número de ações em circulação x Preço da ação) – Total do Patrimônio Líquido dos Acionistas Ordinários.

a) Virtudes

Método usado como referência em grande parte das transações de compra, venda e fusões em razão de sua simplicidade.

b) Limitações

Restrito a empresas de capital aberto, tem seu uso limitado ainda pela baixa liquidez de muitas empresas e pelas grandes oscilações de preço a que está sujeito o mercado acionário, isto é, por sua volatilidade.

4.3 Avaliação por Múltiplos

Na avaliação por Múltiplos, também conhecido como método de avaliação relativa, o valor de um ativo é derivado da precificação de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou receitas. O modelo pressupõe, baseado no senso comum que indica que ativos semelhantes devem ter preços semelhantes, a identificação de um universo de companhias comparáveis. Caso haja dificuldade, devem ser selecionadas empresas cujas atividades sejam afeadas de maneira similar pelas mesmas forças de mercado.

Segundo diversos dos autores já citados, existem diferentes tipos de múltiplos: o de vendas (valor é um multiplicador de vendas), usado no mercado em alguns segmentos com certa frequência; o P/L (preço/lucro), que reflete o montante que os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucro; o valor da empresa dividido pelo EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), entre outros.

Assumindo-se que as demais empresas de um setor são comparáveis à empresa objeto de avaliação, e aceitando-se que o mercado, em média, precifica essas empresas de modo correto, a utilização de um P/L setorial médio pode ser especialmente útil na avaliação de empresas (DAMODARAN, 2010). O índice P/L, para o autor, é o múltiplo mais utilizado pelo mercado por ser o mais intuitivo, utilizar informação disponível e de rápido acesso, por

refletir as perspectivas do mercado e por embutir características como risco e crescimento, além do conceito de *pay back*, isto é, o tempo estimado para o retorno do investimento.

Empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, contam com disponibilidade de informações detalhadas e atualizadas. Para análise de empresas de capital fechado, com poucas informações disponibilizadas no mercado, Damodaran (2010) indicou o uso de empresas de capital aberto comparáveis, pertencentes ao mesmo setor de atuação.

a) Virtudes

A ampla utilização de índices em avaliações é justificada por várias razões:

- é uma informação estatística importante para o investidor;
- é de simples utilização (não exige dados detalhados);
- pode ser um substituto de outras variáveis da empresa, como o risco e o crescimento.

O múltiplo de vendas pode ainda surtir efeitos satisfatórios quando não se possua um sistema contábil satisfatório ou confiável.

b) Limitações

A simplicidade dos modelos utilizando múltiplos deixa-os suscetíveis a vários problemas, essencialmente em razão da subjetividade dos dados básicos a serem utilizados, além de a abordagem permitir manipulações, principalmente na construção de índices comparáveis, de forma que se pode, de acordo com a escolha do múltiplo a ser utilizado e das empresas comparáveis, obter o valor que se deseje para a avaliação de uma empresa. A definição de empresas comparáveis é nebulosa (CORNELL, 1994), o que é especialmente verdadeiro no caso de empresas fechadas.

Outra limitação deve-se à possibilidade de que todo um setor, isto é o “universo de empresas comparáveis” esteja super ou subavaliado num dado momento.

O índice P/L, de acordo com Damodaran (2010), continua sendo a técnica de avaliação relativa mais utilizada, porém os problemas associados ao seu uso são sua dependência com os lucros correntes (o índice deixa de ser útil quando a empresa apresenta prejuízo), e o fato de que a volatilidade dos lucros pode fazer com que o índice P/L mude drasticamente de um período para outro, o que é comumente observado em casos de empresas cíclicas, nas que

atuem em economias instáveis, *start-ups* etc. No caso de utilizar-se o lucro projetado para o cálculo do indicador, há que se considerar que expectativas frequentemente embutem algum erro.

Outras críticas referem-se ao fato que o modelo considera o lucro contábil, ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos, considera implícita a idéia de eficiência de mercado e desconsidera perspectivas (atenuada quando se utiliza o lucro projetado).

4.4 Modelos de Criação de Valor (EVA®)

Os modelos de criação de valor são praticamente todos representados pelo EVA® *Economic Value Added*. Considerando que se faz pouco uso de modelos não convencionais, como o do lucro econômico e o do valor de caixa adicionado, neste trabalho é abordado o EVA®, principalmente por ser o modelo mais aceito e citado entre os autores.
EVA® é a medida de retorno residual, que subtrai o custo de capital das receitas geradas pelo negócio (STEWART, 2001). "Por definição, o EVA® [...] é um modelo que foi criado para a utilização em empresas, como fonte de informação relacionada à criação de valor ao acionista, que possibilita o conhecimento e a mensuração do desempenho empresarial." (MÜLLER; TELÓ, 2003, p. 107). Os autores ressaltam que "o conceito deriva da abordagem do lucro econômico, o qual mede o valor criado em um negócio em um período de tempo", dado por:

EVA® = capital investido $*$ (retorno sobre o capital investido – custo do capital investido).
Para o cálculo do capital investido, existem duas abordagens:

- Abordagem Operacional:

CI = Caixa em excesso + NCG + ativos fixos.

- Abordagem de financiamento:

CI = Ativos Totais – passivos não-onerosos de curto prazo

CI = Empréstimos de curto e longo prazos + outros passivos de longo prazo + patrimônio líquido

Aritmeticamente, o EVA® é o lucro operacional depois de deduzidos impostos e encargos sobre o capital, tanto próprio quanto de terceiros. É uma medida de desempenho que considera todos os custos de operação, inclusive os de oportunidade, e mede o quanto foi gerado em excesso ao mínimo requerido pelo capital de acionistas e de terceiros. O valor da

empresa segundo este modelo é dado pela adição ao capital dos acionistas do valor presente do valor econômico adicionado pela empresa, considerando o custo de capital e a expectativa de crescimento futuro (YOUNG, 2003, p.44).

O EVA® é utilizado basicamente para calcular a riqueza criada em determinado espaço de tempo, buscando exatamente o cálculo da rentabilidade real de um capital aplicado (MÜLLER; TELÓ, 2003, p.109).

a) Virtudes

As grandes virtudes do EVA® envolvem variáveis de gerenciamento e de participação dos envolvidos nos conceitos de criação de valor para o acionista. A expectativa e o crescimento futuro da empresa são direcionados por conceitos de mensuração de criação de valor, como gastos com pesquisa e com desenvolvimento, investimentos para melhoria de desempenho, diferenciação do produto e outras. Assim, o valor da empresa no mercado é razão direta de seu desempenho como organização geradora de valor ao acionista, baseada em resultados.
Segundo Wernke e Lembeck (2000, p.86), o EVA® é um indicador do valor econômico agregado que permite avaliar com clareza se o capital empregado num determinado negócio está sendo bem aplicado.

Copeland *et al.* (2006) considera que a principal vantagem do cálculo do valor por essa metodologia em detrimento de DFC é que o EVA® é uma medida útil para se compreender o desempenho da empresa em qualquer ano, e o fluxo de caixa não é.

Stewart (2001, p.119) afirma que o EVA® é a única medida de *performance* que está diretamente ligada ao valor da companhia.

b) Limitações

O EVA® é considerado um modelo complexo, que apresenta certas limitações de aplicação. A maior crítica é a de que é um modelo contábil e utiliza ajustes contábeis tão arbitrários quanto às regras de contabilização inicialmente utilizadas, para o ajuste das demonstrações financeiras. Estes ajustes são realizados para o enfoque econômico do balanço, não contemplando necessariamente o ajuste do *goodwill*. Portanto, não é o método de avaliação mais indicado para empresas onde os valores intangíveis sejam de grande relevância, ou empresas de capital intelectual (MÜLLER; TELÓ, 2003).

4.5 Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

O Fluxo de Caixa Descontado, no contexto da literatura financeira, consolidou-se, até o momento, como o modelo tecnicamente mais utilizado em avaliação de empresas. É o modelo mais aceito no mercado, tanto por ser considerado conceitualmente correto, como em decorrência do aspecto pouco científico dos modelos anteriormente apresentados.

Nestes modelos, as empresas são vistas como geradoras de fluxo de caixa, e seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, dada uma taxa de desconto definida a um determinado grau de risco inerente aos fluxos de caixa estimados. São modelos que se baseiam em cuidadosas previsões de cada item financeiro relacionado com a geração de fluxos de caixa correspondentes às operações corporativas para cada período. Para uma avaliação efetiva, é necessário que se defina o período da projeção, que sejam estimados os fluxos de caixa futuros e que se defina o custo médio do capital, pelo qual tais fluxos serão descontados. Devem ser consideradas informações pertinentes à empresa e ao seu setor de atuação.

Os modelos DCF usados para avaliação devem ser aplicáveis a qualquer empresa, quer seja de capital aberto ou fechado. Entretanto, alguns parâmetros críticos para o modelo são mais fáceis de obter para empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsa de valores, do que para empresas de capital fechado, onde frequentemente faltam informações e dados significativos nos quais se basear (DAMODARAN, 2010). A principal dificuldade está relacionada à falta de informações disponíveis no mercado para a mensuração do custo de capital próprio e de terceiros. A estimativa do custo de capital é considerada como um dos pontos mais importantes e críticos em um processo de avaliação do modelo do DCF.

Damodaran (2010) apresentou duas maneiras para avaliação de uma empresa por meio do modelo DCF: avaliar a participação do acionista no negócio (*equity valuation)* ou avaliar a empresa como um todo *(firm valuation),* que inclui além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos financeiros na empresa (capital de terceiros).

Modelo de Desconto dos Fluxos de Caixa Líquidos do Acionista (FCFE – *Free Cashflow to Equity)*

O valor do patrimônio líquido poderá ser obtido pelo desconto dos fluxos de caixa esperados do acionista, ou seja, os fluxos de caixa após a dedução de todas as obrigações da empresa (despesas operacionais, impostos e pagamento de juros e principal de dívidas financeiras). Este fluxo deve ser descontado por uma taxa que reflita o custo de capital exigida pelos acionistas, denominado custo de capital próprio (**Ke**).

FCFE = Lucro Líquido (+) Depreciação e Amortizações (–) Desembolsos de Capital (-) Variação da Necessidade de Capital de Giro (ΔNCG) * Índice de Capitalização (IC).

IC = 1 – (Capital Terceiros / Ativo Total)

Modelo de Desconto dos Fluxos de Caixa Líquidos da Empresa (FCFF – *Free Cashflow to Firm*)

O valor da empresa é obtido pelo desconto dos fluxos de caixa esperados para a empresa. Genericamente o modelo FCFF é definido como sendo o fluxo de caixa apurado pela empresa após o pagamento de todas as despesas operacionais, impostos e desembolsos de capital derivados de acréscimos no investimento em capital de giro operacional e com imobilizações. Neste modelo não se consideram as dívidas financeiras (pagamentos de juros e principal) e contratação de novos endividamentos, o que significa que os FCFF antecedem o pagamento de dívidas, portanto não serão afetados pelo nível de endividamento da empresa. Contudo, o valor da empresa obtido pelo FCFF sofre os efeitos da alavancagem financeira, já que alterações no nível de endividamento tendem a alterar o WACC, alterando o valor da empresa.

Os fluxos de caixa da empresa serão, de modo geral, maiores do que os fluxos do acionista em qualquer empresa alavancada, e iguais em empresas não-alavancadas.

FCFF = Lucro Líquido (+) Depreciação e Amortizações (–) Desembolsos de Capital (-) Δ NCG

O FCFF é a soma do FCFE e do Fluxo de Caixa Livre para os Credores (FCFC).

Copeland (2006) destaca ainda a importância de se determinar o valor depois do período de projeção, que, muitas vezes, representa uma grande parte do valor da empresa, já que a empresa tem prazo de existência indefinido.

a) Virtudes

O modelo do Fluxo de Caixa Descontado é o mais aceito e utilizado pelo mercado. Leva em consideração grande número de informações relevantes para o desempenho da empresa, sejam relacionadas à própria empresa, sejam em relação a seu setor de atuação. Apresenta a capacidade de associar valor com cenários diferenciados, de incluir o valor da sinergia oriunda do funcionamento conjunto dos ativos de uma empresa, configurando-se em uma ferramenta eficiente para estimação do valor de mercado de empreendimentos. Tem um caráter prospectivo, permitindo avaliar a empresa com base em resultados previstos para o horizonte de tempo determinado.

b) Limitações

O grande número de informações e projeções (receita, custos, depreciação, impostos, etc.) das quais o método se utiliza consistem numa desvantagem. O método DCF requer ainda a determinação da taxa de desconto para o cálculo do valor presente do fluxo de caixa projetado.

Além disso, as abordagens DCF baseadas em fórmulas adotam premissas simplificadoras sobre as empresas e seus fluxos de caixa (como crescimento constante da receita e das margens), de forma que o fluxo de caixa possa ser capturado em uma fórmula concisa.

Diversos autores também criticam a avaliação DCF por deixar de levar em consideração as flexibilidades operacionais e gerenciais ao longo da vida do projeto.

Uma crítica que se faz ao DCF, porém, é aplicável a qualquer dos métodos descritos acima, é a de que a tomada de decisão final, definida como aquela que compreende a análise, interpretação dos resultados e estimação do valor, não considera as possíveis forças de tendências de mercado, em que o valor final do negócio é definido com base na interação de compradores e vendedores.

4.5.1 Fatores Críticos na Avaliação pelo DCF

O cálculo do valor de uma empresa pelo método DCF pode ser dividido em: valor presente dos fluxos de caixa projetados e valor presente do valor residual.

Quatro fatores afetam substancialmente o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa projetados, e são, portanto, de fundamental relevância. São eles: o próprio valor dos fluxos de caixa; a taxa de crescimento; a taxa de desconto e a estrutura de capital. Damodaran (2010) destaca a taxa de desconto utilizada para decisões de investimento como fator crítico na precificação de ativos por meio do fluxo de caixa descontado.

4.5.2 Custo de Capital e Taxa de Desconto

Segundo o autor, a taxa de desconto é a taxa que torna equivalentes o valor presente e o valor futuro do fluxo de caixa. Esta taxa incorpora a preferência pelo consumo presente, a inflação esperada e a incerteza (risco) dos fluxos de caixa futuros. Para Sousa e Almeida (2006), o fator tempo é uma importante componente do risco, e dado que um dos objetivos fundamentais de uma empresa é o seu crescimento sustentável, o foco dos administradores deve ser preponderantemente no futuro.

Diversos dos autores mencionados argumentam que, do ponto de vista de retorno, para que uma empresa ou projeto obtenha retorno positivo, e, portanto, crie valor para o acionista, a taxa de desconto usada deve ser, no mínimo, a taxa equivalente ao custo de capital. Desta forma, garante-se a utilização eficiente dos recursos. Uma análise da expectativa de retorno que considere os custos envolvidos, o risco e as expectativas de retornos de projetos de risco semelhante constitui-se no critério mais adequado para decisões de investimentos.

O custo de capital pode ser utilizado para definir a taxa de retorno esperada sobre seus investimentos, de forma a manter inalterado o seu valor de mercado (GITMAN, 2010).

Eliseu Martins (2001, p.207) argumenta que o custo de capital pode funcionar como um limite mínimo para o retorno dos investimentos, abaixo do qual a empresa deverá sofrer desvalorização, atrelando, desta forma, o custo de capital à valorização da empresa.

Portanto, mantido o nível de risco, projetos com taxa de retorno abaixo do custo de capital diminuirão o valor da empresa; e acima, aumentarão.

Para Gitman (2010), risco descreve a possibilidade de que um resultado esperado não seja realizado. Damodaran (2010) define risco em finanças como a probabilidade de se receber um retorno inesperado sobre um investimento, o que inclui não apenas os resultados ruins, ou abaixo do esperado; mas também os bons, acima da expectativa.

O nível de risco associado a um fluxo de caixa pode alterar significativamente seu valor: em geral, um maior risco significa uma maior taxa de desconto, e consequentemente um menor valor presente do fluxo de caixa. Dessa forma, a taxa de desconto do fluxo de caixa ou retorno exigido é utilizada para incorporar o risco na análise.

De um modo geral, as empresas utilizam-se de capitais próprios e de terceiros para financiar suas operações. No que se refere a processos de avaliação, o custo de capital ou a taxa de desconto deve representar o custo global de capital da empresa, que é uma média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio, denominada de Custo Médio Ponderado de Capital, ou WACC - *Weighted Average Cost of Capital* (DAMODARAN, 2010).

Dentre os fatores que afetam o custo de capital de uma empresa, existem fatores que estão além do seu controle direto, tais como taxas de juros e impostos e fatores influenciados pelas políticas de financiamento, de investimento e de dividendos adotadas (BRIGHAM, *et al.*, 2008).

Para estimar o WACC (COPELAND *et al*., 2006), é necessário, primeiramente, que se determine a estrutura de capital da empresa, já que o custo de capital deve compreender uma média ponderada dos custos de todas as fontes capital. No caso de empresas de capital fechado, que não possuem ações e títulos da dívida negociados no mercado, os pesos da dívida e do capital próprio para determinação da estrutura de capital deverão ser os valores constantes nos relatórios gerenciais e registros contábeis, mesmo admitidas possíveis falhas pertinentes a estes dados. Segundo os diversos autores citados, o WACC poderá ser estimado para qualquer empresa, utilizando-se da seguinte expressão:

$$WACC = Kd(1-T)\frac{D}{D+E} + Ke\frac{E}{D+E}$$

Onde:

***kd (1-T)* =** custo das dívidas após os impostos (custo efetivo);

T = alíquotas do IR e da contribuição social sobre o lucro;

ke = custo do capital próprio;

D/(D+E) = percentual das dívidas (*Debt*) na composição total de financiamento;

E/(D+E) = percentual do capital próprio (*Equity*) no total de financiamentos.

a) Custo de Capital de Terceiros – *kd*

Capital de Terceiros é definido como sendo os recursos obtidos por meio de empréstimos e que correspondem a rubricas ou contas do exigível, também denominada capital de empréstimos (NBR – 14653-4, 2001).

Brigham *et al.*(2008, p.615) afirmam que as vantagens da dívida são: os juros pagos são dedutíveis para fins de imposto de renda, o que reduz seu custo efetivo e o lucro não precisa ser dividido com os detentores da dívida, que recebem um retorno fixo. Contudo, as desvantagens residem no fato de que quanto maior o endividamento maior o risco da empresa, e, portanto, maior o custo tanto da dívida quanto do capital patrimonial, e na eventual necessidade de os acionistas cobrirem os juros, caso o lucro operacional não seja suficiente para cobrir as despesas decorrente de juros, o que pode levar à uma situação de inadimplência.

Segundo Gitman (2010), o prazo de vencimento e o montante do financiamento são variáveis que influenciam o custo das dívidas, sendo o custo específico de financiamentos determinado após o imposto de renda.

b) Custo do Capital Próprio – *ke*

Capital Próprio é definido como sendo os recursos dos sócios aplicados no empreendimento, comprometidos com seu desempenho e compondo seu patrimônio, também denominado capital de risco (NBR-14653-4, 2001).

Damodaran (2010), e Copeland; Koller; Murrin (2006) recomendaram a utilização do modelo CAPM (*Capital Asset Price Model*) na mensuração do custo do capital próprio, pois são

ajustados ao risco e levam em conta a inflação esperada, mesmo admitidas falhas de medição e de aplicação desse modelo.

O modelo CAPM, segundo vários autores, representa uma solução eficiente para a questão da mensuração e decomposição do risco total dos investimentos. Constituindo-se numa base logicamente consistente para a estimação do custo de capital próprio, o CAPM permite uma definição fundamentada do valor de mercado do capital próprio de empresas de capital fechado, assim como para qualquer ativo de capital existente na economia.

O CAPM indica o custo de capital próprio como a medida de risco em termos de variância não diversificável e relaciona o retorno esperado à sua medida de risco.

c) Estimação do Custo de Capital Próprio pelo CAPM

Pelo CAPM, o retorno de um ativo é dado por:

$$Erj = Rf + \beta\, E[\,(Rm) - Rf\,]$$

Onde:

***Erj* =** retorno esperado do ativo "*j*" ou custo do capital próprio;

Rf = taxa de retorno do ativo livre de risco;

E(Rm) = taxa de retorno esperado da carteira de mercado;

[E(Rm) – Rf] = prêmio por unidade de risco de mercado;

***β* =** coeficiente de risco sistemático (beta) do ativo "*j*".

Taxa Livre de Risco *(R_f)* - A taxa livre de risco equivale à taxa de retorno de um título ou carteira de títulos que não apresentam nenhuma variância no retorno.

Prêmio de Risco de Mercado *[E(Rm) - R_f]* - Consiste na diferença entre o retorno médio do mercado acionário *E(Rm)* e o retorno médio da taxa livre de risco *Rf*, em um dado período.

Coeficiente de Risco Sistemático – Beta *(β)* - É um indicador que mede como reage o preço de um ativo às oscilações do índice representativo de seu mercado, ou seja mede o grau de risco de uma empresa relativamente a um índice de mercado.

Para Damodaran (2010), os fatores determinantes do índice beta são:

- tipo de negócio da empresa: quanto mais sensível for o negócio às condições de mercado, maior será o beta;

- grau de alavancagem operacional**:** empresas com um alto grau de alavancagem operacional e consequente variabilidade em seus lucros terão um beta mais elevado do que empresas com

baixo grau de alavancagem operacional (determinada pela relação existente entre as receitas operacionais e o lucro antes de juros e impostos).
- alavancagem financeira: empresas com alto grau de alavancagem financeira terão betas mais elevados do que empresas com baixo grau de alavancagem financeira (definida como a capacidade da empresa em maximizar o lucro líquido, pela utilização de encargos financeiros fixos).

No caso de empresas sem dívidas, ou seja, capital de terceiros zero *(D=0)*, o beta não alavancado é igual ao beta do patrimônio líquido, e é determinado pelos tipos de negócios em que a empresa opera e sua alavancagem operacional. Para empresas que se utilizam de capital de terceiros, normalmente a relação "*D/E*" é maior que zero, resultando num beta do capital próprio (beta alavancado - β_L) maior que o beta dos ativos (beta não alavancado -β_u).

Contudo, para empresas de capital fechado ou empresas que não negociam regularmente suas ações no mercado, outras abordagens para a estimativa de betas podem se fazer necessárias. Nestes casos, Damodaran (2010) e Copeland; Koller; Murrin (2006), sugeriram a utilização de empresas comparáveis, que consiste na utilização das informações dos betas disponíveis de empresas negociadas em bolsa de valores, que sejam comparáveis com a empresa em análise, em termos de risco de negócios e alavancagem operacional. O beta médio não-alavancado do setor deve ser calculado e realavancado para a estrutura de capital da empresa que se pretende avaliar.

Segundo Damodaran (2010), para empresas de capital aberto, a literatura financeira traz de forma completa a definição de custo de capital. As exigências de divulgação de informações a que as empresas de capital aberto estão sujeitas fazem com que os analistas tenham disponibilidade de um conjunto amplo de informações, como histórico de lucros e projeções de crescimento futuro. O mesmo não ocorre, no entanto, com empresas de capital fechado. Para este segmento, praticamente não existem informações históricas disponíveis, e quando existem, geralmente têm se mostrado pouco confiáveis.

d) Estimação do Custo de Capital em Países em Desenvolvimento

Segundo Damodaran (2003) e Copeland *et al.* (2006), em países em desenvolvimento, em especial o Brasil, são encontrados diversos problemas para a estimação do custo de capital, devido principalmente aos seguintes fatores: falta de dados históricos confiáveis; baixa

competitividade do mercado; índices de mercado com elevada concentração de algumas ações negociadas; baixa representatividade de ações ordinárias no mercado acionário; baixa liquidez dos mercados; elevados riscos associados à incerteza macroeconômica e elevados riscos políticos.

Nesse contexto, há dificuldades para estimação das três variáveis do CAPM, que pressupõe a hipótese de mercado em equilíbrio: taxas livres de risco, betas e prêmios de mercado. Para contornar essas dificuldades, Damodaran (2003) sugeriu, para o cálculo do custo do capital próprio destas empresas, a utilização do modelo CAPM com dados norte-americanos, ajustado ao chamado Risco-País.

Para a taxa livre de risco *(Rf)*, recomendou a utilização da taxa dos títulos do tesouro americano de longo prazo, denominados *Treasury-Bonds* e para o prêmio de mercado *[E(Rm) - Rf]* recomendou, a utilização de períodos médios históricos longos dos retornos das ações do mercado norte-americano, sobre os títulos do tesouro americano.

Para a estimação do beta *(β)*, o autor sugeriu um procedimento alternativo de identificar empresas de capital aberto negociadas no mercado norte-americano, atuantes na mesma indústria e de estrutura similar à empresa em questão, e trabalhar com o beta médio não-alavancado encontrado para o setor, alavancando-o, posteriormente, de acordo com a estrutura de capital da empresa em análise.

A despeito de o modelo CAPM ser amplamente utilizado pelo mercado financeiro, Brigham *et a*l. (2008, p.201) comentam que estudos recentes tem levantado preocupações a respeito de sua validade, com destaque para o estudo de Eugene Famá e Kenneth French, que não encontrou relação entre os retornos históricos das ações e seus betas de mercado. Como alternativa ao CAPM tradicional, o autor relata que estão sendo utilizados os modelos multibeta, segundo os quais o risco é medido em relação a um conjunto de fatores – e não apenas em relação ao retorno de mercado - que determinam o comportamento dos ativos.

4.5.3 Taxa de Crescimento

Para Damodaran (2010), o valor da empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros esperados. Daí a importância da estimativa das taxas de crescimento de lucros e fluxos de caixa para a realização de uma avaliação razoável.

A determinação da taxa de crescimento pressupõe que sejam avaliados os determinantes do crescimento. Em geral, as taxas de crescimento podem ser obtidas das seguintes formas: baseadas no crescimento passado, com a utilização de estimativas feitas por analistas que acompanham a empresa, relacionadas a dados básicos da empresa, ou alguma combinação entre elas.

A abordagem das taxas históricas de crescimento utiliza a taxa média de crescimento do passado como uma estimativa para o futuro. Neste caso, há que se optar entre média aritmética e média geométrica: a média aritmética dá o mesmo peso às mudanças percentuais nos lucros em cada período e ignora os efeitos de composição dos lucros, enquanto a geométrica considera o efeito composto, mas focaliza a primeira e as últimas observações de lucros da série – ignora a informação das observações intermediárias e quaisquer tendências nas taxas de crescimento que possa ter se desenvolvido ao longo do período. A despeito disso, a média geométrica é considerada uma medida mais precisa do crescimento real dos lucros no passado, especialmente se o crescimento anual tiver sido inconstante (DAMODARAN, 2010).

Há que se considerar ainda que a taxa média de crescimento é sensível aos períodos inicial e final da estimativa, e, conforme enfatiza Damodaran (2010), a definição do período da estimativa depende do bom senso do analista, que deve ainda considerar a sensibilidade das estimativas históricas de crescimento à duração do período ao decidir o peso das taxas passadas nas estimativas.

O uso de taxas passadas como base para a estimação de crescimento futuro apresenta limitações, mais acentuadas em casos de empresas com alta variância nas taxas de crescimento e para empresas com comportamento cíclico.

A utilização de previsões de analistas é apontada como a melhor alternativa para estimar-se taxas de crescimento, já que os analistas levam em consideração: informações públicas e

particulares específicas sobre a empresa; informações macroeconômicas que podem impactar o crescimento futuro e, eventualmente, informações reveladas por concorrentes.
O autor ressalta ainda que, embora o crescimento de uma empresa possa ser medido pela história ou por previsões de analistas, ele é determinado pelas decisões fundamentais que uma empresa toma quanto às linhas de produtos, margens de lucro, alavancagem, investimentos e política de retenção dos lucros.

Além da taxa de crescimento para o período da projeção do fluxo, há que ser adotada uma taxa de crescimento para a perpetuidade, taxa essa de extrema importância dado o seu impacto no cálculo do valor residual.

4.5.4 Valor Residual

De maneira geral, pode-se considerar, para efeitos de projeção, que na perpetuidade as empresas tenderão a apresentar taxa de crescimento constante e igual à taxa projetada para a economia. A lógica dessa premissa tem base na expectativa de que mercados que apresentem crescimento acima da média por determinado período tenderão a atrair novos *players*, de forma que, no longo prazo, o crescimento das empresas e dos setores deverá ajustar-se, em média, ao crescimento da economia.

O fluxo de caixa esperado de uma empresa, como destaca Copeland (2006) pode ser dividido em dois períodos, definidos como:
Valor Empresa = valor presente do fluxo de caixa durante período de projeção + valor presente do fluxo de caixa após o período explicitado.
O segundo termo é o valor residual, que tem como base o conceito de perpetuidade.
O fluxo de caixa da empresa é descrito por:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCt}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCt_n}{(1+k)^t} + \frac{FCt_{n+1}}{k-g} * \frac{1}{(1+k)^n}$$

Onde:
FC_t = valor presente do fluxo de caixa da empresa
FC_{tn} = fluxo de caixa da empresa no período n (da projeção)
FCt_{n+1} = fluxo de caixa no período n+1, mantido até a perpetuidade

$FCt_{n+1} = FCt\ (1+g)$

k = taxa de desconto

g = taxa de crescimento na perpetuidade

4.5.5 Estrutura de Capital

Segundo a teoria de Modigliani & Miller, a estrutura de capital não afeta o valor da empresa. Isso implicaria que a forma pela qual uma empresa financia suas atividades não impacta seu valor. Contudo, essa teoria baseia-se em algumas premissas, tais como ausência de impostos, ausência de custos de falência e simetria de informação.

- Ausência de impostos: desconsiderando-se esse pressuposto, os autores apontaram que a dedutibilidade dos juros favorece o uso de financiamento por meio de dívida (BRIGHAM *et al*., 2008).

Alguns aspectos importantes devem ser considerados na tomada de decisão sobre a política de endividamento de uma empresa. O primeiro é o fato de que aumento de endividamento significa aumento de risco e uma maior percepção de risco tende a elevar custos. Portanto, à medida que a empresa eleva seu patamar de dívida, seus custos de financiamento, bem como as taxas de retorno requeridas por investidores, especialmente no caso de uma empresa de capital aberto, deverão se elevar. No Brasil, o patamar de custo real da dívida é outro aspecto relevante, já que as taxas de juros praticadas internamente, embora tenham apresentado significativa redução em especial ao longo deste ano, ainda podem ser consideradas elevadas, entre as maiores do mundo.

O pressuposto de simetria de informação implica que investidores e administradores têm exatamente a mesma informação sobre as perspectivas de uma empresa, o que também não pode ser afirmado, já que, em geral, os administradores têm melhores informações que os investidores, caracterizando uma informação assimétrica, que tem importante impacto na estrutura de capital (BRIGHAM, 2008).

4.6 Opções Reais

Embora se evidencie pouca possibilidade de aplicação do método de opções reais no processo de avaliação de empresas dos casos a serem estudados, é importante tecer alguns comentários sobre o método para melhor caracterizar a não aplicabilidade.

O método de opções reais, apesar de relativa complexidade, é considerado mais flexível que o método DCF, já que incorpora as flexibilidades operacionais e gerenciais da empresa, isto é, as possibilidades de investimentos em expansão e de eventual adiamento do investimento, caso seja considerado adequado. Com isso, os investimentos são comparados a opções: a empresa possui o direito de comprar um ativo, de postergar a decisão, cancelar novas etapas do investimento, ou alterar escala de produção, se julgar necessário (PASIN, 2004, p.66). Esse pesquisador ressalta que "a existência de incertezas e de flexibilidade na tomada de decisões são elementos fundamentais" que justificam o uso do método de opções reais na avaliação de projetos de investimento.

Copeland (2006), ao comparar a abordagem de opções reais com o VPL, argumenta que ambas as abordagens consideram todos os fluxos de caixa ao longo da vida de um projeto, ambas descontam os fluxos para o presente e ambas usam o custo de oportunidades de mercado para o capital. [...] Todavia, elas são fundamentalmente diferentes [...] Poderíamos dizer que o VPL é uma abordagem de opções reais que pressupõe não haver flexibilidade na tomada de decisões.

Na abordagem do VPL, como ressalta o autor, a incerteza dos fluxos de caixa não é modelada de forma explícita. Com isso, o método do VPL tende a subestimar o valor do projeto ou empresa, fornecendo um valor estático, que é inferior ao valor dinâmico de um projeto. A esse valor estático, deve ser acrescido o valor da opção.

Para avaliação da opção, uma alternativa considerada relativamente simples é utilizar a árvore de decisão binomial para precificações de opções, que se baseia numa fórmula pela qual o preço do ativo pode se deslocar para cima ou para baixo a qualquer momento.

Damodaran (2010) ressalta que num processo binomial multiperiódico, a avaliação deve ser efetuada iterativamente, começando-se no último período, e procedendo-se à análise para trás, até chegar ao momento atual.

O método de avaliação por opções oferece uma alternativa para avaliação de empresas em dificuldade, em que o valor do patrimônio líquido seja inferior ao valor de face da dívida.

Este autor destaca que se pode encarar o patrimônio como uma opção de compra da empresa, cujo exercício requer que a mesma seja liquidada e que o valor de face da dívida, que corresponde ao preço de exercício, seja quitado. Isto implica que o patrimônio terá valor ainda que o valor da empresa caia abaixo do valor da dívida devido à possibilidade que o valor do ativo suba acima do valor de face da dívida em algum momento anterior ao seu vencimento.

Minardi (2004, p.20) explicita ainda situações nas quais os projetos apresentam flexibilidade e incerteza gerenciais significativas, que devem ser modeladas para capturar seu valor, com base no método de opções reais:

- postergação de um projeto;
- expansão ou contração de escala de produção;
- abandono temporário ou definitivo de um projeto;
- alteração de matérias-primas ou produtos de um projeto;
- realização de investimentos subsequentes.

“A avaliação pelo método de opções pressupõe que será exercida sempre a política ótima de investimentos, o que nem sempre é possível, podendo resultar em estimativas de valores mais altos que os reais (*ibid*, p.131)”.

5. ABORDAGEM QUALITATIVA DE AVALIAÇÃO: AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO GLOBAL

Até aqui, foi abordada a avaliação de empresas e de direcionadores de valor sob a perspectiva financeira. Conforme ressalta Young (2003, p.244), os índices financeiros são indicadores perspectivos ou consequentes da criação de valor, isto é, explicam o desempenho apenas depois que o fato ocorre. Daí a importância de direcionadores não-financeiros de valor. O autor acrescenta que o "objetivo financeiro da empresa orientada para valor é criar um fluxo futuro de EVAs cada vez mais elevado, porém o melhor estimador de EVAs futuros não necessariamente será o EVA do ano corrente". Dessa forma, conclui que a mensuração de desempenho deve contemplar indicadores financeiros e não financeiros, prospectivos e perspectivos, e que o EVA, deve ocupar o centro do sistema de mensuração.

Dessa forma, surge a necessidade de uma análise que contemple o desempenho da empresa de forma global, com a utilização de múltiplos indicadores. A avaliação de desempenho global procura conhecer e medir o desempenho organizacional incluindo todas as variáveis ou dimensões que afetam a consecução dos objetivos e, consequentemente o desempenho organizacional, além de considerar os interesses dos diversos *stakeholders*.

A avaliação de uma empresa ou projeto consiste da análise de todos os aspectos relevantes (financeiros e não-financeiros) que norteiam sua *performance*, buscando-se uma medição que permita uma idéia clara da situação atual, evolução histórica e perspectivas. A compreensão de tais fatores e das relações causa-efeito deve favorecer a antecipação de problemas, bem como a definição de ações necessárias para evitá-los ou minimizá-los.

A avaliação requer a busca de um critério, pelo qual se possa concluir sobre a *performance* da organização ou projeto. É, portanto, crucial, que a avaliação seja abrangente, permita o entendimento das relações de causa e efeito, permita identificar os *key drivers* da companhia, e permita antecipar situações futuras, bem como efetuar previsões.

A seguir, estão apresentados quatro dos mais conhecidos e utilizados modelos disponíveis para avaliação do desempenho global das organizações, a saber, o PNQ (Prêmio Nacional de Qualidade), o *Skandia Navigator*, o Sigma *Sustainability* e o *Balanced Score Card* (BSC).

5.1 Prêmio Nacional de Qualidade (PNQ)

O PNQ trata-se de uma premiação anual criada pela Fundação Nacional de Qualidade (FNQ, 2008) em 1991, com o objetivo de reconhecer a excelência na gestão de empresas no Brasil. Para tanto, utiliza-se do MEG (Modelo de Gestão de Excelência), modelo de avaliação não prescritivo, que busca promover o entendimento dos requisitos para alcançar a excelência do desempenho, além de preocupar-se com a troca de informações sobre métodos e sistemas de gestão que alcançaram sucesso e sobre os benefícios decorrentes da utilização dessas estratégias (PNQ, 2008).

O Modelo de excelência de gestão (MEG) tem como referências o Baldrige National Quality Program, o International Organization for Standardization e o European Foundation for Quality Management, fundações responsáveis pelos prêmios de qualidade americano e europeu respectivamente. Baseia-se em 11 fundamentos de excelência e 8 critérios, que expressam valores atuais reconhecidos internacionalmente, e são os pilares e a base teórica de uma boa gestão. Os critérios são agrupamentos de requisitos afins, que por sua vez são características tangíveis, isto é, mensuráveis quantitativa ou qualitativamente, que constroem os fundamentos. O MEG aborda os contextos social, econômico e tecnológico, e utiliza o conceito PDCA - *plan, do, check, act* - para sua operacionalização.

De acordo com o modelo (PNQ, 2008), entende-se que a sobrevivência e o sucesso de uma organização estão diretamente relacionados à sua capacidade de atender às necessidades e expectativas de seus clientes. Por outro lado, para que haja continuidade de suas operações, a empresa deve atuar de forma responsável junto à sociedade. A liderança, com base nestas informações, estabelece os princípios da organização, pratica os fundamentos de excelência e define as estratégias para consecução dos objetivos da empresa. Esta é a etapa do Planejamento do ciclo PDCA (*Plan*). As pessoas devem estar capacitadas e motivadas, atuando em um ambiente propício e gerenciando adequadamente os processos, de forma a criar valor para clientes e aperfeiçoar o relacionamento com fornecedores. Esta é a etapa de Execução (*Do*) do ciclo PDCA. Para efetivar a etapa de Controle (*Check*), são mensurados os resultados em relação aos critérios definidos, que, em forma de Informações e Conhecimento, retornam a toda a organização para que esta possa buscar o aprendizado organizacional e as ações necessárias, fechando assim o ciclo PDCA (ou PDCA – *Act*).

Segundo o PNQ (2008), os 11 fundamentos para os critérios de excelência são:

- Abordagem por processos e informações: gerenciamento visando à melhoria dos processos e a agregação de valor às partes interessadas.
- Aprendizado Organizacional: busca e compartilhamento das melhores práticas que levem à inovação.
- Foco no cliente e no mercado: criação de valor de forma sustentada aos clientes.
- Desenvolvimento de parcerias: atividade conjunta com outras organizações visando plena utilização de competências.
- Inovação: promoção de mudanças significativas e ambiente favorável à criatividade.
- Liderança e constância de propósitos: comprometimento dos líderes e foco no objetivo comum.
- Geração de valor: obtenção de resultados que satisfaçam todas as partes interessadas.
- Responsabilidade social: relacionamento ético com *stakeholders* e meio ambiente.
- Valorização de pessoas: capacitação e motivação da força de trabalho.
- Visão de futuro: compreensão dos fatores que afetam o negócio e o mercado a curto e longo prazo.
- Pensamento sistêmico: organização como um sistema integrado.

Os oito critérios de excelência do MEG são: Liderança, Estratégias e planos, Clientes, Sociedade, Informações e conhecimento, Pessoas, Processos e Resultados.

O MEG se utiliza de pontuação pré-definida para cada um dos critérios e itens, considerando o potencial de contribuição para o desempenho global da organização de cada um destes. Os 8 critérios englobam 24 itens de avaliação que se subdividem em processos gerenciais e resultados organizacionais. Os itens de processos gerenciais evidenciam padrões de trabalho, métodos de controle, grau de disseminação, continuidade e integração. Começam com a palavra “como”, que solicita a descrição de práticas de gestão da organização, sem prescrever práticas, métodos ou ferramentas. Nesta dimensão, são avaliados os critérios: enfoque (adequação e proatividade); aplicação (disseminação e continuidade); aprendizado (refinamento) e integração (coerência, integração e inter-relacionamento).

O quadro 2 ilustra o sistema de pontuação, utilizando os critérios do MEG.

PROCESSOS GERENCIAIS

Critérios e itens…….....……....Pontuação Máxima

1. Liderança.....110
Governança corporativa.....40
Exercício da liderança….....….....….....….....40
Análise do desempenho da organização.....….....….....30
2. Estratégias e planos…….....…….....…….....60
Formulação…….....…….....…….....30
Implementação…….....…….....….....….....30
3. Clientes…….....……..….....….....60
Imagem e conhecimento de mercado…….....….....……...30
Relacionamento com clientes…….....……...30
4. Sociedade…….....60
Responsabilidade sócio-ambiental…….....30
Desenvolvimento social…….....30
5. Informações e conhecimento…….....60
Organização……..…….....…….20
Comparativas…….....….20
Ativos Intangíveis……..….....…….....…..20
6. Pessoas..…….....…….....90
Sistema de Trabalho….....30
Capacitação e desenvolvimento….....…..30
Qualidade de vida…….....30
7. Processos…….....110
Principais e de apoio…….....…….....50
De relacionamento com fornecedores…….....30
Econômico-financeiros…….....….....…....30

Quadro 2: Pontuação sugerida pelo MEG para processos gerenciais
FONTE: adaptado de PNQ, 2008.

Os itens de resultados organizacionais solicitam a apresentação de resultados, informações comparativas e explicações sobre eventuais tendências ou níveis atuais adversos. Nesta dimensão, são avaliados os fatores relevância, tendência e nível atual, sendo requeridas séries históricas, níveis requeridos e *benchmark*, conforme pontuação apresentada no quadro 3:

PROCESSOS DE RESULTADOS ORGANIZACIONAIS	
Resultados	**450**
Econômico-financeiros	100
Clientes e mercado	100
Sociedade	60
Pessoas	60
Processos principais e de apoio	100
Fornecedores	30

Quadro 3: Pontuação sugerida pelo MEG para resultados organizacionais
Fonte: adaptado de PNQ, 2008.

É requisitada ainda a descrição do perfil da organização, contendo: instituição; propósitos e porte; produtos e processos; sócios, mantenedores ou instituidores; força de trabalho; clientes e mercados; fornecedores e insumos; sociedade; parceiros e outras partes interessadas; concorrência e ambiente competitivo; organograma, histórico da busca da excelência e outros aspectos que sejam considerados relevantes.

O método de avaliação proposto pelo PNQ pode ser usado tanto para que as organizações concorram ao prêmio, como para auto-avaliação, não necessariamente envolvendo a presença de avaliadores externos.

Análise crítica do modelo

Podem ser atribuídas as seguintes **vantagens** ao PNQ:

- Pode ser útil para avaliação, diagnóstico ou desenvolvimento do sistema de gestão para qualquer tipo de organização;
- Contempla desempenho global da organização – visão sistêmica;
- Possibilita acompanhar a evolução de excelência da organização;
- Estimula participação de pessoas, cooperação interna entre setores e a cultura de excelência na organização;
- Foca em resultados e visão de futuro;
- Possibilita às organizações o entendimento dos requisitos fundamentais para seu desempenho, bem como os desafios, pontos fortes e oportunidades para melhoria;
- Pode ser usado para publicidade.

Como **desvantagens** atribuídas ao PNQ, menciona-se o fato de tratar-se de modelo pouco flexível, já que os critérios tem pontuação definida. Além disso, a aplicação pode ser complexa, exigindo treinamento interno e examinadores externos.

5.2 Skandia *Navigator*

O *Skandia Navigator* (Navegador Skandia) surgiu em 1995 na Suécia como resultado do trabalho de um grupo de pesquisa liderado por Leif Edvinsson, sobre como identificar, mensurar, monitorar e gerenciar os componentes do capital intelectual.

O capital intelectual é objeto de estudo de vários pesquisadores. Antunes (2000) relata que o termo capital intelectual apareceu pela primeira vez em 1994, em matéria publicada por Thomas Stewart, na *Fortune*, com o título: *Your company's most valuable asset: intellectual capital.* Para Edvinsson e Malone (1998) capital intelectual é composto por capital humano e capital estrutural, sendo que:

- Capital humano: é composto pelo conhecimento, a experiência, o poder de inovação e a habilidade dos empregados de uma companhia para realizar as tarefas do dia a dia. Inclui também os valores, a cultura e a filosofia da empresa. O capital humano não pode ser de propriedade da empresa.
- Capital estrutural: é composto por equipamentos de informática, *softwares*, bancos de dados, patentes, marcas registradas e todo o resto da capacidade organizacional que apóia a produtividade dos empregados.

O conceito de navegador surgiu da busca de uma linguagem diferente, usada para elaborar um relatório dinâmico, destinado a um público que ultrapasse as fronteiras da diretoria. Possui como meta ressaltar o processo contínuo de agregar fatores para a sustentabilidade a longo prazo da organização e alimentar suas raízes para que ela seja sustentável.

Esta definição vai de encontro com a definição de capital intelectual dos autores Edvinsson e Malone (1998) quando utilizam uma metáfora: comparam a empresa com uma árvore. A parte visível da árvore, expressa pelo tronco, galhos, folhas e frutos, corresponde com aquela parte da empresa evidenciada nas demonstrações contábeis e, consequentemente, conhecida pelo mercado. A parte oculta, representada pelas raízes, corresponde aos ativos intangíveis e, por conseguinte, ao capital intelectual.

O modelo Skandia é composto por dimensões:

- **Foco financeiro** - contempla o passado da organização, representado pelos demonstrativos financeiros: dados financeiros preliminares, capitalização financeira e documentação financeira.
- **Foco no consumidor** - são considerados cinco aspectos relacionados ao cliente: tipo; duração; sucesso; papel e suporte ao cliente.
- **Foco nos processos** – tem como premissas básicas atribuir valor monetário à tecnologia de processo quando esta contribuir para o valor da empresa, avaliar a real contribuição de valor dos processos para a produtividade da empresa e incorporar um índice de desempenho de processo para as metas padronizadas deste desempenho.
- **Foco na renovação e no desenvolvimento** – esta dimensão é dividida em seis áreas: clientes; atração de mercado; produtos e serviços; parceiros estratégicos; infraestrutura e empregados.
- **Foco humano** – busca novas relações de trabalho classificadas em: empregados de escritório; teletrabalhadores (à distância); guerreiros de estrada (campo de batalha); ciganos corporativos; empregados que precisam trabalhar nas instalações do fornecedor; parceiro ou cliente e empregados terceirizados, em regime de tempo parcial ou temporários.

A representação gráfica do modelo tem forma de casa, onde o triângulo representa o passado da empresa por meio de demonstrações financeiras tradicionais, a parte interna representa o presente, o retângulo representa o futuro da empresa e o alicerce da casa; e o elemento central, que é o fator humano, representa a força ativa da organização, dando suporte às demais dimensões.

A avaliação da empresa é feita por meio de indicadores que devem ser agrupados de maneira coerente em cada uma das dimensões, que por sua vez devem ser agrupadas de maneira coesa, agindo como um guia.

5.3 Sigma *Sustainability*

Na década de 70, iniciou-se uma crítica ao modelo de desenvolvimento econômico praticado, com o reconhecimento de seus impactos negativos sobre o meio ambiente e as estruturas sociais existentes, e o questionamento sobre os benefícios por ele gerados para a sociedade como um todo. Surgiu então o conceito de desenvolvimento sustentável. Segundo essa nova visão, o foco do desenvolvimento deveria ser o suprimento das necessidades básicas: nutrição; saúde; higiene; educação e emprego.

Segundo Gonçalves, Souza e Pereira (2006, p.3), uma empresa pode ser considerada sustentável se gerenciar e conseguir bons resultados nas áreas econômica, ambiental e social concomitantemente. O conceito de sustentabilidade, como visto aqui, não é o mesmo utilizado na gestão empresarial (vantagens competitivas sustentáveis), mas a ele pode ser adicionado, formando o conceito ampliado da teoria de três pilares (*Tripple Bottom Line*), desenvolvida por Elkington (2001). Ele define que a sociedade depende da economia, e a economia depende do ecossistema global, cuja saúde representa o pilar derradeiro, os três podendo ser representados como placas sobrepostas, interferindo umas nas outras.

Para Carvalho e Viana (1998) o desenvolvimento sustentável apresenta três grandes dimensões principais: crescimento econômico; equidade social e equilíbrio ecológico. Em outras palavras, o desenvolvimento sustentável equilibra as dimensões econômica, social e ambiental (*triple-bottom line*). O autor continua afirmando que o estabelecimento de uma civilização na qual ocorra uma distribuição mais equitativa das riquezas é o principal objetivo da sustentabilidade social. Uma melhor alocação dos recursos e uma melhor gestão possibilitariam a sustentabilidade econômica. O equilíbrio social é visto como medida da eficiência econômica e não da lucratividade empresarial. A sustentabilidade ambiental seria alavancada pela limitação no uso dos recursos esgotáveis e sua substituição pelos renováveis, pela limitação no consumo, pela geração de tecnologias limpas, além da criação e consolidação de mecanismos administrativos de proteção ambiental.

Neste contexto, surge o modelo de avaliação de desempenho global Sigma *Sustainability*. O método baseia-se em dois pilares: gestão holística da empresa, considerando cinco tipos de capital que refletem na organização como um todo: humano; social; financeiro; manufaturado; natural e exercício constante de *accountability*, ou seja, a organização sendo transparente e

responsiva aos *stakeholders* e respeitando as regras e padrões relevantes (SIGMA PROJECT, 2008).

- Capital humano – incorpora o capital intelectual e gestão do conhecimento, motivação e saúde, enfim todos os elementos necessários para as pessoas se engajarem em trabalhos produtivos e criação de valor.
- Capital Social – é todo valor agregado às atividades e resultados econômicos de uma organização pelas relações humanas, parcerias e cooperação.
- Infraestrutura manufatureira- incorpora tecnologias, bens e infraestrutura que a empresa possui ou controla, e que contribuem para a produção de produtos ou serviços.
- Capital Natural – são os recursos naturais e o sistema ecológico, dos quais as organizações dependem e sobre os quais causam impactos hoje e no futuro.
- Capital Financeiro – engloba os itens tradicionais de avaliação e comunicação de desempenho e sucesso a acionistas, investidores, órgãos reguladores e governo.

No sentido de aumentar a *accountability*, o modelo indica como caminhos: identificar quem afeta e é afetado pela organização; mensurar; reportar e obter *feedback* da sustentabilidade; engajar os *stakeholders*; avaliar resultados; desenvolver e acompanhar o código de ética e de conduta; identificar prioridades e indicadores-chave e utilizar a governança para aumentar confiabilidade.

O *framework* de gestão proposto pelo método SIGMA propõe um ciclo de gestão de quatro fases, baseado no tradicional PDCA (*plan, do, check, act*), e embute as questões de sustentabilidade nos processos-chaves da empresa.

O *Scorecard* Sigma de Sustentabilidade pode ser construído por meio de um modelo de quatro fases:

- Identificar e acordar os valores, visão e missão organizacionais;
- Identificar e acordar áreas chaves de desempenho para se alcançar a visão e a missão em acordo com os valores;
- Construir e acordar um modelo direcionador (*driver*) que explicite as áreas chaves com a visão e a missão;
- Identificar e acordar os indicadores para medir o sucesso, identificar o desempenho atual e definir objetivos.

5.4 *Balanced Score Card* (BSC)

O *Balanced Scorecard* (*BSC*) desenvolvido por Kaplan e Norton em 1992, resultou das necessidades de captar a complexidade da *performance* na organização. O BSC não é apenas uma ferramenta de indicadores, mas um sistema para a "gestão da estratégia", que traduz visão e estratégia em objetivos e medidas organizadas de acordo com quatro perspectivas: financeira; dos clientes; dos processos internos e do aprendizado e crescimento (KAPLAN; NORTON, 1997, p.9).

A perspectiva financeira monitora se a estratégia da empresa está contribuindo para a melhoria dos resultados financeiros. As metas financeiras se relacionam com rentabilidade, crescimento e valor para os acionistas. Já a dimensão do cliente pressupõe definições quanto ao mercado e segmentos nos quais a organização deseja competir. A organização deverá traduzir em medidas específicas os fatores importantes para os clientes. Em relação aos processos internos, as organizações identificam os processos críticos para a realização dos objetivos das duas perspectivas anteriores. Os indicadores relativos aos clientes e aos acionistas devem ser apoiados por processos internos. E na perspectiva do aprendizado e do crescimento, as empresas com condições de obterem resultados acima da média são as que possuem capacidade de aprender. A capacitação da organização se dará por meio dos investimentos em novos equipamentos, em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, em sistemas e procedimentos e nos recursos humanos da empresa (PRIETO *et al*, 2006).

Nesse sentido, segundo os próprios criadores, o BSC deve levar à estruturação de uma rede de indicadores de desempenho, expresso em um documento único, que deve atingir todos os níveis organizacionais, tornando-se uma ferramenta para comunicar e promover o comprometimento geral com a estratégia da corporação (KAPLAN; NORTON, 1997). O modelo estrutura essa rede de indicadores de *performance*, mostra as relações de causa e efeito entre as dimensões pré-estabelecidas e traduz a estratégia da alta administração para objetivos operacionais e de ação.

Pensando de forma integrada a relação de causa e efeito, o *balanced scorecard* traduz o conhecimento, habilidades e sistemas que os empregados precisarão (seu aprendizado e crescimento) para inovar e construir as capacidades estratégicas certas e eficientes (processos

internos) que entregarão valor ao mercado (clientes), os quais proporcionarão o aumento do valor ao acionista (financeiro) (PRIETO *et al*, 2006).

Desta forma, o BSC parte do princípio que o objetivo corporativo preponderante é a criação de valor para os acionistas, e que isto "só é possível pela satisfação de todos os demais intervenientes de uma organização - por exemplo, clientes, funcionários e fornecedores." (YOUNG, 2003, p. 253). Para ser capaz de fornecer aos clientes valor superior ao dos concorrentes, ressalta Young, são necessários funcionários, que por sua vez devem contar com o suporte de processos internos, sistemas, treinamento e aprendizagem organizacional.

Pré-requisitos para a implementação do BSC:

- Comprometimento da alta administração: Kaplan (1997) argumenta que gerentes intermediários podem não estar preparados para entender a estratégia nem o projeto do *BSC* como um todo. O autor se refere ao comprometimento da gerência como fator tão importante como conhecimento e autoridade e enfatiza que a posição da alta administração deve ser a de dividir funções e responsabilidades, de forma a evitar o isolamento durante a implementação do *BSC*.
- Capacitação profissional: é essencial para que o BSC reflita de fato a estratégia de longo prazo da organização. Deve-se evitar foco em métricas e resultados de curto prazo, que geram um viés no método (PRIETO *et al*, 2006).
- Sistema Informatizado para gerenciamento e compartilhamento de informações: extremamente importantes, devem ser coordenados com o trabalho estratégico inicial da gestão que irá criar os objetivos, medidas, metas, iniciativas e *scorecards* interligados por toda empresa (KAPLAN, 1997).

Além disso, a equipe encarregada da implementação do *BSC* é de extrema importância. Deve-se compor uma equipe estrategicamente posicionada, multifuncional e integrada, de forma a analisar em detalhes a estratégia e os valores da empresa como um todo (PRIETO *et al*, 2006).

Uma das principais vantagens do modelo é que permite que as organizações descrevam e comuniquem a estratégia de maneira compreensível para os níveis hierárquicos e que sirvam de base para a ação (KAPLAN; NORTON, 1997). Young (2003, p. 253) destaca que "o documento dá à gerência uma visão rápida e conveniente das principais tarefas que devem ser

executadas e de como elas serão mensuradas com o fim de transformar a visão e a estratégia fixadas pelos altos executivos para criar valor para os acionistas."

Para os próprios criadores do modelo, diversas empresas encontraram dificuldades na implementação do *BSC*, com o uso significativo de recursos humanos e financeiros, sem os resultados desejados (KAPLAN; NORTON, 1997). As principais dificuldades ou pontos críticos para a utilização do BSC seriam (PRIETO *et al.*, 2006):

- Escolha eficaz dos indicadores: dificuldade de construção de indicadores, além das quatro perspectivas muitas vezes não estarem balanceadas.
- Estabelecimento dos procedimentos e sistemas de medição adequados.
- Alinhamento da comunicação: os processos de implementação de sucesso em geral possuem uma estrutura formal e processos de comunicação bem definidos, atrelados a um forte alinhamento estratégico, desdobrados em processos críticos também bem definidos, para as quatro perspectivas estratégicas,
- Percepção de implantação do BSC como único evento e não como processo contínuo.

Sousa e Almeida (2006, p. 118) consideram o modelo "muito simples ao explicar toda a variação do valor da empresa", destacando que ele "explica completamente o fator mais relevante", porém não necessariamente os demais fatores, tais como gestão sobre a estrutura do setor e o relacionamento com o mercado financeiro.

6. METODOLOGIA DE PESQUISA

6.1 Métodos Existentes

Pesquisa é, por excelência, a forma de se adquirir conhecimento científico. Lakatos e Marconi (2009, p.43) definem a pesquisa como "um procedimento formal, com método de pensamento reflexivo que requer um tratamento científico [...] para se conhecer a realidade ou descobrir verdades parciais" e acrescentam que pesquisar "significa encontrar respostas para questões propostas, utilizando métodos científicos." Marinho (2008) define pesquisa como "um conjunto de etapas, ordenadamente dispostas, a serem vencidas na investigação de um fenômeno." Para que a pesquisa resulte em conhecimento científico, portanto, é necessário que ela seja organizada, e contenha uma metodologia clara e rigorosa.

As finalidades de uma pesquisa são: investigar alguma situação ou problema existente; fornecer soluções para um problema; explorar e analisar questões mais gerais; construir ou criar um novo procedimento ou sistema; explicar um novo fenômeno; gerar novo conhecimento ou combinações dos itens anteriores. Para atingir tais finalidades, a pesquisa se utiliza de etapas ou fases: formular o problema; desenhar um projeto de pesquisa; coletar dados, analisar e interpretar os dados coletados e preparar o relatório de pesquisa. Na etapa de planejamento ou projeto da pesquisa, devem ser definidos seus objetivos totais e parciais, os métodos a serem utilizados e a forma de coleta e análise de dados.

Existem diversas técnicas de pesquisa, e são diversos os critérios para a classificação dos tipos de pesquisa, que podem apresentar grandes variações, de acordo com o enfoque dado pelo autor (LAKATOS; MARCONI, 2007).

Gil (2008) apresenta uma classificação de pesquisa de acordo com os procedimentos técnicos utilizados, subdividindo-as em pesquisas bibliográfica, documental, experimental, *ex-post-facto*, levantamento, estudo de caso, pesquisa-ação e pesquisa participante. Já Pádua (2007) ressalta que existem vários modelos apresentados por diferentes autores e instituições para a organização de projetos. Tais modelos anunciam a intenção do pesquisador de desenvolver trabalho científico sobre um tema e a forma como o trabalho deve ser encaminhado, sendo que a descrição e o levantamento das hipóteses merecem atenção especial, já que se constituem no núcleo do projeto. A autora aponta para uma classificação baseada nos

principais recursos técnicos utilizados, de acordo com a coleta de dados, que relaciona como: pesquisa bibliográfica; experimental; documental; entrevistas; questionários e formulários; observação sistemática; estudo de caso e relatórios: de pesquisa; de estágio; etc.

Para Lakatos e Marconi (2007), as técnicas de pesquisa podem ser identificadas como de "documentação indireta", em que se incluem pesquisa documental e pesquisa bibliográfica; "documentação direta", que considera a pesquisa de campo e seus diferentes tipos; pesquisa de laboratório; observação direta intensiva, em que constam as diferentes técnicas de observação e entrevistas; observação direta extensiva, em que constam os questionários, formulários; além de outras técnicas que envolvem os testes e a sociometria, sendo exemplos a análise de conteúdo e a história de vida.

Creswell (2009), Lakatos e Marconi (2009), Mattar (2006), Yin (2005), Roesch (1999), Pádua (2007) e diversos autores consideram que as técnicas de pesquisa variam de acordo com a natureza das variáveis, com os objetivos a que a pesquisa se propõe e com o grau em que o problema de pesquisa está cristalizado.

6.1.1 Natureza das Variáveis

Em relação à natureza das variáveis, as técnicas de pesquisa são divididas em quantitativas e qualitativas, conforme ilustração 1.

.

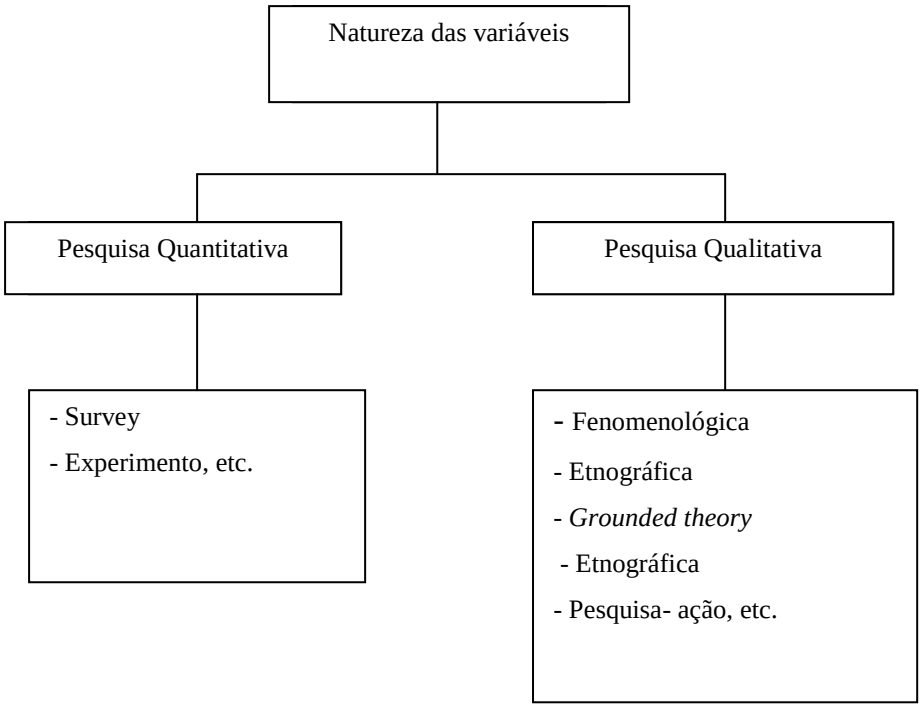

Ilustração 1: Técnicas de pesquisa de acordo com a natureza das variáveis.
Produção do autor.

Pesquisa quantitativa, segundo os autores, é a investigação científica sistemática de fenômenos e suas relações, sendo largamente utilizada em ciências naturais e ciências sociais. Seu objetivo é desenvolver e empregar modelos matemáticos, teorias e hipóteses pertinentes ao problema. O uso de "medidas" é central em pesquisa quantitativa por fornecer a conexão fundamental entre observações empíricas e expressões matemáticas de relações quantitativas.

Segundo Roesch (1999, p.130)**,** pesquisa quantitativa é recomendada quando se deseja medir relações entre variáveis (associação causa-efeito), ou para avaliar o resultado de algum sistema ou projeto, sendo ainda apropriada para avaliar mudanças em grandes organizações.

Para Pádua (2007), a pesquisa quantitativa apresenta-se associada à garantia de objetividade devido aos instrumentos e técnicas de mensuração e pela neutralidade do próprio pesquisador frente à investigação da realidade.

Cooper e Schindler (2003, p.130), por outro lado, destacam que "os estudos estatísticos são voltados para amplitude e não para profundidade", e buscam "captar as características de uma população ao fazer inferências das características de uma amostra."

A pesquisa qualitativa não se utiliza da produção de medidas quantitativas de características, mas pode ser definida como a tentativa de uma compreensão detalhada dos significados e características situacionais apresentadas pelos entrevistados. Seu foco de interesse está no trabalho de descrição, considerado fundamental “na medida em que organiza os dados para a busca dos resultados ao longo da análise.” (LIMA, 2008). Trata-se, portanto, de uma pesquisa de cunho descritivo, e não explicativo. O autor destaca que a interpretação ou perspectiva do pesquisador impacta este tipo de técnica de pesquisa, que é comumente usada em estudos de ciências humanas, sociais e sociais aplicadas, recomendável quando se busca entender fenômenos de estudo que envolvem questões subjetivas e para exploração de novos temas.

Verificam-se, entre os autores, muitas variações de opiniões sobre a utilização destes dois tipos de técnicas, porém parece haver consenso sobre algumas questões, quais sejam: a pesquisa qualitativa é mais subjetiva, pode consumir mais tempo e é mais difícil de ser generalizada. A pesquisa quantitativa, por sua vez, é mais objetiva, capaz de testar hipóteses, mas pode perder detalhes relevantes ao estudo.

O quadro comparativo 4 evidencia as principais características de cada um, e as principais diferenças entre os dois métodos:

Pesquisa Qualitativa	Pesquisa Quantitativa
Objetivo: descrição completa e detalhada	Objetivo: classificar e contar características, e construir modelos estatísticos visando explicar o observado
Pesquisador não necessariamente tem uma idéia clara sobre o que está procurando.	Pesquisador sabe claramente o que está procurando.
Recomendada em fases iniciais do projeto	Recomendada em fases mais avançadas do projeto.
O *design* da pesquisa surge conforme o estudo de desenvolve.	Todos os aspectos do estudo são cuidadosamente desenhados antes da coleta de dados.
Dados são em forma de palavras, figuras e objetos.	Dados são em formato numérico e estatístico.
Subjetiva: interpretação de eventos por indivíduos é importante. Utiliza observação, entrevistas em profundidade, etc.	Objetiva: busca a análise e mensuração precisa dos conceitos. Utiliza-se de questionários, *surveys*, etc.
Dados qualitativos são mais "ricos", consomem maior tempo e são menos passíveis de generalização.	Dados quantitativos são mais eficientes, possibilitam testes de hipóteses, mas podem perder detalhes contextuais relevantes.
Pesquisador tende a tornar-se subjetivamente imerso no problema.	Pesquisador tende a manter-se objetivamente separado do problema.

Quadro 4: Pesquisa Qualitativa versus Pesquisa Quantitativa
Fonte: adaptado de Neill, J., 2007.

Pope e Mays (1995) destacam que os métodos quantitativos e qualitativos não se excluem: são métodos com ênfase e formas diferentes. Sobre os métodos qualitativos, argumentam que podem contribuir para a melhor compreensão dos fenômenos, já que agregam ao trabalho de pesquisa uma mistura de procedimentos de cunho racional e intuitivo. Os autores afirmam que se pode distinguir o enfoque qualitativo do quantitativo, mas não seria correto afirmar que guardam relação de oposição.

Gil (2008) considera que não se deve "rotular" a pesquisa como quantitativa ou qualitativa, mas sim as técnicas utilizadas, já que existem técnicas quantitativas para análise de dados qualitativos e vice-versa. Alguns tipos de pesquisa, contudo, são considerados eminentemente quantitativos (como *survey* e experimento) ou qualitativos, dentre os quais se mencionam: pesquisa biográfica; fenomenológica; *grounded theory*; etnográfica e pesquisa-ação.

Survey (ou levantamento) pode ser descrita como a obtenção de dados de informações ou características de determinado grupo, considerado representativo de uma população-alvo,

geralmente utilizando-se de questionários como instrumento de pesquisa (CRESWELL, 2009). É apropriada quando o foco de interesse é sobre algo que está acontecendo, ou como e por que está acontecendo, quando não se tem interesse ou possibilidade de controlar as variáveis dependentes e independentes e quando o ambiente natural é a melhor situação para o estudo do fenômeno de interesse, que ocorreu no passado recente ou ocorre no presente.

De acordo com Gil (2008), na pesquisa de levantamento procede-se à solicitação de informações a um grupo significativo acerca do problema estudado, por meio de interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer. Mediante análise quantitativa, podem-se obter as conclusões correspondentes aos dados coletados.

Experimento é utilizado para avaliação de mudanças ou diferenças numa situação. Normalmente utiliza-se de formação de grupos (experimental e de controle) e da aplicação de testes para as avaliações (ROESCH, 1999, p.131).

Pesquisa biográfica trata-se do estudo de um indivíduo e suas experiências, como relatadas ao pesquisador ou informadas em documentos. Já a pesquisa fenomenológica baseia-se nas experiências vividas por vários indivíduos sobre um conceito. Na pesquisa etnográfica, o pesquisador fica imerso num contexto ou problema por um longo período, e baseia suas pesquisas em interpretação de um grupo cultural ou social. *Grounded theory*, ou teoria embasada, objetiva descobrir uma teoria ou esquema analítico de um fenômeno fortemente baseado na realidade (CRESWELL, 2009).

Pesquisa – ação tem o objetivo de que o pesquisador se insira no contexto, intervenha e melhore a situação (LIMA, 2008). Neste caso, o pesquisador exerce um papel caracterizado como o de um consultor, orientador, ou colaborador.

6.1.2 Objetivo e Grau de Cristalização do Problema

No aspecto objetivo e grau de cristalização do problema, as pesquisas dividem-se em exploratórias, conclusivas descritivas e explicativas (MALHOTRA, 2008; MATTAR, 2005), conforme ilustração 2.

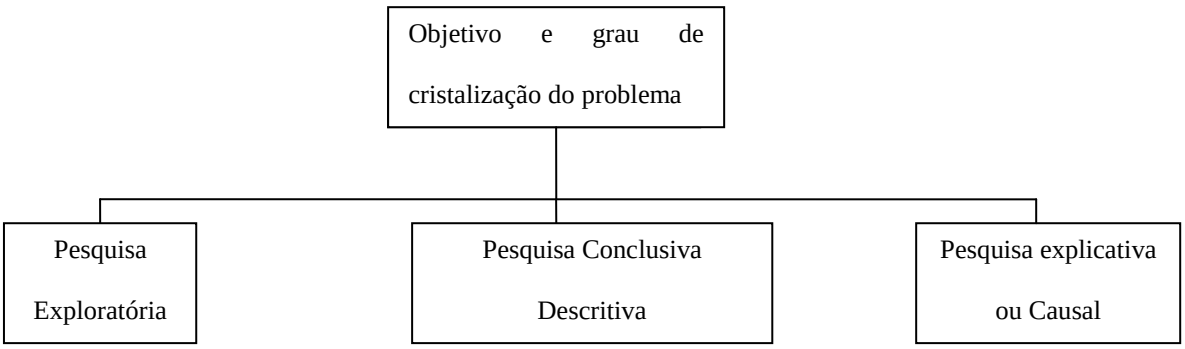

Ilustração 2: Tipos de pesquisa de acordo com o objetivo e grau de cristalização do problema
Produção do autor.

a) Exploratória – tipo de pesquisa utilizado quando se tem pouca familiaridade com um fenômeno, visando aprimorar o conhecimento sobre um problema, e muitas vezes contribuindo para a formulação das hipóteses. Não tem o objetivo de fornecer respostas ao problema, e, por sua natureza, trata-se de uma pesquisa sem rigidez em termos de sequência ou de passos a serem seguidos (GIL, 2008). É geralmente usada nos primeiros estágios da investigação científica, para ajudar a estabelecer as prioridades a serem pesquisadas e para classificar conceitos (MATTAR, 2006). Esse tipo de pesquisa habitualmente assume contornos qualitativos, mas pode ser quantitativa.

Mattar (2006) menciona como principais métodos para a realização de estudos exploratórios os levantamentos em fontes secundárias (pesquisa bibliográfica, pesquisa documental, levantamentos estatísticos e de pesquisas realizadas), levantamentos de experiências, estudos de casos e observação informal.

- Levantamentos em fontes secundárias - (livros, artigos na imprensa, trabalhos acadêmicos, estatísticas ou documentos), segundo Mattar (2006), são utilizados para se amadurecer ou aprofundar um problema de pesquisa, e ressalta que o importante nas pesquisas exploratórias

em geral “é descobrir idéias e explicações possíveis para o fato ou fenômeno” a ser investigado.

- Levantamentos de experiências - de modo geral o experimento é o mais tradicional meio de se realizar uma pesquisa. Consiste em determinar um objeto de estudo e selecionar as variáveis que seriam capazes de influenciá-lo, definindo as formas de controle e de observação dos efeitos que a variável produz no objeto em condições determinadas.

- Estudo de casos - é uma estratégia de pesquisa que busca examinar um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto (YIN, 1981). Sua importância consiste em proporcionar bases para que se investigue cientificamente o tema, e aplica-se para o estudo de fenômenos pouco conhecidos. Estudos de caso são usualmente classificados como uma abordagem qualitativa, embora alguns considerem que podem trabalhar com evidência qualitativa ou quantitativa. Para Roesch (1999, p.156):

> O estudo de caso como estratégia de pesquisa pode ser usado de modo exploratório (visando levantar questões e hipóteses para futuros estudos, por meio de dados qualitativos), descritivo (buscando associações entre variáveis, normalmente de caráter qualitativo) e mesmo explanatório.

- Observação informal- trata-se da observação contínua de objetos, fatos e comportamentos, que para utilização em pesquisas exploratórias deverá ser informal e dirigida, centrada em aspectos de interesse para o problema em estudo (MATTAR, 2006).

b) Pesquisa Conclusiva Descritiva – visa descrever com precisão as características de um grupo, fato ou fenômeno. Neste tipo de pesquisa, o problema já é conhecido, porém deseja-se avançar do conhecimento básico. Diferentemente dos estudos exploratórios, estudos descritivos são normalmente estruturados com hipóteses ou questões investigativas claramente declaradas (COOPER; SCHINDLER, 2003). Neste tipo de pesquisa, como destaca Mattar (2006) o pesquisador precisa saber exatamente o que pretende com a pesquisa, ou seja, quem ou o que deseja medir, quando, onde e por que deverá fazê-lo.

Os autores mencionados consideram que a pesquisa descritiva é utilizada para descrever fenômenos ou características de grupos, estimar proporções de uma população que possuam tais características e descobrir as associações entre diferentes variáveis.

c) Explicativa ou causal – visa o estabelecimento de relações causais entre as variáveis. A dificuldade para se determinar relação causa-efeito, dada a forte presença de multicausalidade,

isto é, o fato de que raramente se pode relacionar uma única causa a determinado efeito, dificulta o uso deste tipo de pesquisa em Administração (GIL, 2008).

Cabe ressaltar que alguns autores, como Yin (2005) e Roesch (1999), consideram que cada estratégia de pesquisa pode ser usada para os três propósitos mencionados.

6.2 Método de Pesquisa Adotado: Estudo de Casos

Para esta pesquisa, foram considerados os métodos de desenvolvimento de trabalho científico existentes, optando-se pelo estudo de caso.

Yin (2005, p.23) descreve as principais estratégias de pesquisa: experimento, levantamento, análise de arquivos, pesquisa histórica e estudo de caso e destaca que cada estratégia possui características distintas, o que, contudo, não implica que "os limites entre as estratégias sejam bem delimitados", havendo "grandes áreas de sobreposição entre elas." Segundo o autor, o que diferencia as estratégias são três condições, a saber: 1) o tipo de questão de pesquisa proposta; 2) a extensão do controle que o pesquisador tem sobre eventos comportamentais atuais e 3) o grau de enfoque em acontecimentos contemporâneos em oposição a acontecimentos históricos. Estudos de caso, ainda segundo o autor, "representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo "como" e "por que", quando o pesquisador tem pouco controle sobre os acontecimentos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em um contexto da vida real." (*ibid.*, p.18).

O estudo de casos é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira que permite o seu amplo e detalhado conhecimento, tarefa praticamente impossível mediante os outros delineamentos considerados (GIL, 2009).

Gil ressalta que estudos de caso são recomendáveis nas fases iniciais de uma investigação sobre temas complexos, para a construção de hipóteses ou reformulação de problema. E que por sua flexibilidade, embora sua maior utilidade seja verificada em pesquisas exploratórias, também se aplicam com pertinência quando se conhece suficientemente o objeto de estudo. Para Yin (2005), estudos de caso, bem como as principais estratégias de pesquisa, podem ser utilizados com propósitos explanatórios, exploratórios ou descritivos.

Como principais vantagens do estudo de caso, Gil (2009) menciona o estímulo a novas descobertas, a ênfase na totalidade ou na multiplicidade de dimensões de um problema e a simplicidade dos procedimentos em relação a outros tipos de delineamento, que resulta em relatórios com linguagem e forma mais acessíveis do que outros relatórios de pesquisa.

Yin (2005) ressalta que, embora sejam usualmente classificados como uma abordagem qualitativa, estudos de caso podem trabalhar com evidência qualitativa ou quantitativa.

Na pesquisa adotada neste trabalho, optou-se por efetuar um estudo qualitativo de três casos analisados em profundidade, com o uso de informações obtidas em entrevistas, e um estudo quantitativo envolvendo alguns dos mais utilizados métodos de avaliação de criação de valor, bem como avaliação por meio de direcionadores de valor.

Diversas pesquisas sugerem que informações não-financeiras tendem a se constituir em indicadores de *performance* futura de grande relevância não contida nas informações contábeis tradicionais (SCHIEHLL, 2001, p.11) .

6.2.1 – Os casos escolhidos

Com o objetivo de melhor entender os aspectos envolvidos na criação ou destruição de valor em transações de M&A, são efetuados três estudos de caso. Foram escolhidas operações que ocorreram no Brasil nos últimos dois anos envolvendo empresas abertas, isto é, as duas empresas "combinadas", em caso de fusão, ou a adquirente e a adquirida, em caso de aquisição, tratam-se de empresas abertas. Todas as empresas envolvidas nas transações fazem parte do Novo Mercado da BOVESPA, isto é, aderem a elevados padrões de governança corporativa e suas ações apresentam elevada liquidez e compõem o índice BOVESPA. São analisadas as operações entre Itaú e Unibanco, a combinação de Sadia e Perdigão e a compra da Aracruz pela VCP.

É importante destacar a relevância das operações em estudo, que envolvem empresas em posição de liderança em seus setores e que foram escolhidas empresas de capital aberto em razão de maior acesso e confiabilidade das informações necessárias para as análises. Deve-se ressaltar ainda que informações referentes a fusões e aquisições são de difícil obtenção por sua grande sensibilidade, o que explica em parte a escassez de trabalhos sobre o tema no

Brasil. Outro aspecto considerado na escolha foi o fato de que os setores de “alimentos e bebidas” e “bancos e instituições financeiras” ocupam respectivamente a primeira e a quarta posição no *ranking* por número de operações no Brasil nos últimos 15 anos, segundo dados do Relatório de Fusões e Aquisições da KPMG de 2008, o que os caracteriza como setores relevantes no contexto das fusões e aquisições ocorridas no país.

6.2.2 Coleta de dados

Para os estudos quantitativos, são utilizados dados secundários das empresas analisadas, com base nas informações disponíveis sobre as empresas nos respectivos *sites.* Cabe ressaltar que as operações analisadas envolvem companhias abertas que participam do Novo Mercado da BOVESPA, portanto as informações financeiras objeto de análise são informações auditadas enviadas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e utilizadas pela comunidade financeira nacional e internacional. Os dados de mercado referentes às ações são extraídos do *site* da Economática.

Gil (2009) ressalta que, nas pesquisas documentais, os documentos a serem utilizados, em sua maioria, consideram registros e informações que não receberam tratamento analítico, e que os estudos obedecem às seguintes fases: determinação dos objetivos; elaboração do plano de trabalho; identificação das fontes; localização das fontes e obtenção do material; tratamento dos dados; confecção das fichas ou tabelas e redação do trabalho. Foram identificados os indicadores de desempenho a serem analisados considerando-se as características dos diferentes setores, que foram organizados em tabelas.

Os aspectos qualitativos baseiam-se em entrevistas abertas com pessoas do Departamento de Relações com Investidores das empresas. Participaram das entrevistas o Superintendente de Relações com investidores do Banco Itaú, a gerente de RI do Unibanco, a gerente de RI e uma assistente da Brasil *Foods* e a especialista de RI e uma assistente da Fibria. As entrevistas versaram basicamente sobre as motivações das empresas para transações de fusões ou aquisições, o processo de integração e a avaliação das operações pelas empresas. Foram agendadas em contatos prévios, nos quais foram esclarecidos os objetivos e os temas a serem abordados. As entrevistas foram transcritas, analisadas e o resultado das análises foi submetido aos entrevistados.

6.2.3 – Procedimentos Adotados e Análise de Dados

O estudo consiste de avaliação pelo uso de alguns dos métodos mais utilizados para avaliação de criação de valor, quais sejam: valor patrimonial; valor de mercado (curto e longo prazos); EVA® e avaliação pela identificação dos principais elementos que caracterizam o desempenho empresarial, analisando-se aspectos quantitativos, como evolução do faturamento, lucratividade, investimentos, retorno sobre o investimento, entre outros, considerados os principais direcionadores de valor, de forma a se comparar *performance* antes e depois da transação (RAPPAPORT; 2001), bem como análise das informações obtidas nas entrevistas, visando o entendimento das motivações das operações e de aspectos qualitativos que potencialmente impactam a criação de valor em fusões e aquisições. Diversos pesquisadores sugerem que o uso de indicadores não financeiros provê relevante informação não contida nas informações financeiras (SCHIELL, 2001, p.11).

Após a realização das entrevistas, as informações foram transcritas e os discursos categorizados e organizados em tabelas. A escolha das técnicas de pesquisa documental e entrevistas se justifica pela complementaridade das informações, que possibilita um entendimento mais aprofundado sobre um tema considerado complexo.

Camargos e Barbosa (2007, p.470) destacam que "[...] apesar de diferentes abordagens com que as F&A são analisadas, observa-se predomínio na literatura econômico-financeira, nos últimos vinte anos, de questões envolvendo o impacto desses processos no valor de mercado das firmas envolvidas."

Para tal, tem sido preponderantemente utilizado o método de estudos de eventos, que consiste em analisar os retornos anormais em torno da data do evento e permite mensurar de forma simples o impacto de um evento específico no valor da firma, considerando que, dada a racionalidade do mercado, os efeitos de um evento serão refletidos imediatamente nos preços das ações. Costa (2008, p.21) pondera que "os preços, ou os retornos das ações, carregam alguma informação sobre resultados contábeis que serão divulgados a *posteriori*, assim como estes últimos, após serem disseminados, conduzem a ajustes nos preços", e afirma que diversos autores "encontraram evidências empíricas para o fato de retornos anormais prenunciarem lucros anormais."

Copeland *et al* (2006) e Assaf Neto (2009) afirmam que o valor de mercado ou valor para o acionista desemboca no objetivo básico de maximização da riqueza dos proprietários da empresa e, em consequência, passou a representar o principal parâmetro de um investimento. O valor de mercado leva em conta os resultados futuros esperados da empresa e seus riscos, aspectos que são levados em consideração pelos analistas/mercado para precificar uma empresa.

Estudo de eventos pressupõe ainda a independência dos eventos (MACKINLEY, 1997). Sua "preocupação central é medir o retorno anormal verificado no preço das ações em razão da ocorrência de um determinado evento" (BRITO *et al*., 1997), definido como a diferença entre o comportamento observado no período determinado e o "padrão normal", que seria o comportamento esperado das ações caso o evento não tivesse ocorrido.

Mackinley (1997, p.14) afirma que, embora não haja uma única estrutura de um estudo de eventos, existe um fluxo de análise que consiste em: identificar o evento de interesse e o período no qual os preços das ações serão examinados, chamado "janela de eventos" e então comparar os retornos calculando as diferenças entre eles.
O retorno anormal é dado por:

$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

onde AR_{it} é retorno anormal do ativo i na data t,

R_{it} é o retorno efetivo do ativo i na data t,

$E(R_{it})$ é o retorno esperado do ativo i na data t,

t é o tempo do evento.

O retorno esperado do ativo é calculado com base no modelo de mercado, que relaciona o retorno dos ativos ao retorno da carteira do mercado como um todo (BRITO *et al*., 1997). A equação do modelo de mercado é dada por:

$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$

onde R_{it} é o retorno do ativo i na data t,

α é o intercepto alfa para o ativo i, $_i$

β é o coeficiente de declividade beta para o ativo i,

R_{mt} é o retorno da carteira de mercado na data t e

ε_{it} é o erro para o ativo i.

Para representar a carteira de mercado, é utilizado o Índice Bovespa (Ibovespa).

Klöeckner (1997), em sua análise do método de estudo de eventos, destacou que o modelo de retornos ajustados é consistente tanto com o modelo de mercado (premissa de que o intercepto α seja igual a zero), quanto com o CAPM, pressupondo que todas as ações têm risco sistemático (β) igual a um, e que a adoção do modelo de retornos ajustados ao mercado não decorre em prejuízos dos resultados quando comparado a modelos mais sofisticados.

Considerando-se as limitações de cada método (item 6.2.4), buscou-se obter uma visão abrangente dos diversos aspectos envolvidos em criação de valor, efetuando-se diversas formas de avaliação, a saber:
- com base em aspectos qualitativos;
- por estudo de eventos de curto (*short window*) e longo prazos.
- por meio de alguns dos métodos mais utilizados de avaliação e de direcionadores de valor (indicadores contábeis). A análise dos indicadores econômico-financeiros considera dados anteriores e posteriores à operação de M&A para buscar determinação de valor criado ou destruído.

Nas entrevistas, buscou-se identificar outros fatores, que não necessariamente os financeiros, planejados ou não, que estiveram presentes nas operações e influenciaram ou potencialmente influirão na criação ou destruição de valor. O objetivo, dessa forma, foi combinar a abordagem qualitativa, que permite captar aspectos subjetivos da situação investigada, muitas vezes difíceis de serem sintetizados de forma numérica com a quantitativa, que possibilita registrar dados mensuráveis. A utilização dessas duas abordagens é considerada complementar. Por registrarem dados de diferentes naturezas, permitem análises mais plenas, valorizando e atribuindo complexidade às informações obtidas.

6.2.4 Limitações ao Estudo

Esse estudo apresenta quatro principais limitações. A primeira refere-se ao uso de estudo de casos: um número limitado de casos foi estudado, restritos aos setores de alimentos, bancos e celulose e a um curto período, entre 2008 e 2009, não podendo, portanto, ser generalizado. A natureza sensível do tema e a escassez de informações dificultam estudos quantitativos em larga escala e tornam esse método mais adequado. A segunda refere-se ao aspecto conceitual,

já que são utilizados apenas alguns dos métodos de avaliação existentes, cujos resultados são comparados. A terceira refere-se ao curto intervalo de tempo decorrido após a concretização das operações, inferior ao necessário para a realização das sinergias e benefícios das transações, o que, portanto, prejudica análises numéricas por qualquer dos critérios quantitativos. Cabe ressaltar, contudo, que prazos maiores podem incorporar outros aspectos ou mesmo outras operações de M&A, o que tenderia a "poluir os resultados" e prejudicar a avaliação. A última relaciona-se às limitações de cada um dos métodos utilizados para identificar criação de valor, o que se tentou minimizar efetuando-se a avaliação por diversos métodos, atrelada ao uso de direcionadores de valor, estudo de eventos e variáveis qualitativas.

Ayala (2005), Petmezas (2008) e diversos outros autores comentam que a maior parte dos estudos *de performance* de M&A é dependente de medidas contábeis e de reação de mercado ao anúncio da *merge*r.

O método de estudo de eventos tornou-se aceito na literatura de finanças, e pressupõe eficiência de mercado, o que implica que todos os futuros benefícios da *merger* são completamente antecipados e incorporados instantaneamente aos preços das ações no momento da consumação da operação (LUBATKIN, 1983). Fowler e Schmidt (1989, p.342) postulam que estudos de eventos, embora estatisticamente rigorosos, servem um propósito limitado para pesquisas, já que o período estudado é relativamente curto e a análise é limitada ao retorno anormal das ações, de forma que *performace* de longo prazo é raramente analisada, e medidas de desempenho organizacional não são efetuadas.

Kravet (2009, p.17) considera que a reação de mercado próxima à data do evento é informativa sobre o valor da operação percebido pelos investidores, e ressalta como aspecto positivo ao seu uso o fato que a métrica é uma medida imediata com base no valor de mercado. Porém, destaca que a reação de curto prazo depende também de outros aspectos, tais como a probabilidade de ocorrência da operação percebida pelos investidores e dos termos da aquisição, entre outros.

Estudos de eventos, como argumentam Ayala (2005) e Petmezas (2008), podem ser inapropriados porque há situações nas quais o mercado reage desproporcionalmente, geralmente com excessivo otimismo, principalmente em momentos de aquecimento de

mercado, super avaliando o potencial de sinergias da transação. Contudo, caso o desempenho das empresas se mostre aquém das expectativas, isso se refletirá no desempenho das ações no longo prazo, o que levou diversos dos autores a optar por prazos maiores de análise. Damodaran (2005) afirma que está claro que o mercado avalia que há sinergias potenciais quando as operações são anunciadas, mas é também claro que somente uma pequena proporção das operações consegue realizar estas sinergias. E que ambas as observações são consistentes com a noção de que sinergias existem, mas é muito mais difícil gerá-las na prática do que na teoria.

Para Susardanam (2003), reação de mercado não reflete adequadamente a *performance* de M&A, já que não provê uma avaliação precisa sobre os impactos da transação em várias das dimensões ligadas à *performance*, tais como custos, receitas, lucros, fluxo de caixa, etc. Na mesma linha, Ayala (2005) ressalta que operações de M&A devem ser analisadas por suas estratégias e resultados.

Medidas contábeis, por sua vez, não refletem o ponto de vista do acionista ordinário e ignoram o impacto de mudanças de risco em mudanças de retorno. É bem possível que os acionistas não estejam em melhor situação com maiores retornos se o risco também tiver aumentado. Além disso, podem ser necessários alguns anos para que os benefícios/efeitos de uma *merge*r se reflitam nos índices de lucratividade de uma empresa. Num período que pode ser tão longo, outros eventos específicos à empresa ou ao seu mercado poderão também influenciar essas medidas (LUBATKIN, 1983, p.222).

Com isso, o autor recomenda que o método de estudo de eventos seja usado em conjunção com medidas contábeis. O uso de medidas de *performance* baseados em múltiplos índices, ressaltam Fowler e Schmidt (1989), são mais defensáveis porque qualquer medida única é sujeita a críticas.

7. ESTUDO DE CASOS MÚLTIPLO

7.1 Apresentação dos Casos

A pesquisa efetua a comparação entre as empresas antes e depois do processo de fusão/aquisição e a análise de dados qualitativos, obtidos nas entrevistas, buscando criar subsídios para concluir sobre as condições nas quais é possível criar valor em um processo de M&A. A seguir, são apresentadas as empresas envolvidas nas transações.

7.1.1 Itaú-Unibanco

a) Histórico

Itaú

O Banco Itaú foi fundado em 1943 com o nome de Banco Central de Crédito. Obteve sua carta patente no ano seguinte e em 1945 abriu sua primeira agência. Seu crescimento deu-se tanto de forma orgânica (com dez anos de existência o banco contava com 24 agências, e no final da década de 50 ocupava a 52ª. posição entre os bancos privados), como por meio de fusões e aquisições, que têm apresentado grande relevância desde a década de 60.

A primeira fusão, com o Banco Itaú S.A, ocorreu em 1964. A partir daí houve a alteração da razão social para Banco Federal Itaú, e o banco passou a buscar atuação fora do estado de São Paulo. Com isso, em 1965 contava com 112 agências e passou a ocupar a 16ª posição no *ranking* dos bancos. Seguiram-se outras operações, como a fusão com o Banco Sul Americano do Brasil em 1966, Banco da América em 1969, que colocaram o banco na segunda posição no setor em 1971. Desde então o Itaú passou a buscar "ser o primeiro", o que passou a ser veiculado em sua campanha publicitária.

Na década de 80 seguiram-se novas operações de F&A, e iniciou-se o processo de internacionalização do banco. Nos anos 90, destacam-se as aquisições do Banco Francês e Brasileiro (BFB) em 1995 e do Banco do Estado de Minas Gerais- BEMGE no processo de privatização e na década atual, a associação com o BBA em 2002, criando o maior banco de atacado do país, e do Bank Boston em 2006 em associação com o Bank of América. Cabe

mencionar ainda que no ano de 2002 o Itaú passou a ser negociado na Bolsa de Nova York-NYSE (ITAÚ-UNIBANCO, 2009).

Unibanco

Em 1924 a Casa Moreira Salles, uma loja de Poços de Caldas-MG, obteve carta patente para funcionamento de sua casa bancária, que em 1931 passou a funcionar como instituição independente. Em 1940 surge o Banco Moreira Salles, resultado da fusão entre a Casa Bancária Moreira Salles, o Banco Machadense e a Casa Bancária de Botelhos e inicia-se o processo de expansão das atividades. Em 1966 foi criado o Banco de Investimentos do grupo, e em 1967, decorrente da fusão com o Banco Agrícola Mercantil do Rio Grande do Sul, nasce a União de Bancos Brasileiros, que em 1975 passou a chamar-se Unibanco. Nas décadas de 70, 80 e 90 seguiram-se algumas operações de F&A e diversas associações, e em 1989, o Unibanco tornou-se banco múltiplo. Em 1995 passou a ter ações negociadas no mercado americano, e foi o primeiro banco da América Latina a alcançar grau de investimento (*investment grade*) da agência Moody´s na emissão de dívida em moeda local liquidada em dólar no exterior em 2006 (*ibid*., 2009).

Itaú-Unibanco

Em 03 de novembro de 2008, Itaú e Unibanco anunciam sua "fusão" ao mercado, e criam o um dos maiores grupos financeiros do Hemisfério, com valor de mercado que o situa entre as vinte maiores instituições financeiras do mundo. Esta operação foi homologada pelo Banco Central (BACEN) em 18/02/2009 (ITAÚ UNIBANCO, 2009).

A associação contemplou a reorganização societária, que resultou na migração dos atuais acionistas do Unibanco Holdings e do Unibanco para uma companhia aberta – Itaú Unibanco, cujo controle é compartilhado entre a ITAÚSA e os controladores do Unibanco Holdings, por meio da IUPAR - Itaú Unibanco Participações S.A., holding não financeira criada no âmbito desta reorganização.

b) Estrutura Societária

A ilustração 3 fornece um esquema das participações acionárias no Itaú-Unibanco.

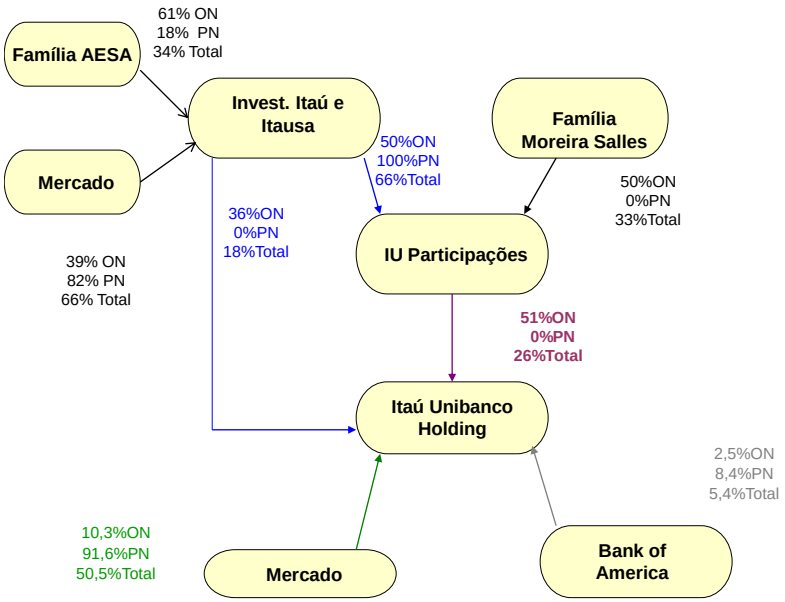

Ilustração 3: Estrutura societária Itaú-Unibanco.
FONTE: Itaú-Unibanco, 2009.

c) Contexto Operacional

O Itaú Unibanco, na data da fusão considerando-se a soma dos números dos dois bancos em separado, contava com 108.045 funcionários, 14,5 milhões de correntistas, 4.791 agências e PABs (Postos de Atendimento Bancário), uma carteira de crédito de R$ 203,7 bilhões, ativos da ordem de R$ 575 bilhões, e valor de mercado em torno de R$ 100 bilhões.

Na época, o novo banco detinha cerca de 18% dos ativos do sistema financeiro nacional e 21% do total de depósitos, fundos e carteiras administradas.

Além da sua abrangência em todo o território nacional, o banco conta com presença em diversos países, tais como Estados Unidos, Inglaterra, Portugal, Japão, Argentina, Uruguai, Chile, entre outros.

d) Produtos e Mercados

O Itaú Unibanco trata-se de um banco múltiplo, com atividades de banco comercial, banco de investimento, crédito imobiliário, arrendamento mercantil, seguros, previdência privada,

capitalização, corretagem de Títulos e Valores Mobiliários, administração de cartões de crédito, consórcios, fundos de Investimentos e carteiras administradas. A figura 4 a seguir representa a segmentação de cada banco por mercado.

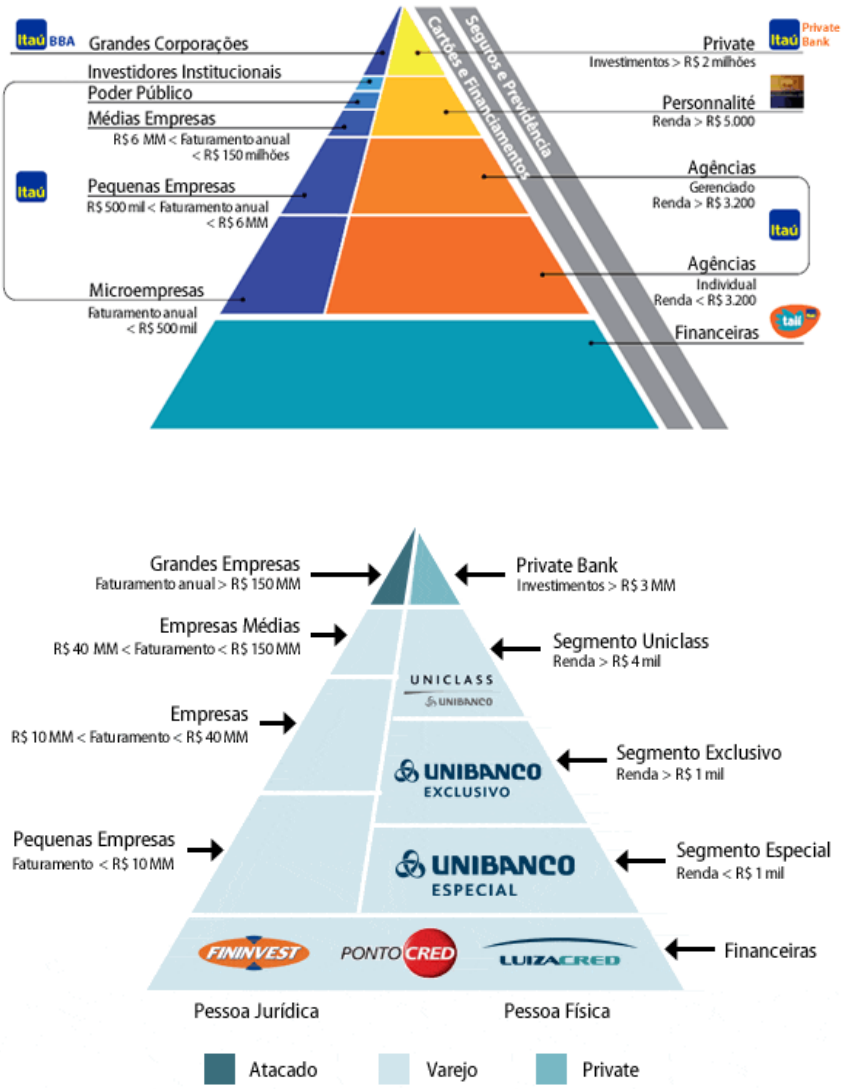

Ilustração 4: Segmentação de mercado dos bancos Itáu e Unibanco.
FONTE: Itaú Unibanco, 2009.

Analisando-se a segmentação dos dois bancos por mercado, pode-se observar que existem convergências ou similaridades e divergências, que podem ver vistas como complementaridades. O segmento de *middle market* (médias empresas) é mais representativo para o Unibanco, enquanto que, comparativamente, o de micro e pequenas empresas é mais importante para o Itaú, fato que se justifica pelo seu maior porte e número de agências. Isto reflete um posicionamento do Itaú mais focado nos dois extremos em termos de porte de seus

clientes, o que pode significar oportunidade para aumento de *market share* no segmento de médias empresas para a instituição resultante da "fusão"

Da mesma forma para pessoas físicas, o segmento com renda superior a R$ 4 mil é mais representativo no caso do Unibanco, o que pode representar uma maior *expertise* do Unibanco no segmento, com potencial de agregar valor ao Itaú.

e) Contexto Setorial

O setor financeiro no Brasil caracteriza-se por um maior número de pequenas e médias instituições e pequeno número de grandes bancos, que podem ser considerados os principais concorrentes do Itaú Unibanco. Dentre eles, destacam-se Banco do Brasil, Bradesco, Santander e HSBC. Pode-se ressaltar uma busca constante por crescimento, especialmente por parte dessas instituições, como o objetivo de obter posições de liderança.

A economia brasileira atravessou, de 2004 a 2008, "um período de prosperidade sem precedentes na história recente do país." Foi um período de "crescimento sólido, recuperação das contas externas, geração de reservas internacionais superiores a US$ 200 bilhões, aumento de renda e empregos durante esses quase 5 anos [...]." (SINDEPRESTEM, 2009). Dentre os fatores que contribuíram para tal desempenho destacam-se o controle da inflação, equilíbrio fiscal, redução das taxas de juros e aumento de renda real e de crédito (*ibid*.).

Nesse contexto, o setor financeiro (bancos) liderou o *ranking* de rentabilidade sobre o patrimônio líquido, segundo relatório publicado pela Austin *Rating*, com média setorial de 20,3%, e 22,6% se considerados apenas os bancos de grande porte. A estabilidade monetária contribuiu para que parcela significativa e crescente da população tenha se inserido no mercado de consumo, e, portanto, de crédito e serviços bancários, com "aumento acentuado da população bancarizada." (PARANA-ONLINE, 2009).

O setor de crédito apresentou vigoroso crescimento no período, passando de 25,8% do PIB em janeiro de 2004 para 45,2% em agosto de 2009.

Com a crise financeira mundial, o setor bancário optou por reduzir a oferta de crédito, o que impactou negativamente seu faturamento, principalmente no período entre o quarto trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2009.

No primeiro trimestre/2009, com a restrição de crédito, houve elevação do nível de inadimplência do setor, pressionando gastos com provisão, e impactando a rentabilidade medida pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) (ÍNDICE SETOR, 2009).

Empréstimos para pessoas físicas apresentaram leve aumento (1,2%), positivamente impactados pelo crescimento de financiamentos de veículos. Observa-se no período, que os bancos optaram por incrementar atividades com maior nível de garantia, dada a situação de crescimento da inadimplência.

No segundo trimestre já se observou leve recuperação do crédito, porém ainda com elevada inadimplência. A expansão da carteira de crédito em doze meses encerrados em novembro, segundo o *site* Acionista.com.br, de 14,9% foi quase metade da expansão verificada entre 2007 e 2008, contudo a participação do crédito no PIB continuou crescendo apesar da crise (de 23% em 2003 para 45% em 2009) .

Como destaca o jornal O Valor Econômico (2009) [11], o setor financeiro é um dos mais pujantes do país, e não participou dos empréstimos *subprime*, que desencadearam a crise mundial. O cenário atual é favorável para os bancos apesar da queda dos *spreads* bancários, dada a perspectiva de crescimento econômico, que abre espaço para a expansão do crédito, o patamar de juros e a possibilidade de explorar a bancarização para crescer.

---

[11] O Valor Econômico. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/> Acesso em: 27/10/2009.

7.1.2 VCP- Aracruz

a) Histórico

VCP

O grupo Votorantim iniciou suas operações em 1918, com uma fábrica de tecidos. Na década de 30, optou por diversificação de suas atividades, com a instalação da fábrica de cimentos Santa Helena em 1933, fundação da Nitro Química em 1935, início da produção de aço na Usina Siderúrgica Barra Mansa em 1938 e inauguração da fábrica de cimento Itaú no ano seguinte. Na década de 40 continuou seu crescimento, em especial no setor cimentos, e em 1949 iniciou a construção da Companhia Brasileira de Alumínio (CBA), a primeira indústria do setor a atuar no Brasil, inaugurada em 1955.

Em 1950 foi adquirida a Fábrica de Papel Pedras Brancas, e durante as décadas 50 a 70 o crescimento do grupo deu-se tanto em atividades relacionadas a cimento, quanto por meio de aquisições ou início de atividades em segmentos diversos, tais como metais, agroindustrial, açúcar, químico, mineração, metalurgia, comércio, etc.

No início dos anos 80, o grupo Votorantim comprou pequena participação na Riocell, produtora de celulose, o controle da Conpel, indústria de papel em 1982, e no ano seguinte adquiriu a Celpav, sua primeira fábrica de papel e celulose. Cresceu ainda fortemente no setor cimento, além de alguns outros segmentos durante a década 80.

Em 1991, iniciou as atividades da Votorantim Celulose e Papel (VCP) e entrou no setor financeiro, com a constituição do Banco Votorantim, além do contínuo crescimento em seus diversos setores de atuação.

A década atual tem se caracterizado por diversas aquisições, destacando-se a compra de 28% do capital votante da Aracruz Celulose em 2001, Paraibuna de Metais no ano seguinte, colocando o grupo entre os cinco maiores produtores de níquel do mundo, e da Engemix, em 2003, que coloca a Votorantim na liderança do mercado brasileiro de concreto.

Aracruz

A Aracruz Celulose é líder mundial na produção de celulose branqueada de eucalipto. Responde por 24% da oferta global do produto, destinado à fabricação de papéis de imprimir e escrever, papéis sanitários e papéis especiais de alto valor agregado.

Foi fundada em abril de 1972, embora a implantação dos primeiros plantios de eucalipto tenha se iniciado em 1967. Em 1995, em conjunto com a Cenibra, foi criado o Portocel, o único porto do Brasil especializado no embarque de celulose.

Em 1978, foi inaugurada a fábrica A, com capacidade produtiva de 450.000 t/ano e em 1991 entrou em operação a fábrica B, produzindo 550.000 ton./ano. Ambas foram modernizadas em 1997, elevando a capacidade de produção para 1,3 milhão de toneladas /ano. Em agosto de 2002, foi inaugurada a Fábrica C, com 700.000 ton./ano de capacidade anual, elevando a produção total da Aracruz para 2.000.000 toneladas/ano. A capacidade nominal atual é de 2,3 milhões de toneladas/ano de celulose branqueada de eucalipto.

Ainda em 1997, a empresa iniciou atividades na área de produtos sólidos de madeira, e em 1999 inaugurou a unidade industrial Aracruz Produtos de Madeira. Destacam-se ainda a aquisição da Riocell em 2003 e a inauguração da Veracel em 2005 (FIBRIA, 2009).

Fibria

A Fibria é resultado da incorporação das ações da Aracruz Celulose pela Votorantim Celulose e Papel (VCP), por meio de sua *holding*, a Votorantim Industrial (VID).

Em maio de 2008 expirou o acordo de acionistas, significando que a partir de então um dos três controladores poderia aumentar sua participação na empresa. No mês de agosto, a VCP, então detentora de 28% das ações ordinárias ou 12,4% do capital total, anunciou a compra de outros 28% da ARAPAR (famílias Lorentzen, Moreira Salles e Almeida Braga), elevando sua participação para 56% do capital votante, tornando-se acionista majoritária da empresa. O negócio foi aprovado pelos acionistas em 15 de setembro de 2008, e concluído em janeiro de 2009. Em março de 2009 foi anunciada a compra de 28% das ações ordinárias detidos pela família Safra. Desta forma, a VCP passou a deter 84% do capital votante da empresa.

A companhia resultante da fusão, criada oficialmente em setembro/2009, é a maior fabricante de celulose de fibra curta no Brasil, e deverá controlar quase um terço do mercado de celulose de eucalipto. Com cerca de 15 mil funcionários, capacidade produtiva de 5,8 milhões de toneladas anuais de celulose e 350 mil toneladas/ano de papel, faturamento estimado para o ano superior a R$ 7 bilhões e uma participação de 27% no mercado de celulose da América do Norte e de 44% no mercado europeu, a nova empresa responde por 12% da oferta global de celulose e 37% no segmento de celulose de eucalipto (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2009).

As sinergias estimadas pelo grupo Votorantim (2009) à época da operação atingem cifras da ordem de R$ 4,5 bilhões.

Em março de 2009, entrou em operação uma nova fábrica em Três Lagoas (MS), que se caracteriza por ser a maior unidade de celulose do mundo com uma única linha de produção. Sua capacidade é de 1,3 milhões de toneladas/ano (FIBRIA, 2009).

b) Estrutura Societária

A Fibria passou a integrar o novo mercado, convertendo a totalidade de suas ações para ON. Do total das ações, a Votorantim Industrial detém 29,3%, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) possui 34,9% e os outros 35,8% estão distribuídos no mercado (FIBRIA, 2009).

A ilustração 5 demonstra a distribuição das participações acionárias.

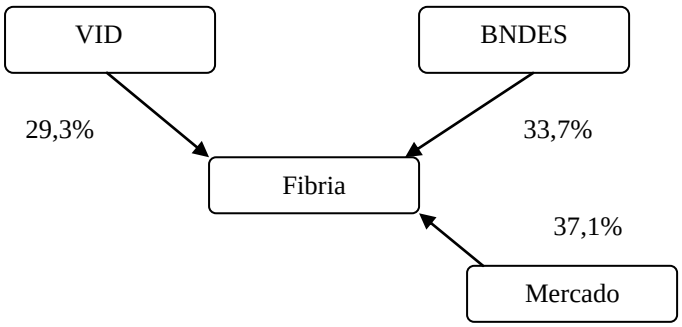

Ilustração 5: Estrutura societária da Fibria.
FONTE: Fibria, 2010.

c) Contexto Operacional

A Aracruz Celulose desenvolve operações industriais e administrativas em quatro estados brasileiros: Espírito Santo, Bahia, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, com mais de 286 mil hectares de plantios renováveis de eucalipto, intercalados com cerca de 170 mil hectares de reservas nativas. A empresa é auto-suficiente em energia elétrica: produz 170 mwh, que equivalem ao consumo residencial de uma cidade de 600 mil habitantes, e está presente em mais de 30 países (FIBRIA, 2009).

A Fibria conta com 5 unidades industriais, 6 unidades florestais em diferentes estados (706 mil hectares plantados de eucalipto e 461 mil hectares de áreas preservadas, 4 terminais portuários, escritórios comerciais na China, Suíça e Estados Unidos e participações societárias de 50% na Veracel (celulose) e Conpacel (papel).

d) Produtos e Mercados

A Aracruz produz celulose de eucalipto e produtos nobres de madeira com a marca Lyptus, destinados à produção de móveis e design de interiores, é comercializado no Brasil e no exterior. A empresa é líder global na produção de celulose branqueada de eucalipto e opera o maior complexo fabril de celulose do mundo, composto por três fábricas.

e) Contexto Setorial

O Brasil ocupa o quarto lugar no ranking mundial entre os produtores de celulose, com produção de 12,7 milhões de toneladas anuais, e a 11ª. posição entre os produtores de papel, com 9,4 milhões de toneladas. As exportações de celulose e papel, que em 2008 representaram respectivamente 56% e 19% da produção nacional, significaram, em 2008, saldo comercial de US$ 4,1 bilhões, equivalentes a 16,7% do saldo da Balança Comercial do Brasil, e ainda tem potencial para crescer, segundo a Bracelpa - Associação Brasileira de Celulose e Papel (2009). Dados da mesma fonte reportam que o Brasil ocupa o primeiro lugar no *benchmark* mundial de produtividade em florestas de rápido crescimento, no caso eucalipto, embora sua participação no mercado mundial na indústria de base florestal possa ser considerada modesta.

O setor de papel e celulose é um “setor altamente globalizado, de capital intensivo e projetos com maturação de longo prazo.” (ACIONISTA, 2009). No Brasil, conta com 220 empresas, sendo os principais *players* VCP e Aracruz, atual Fibria, Cenibra, Suzano, Klabin, Ripasa, Melhoramentos, Santher e Celulose Irani, entre outros.

Dentre os concorrentes internacionais, destacam-se: International Paper, Weyerhaeuser Company, Koch Ind., Bowater Inc. e Kimberly Clark (USA); Stora Enso (Finlândia e Suécia); SCA (Suécia); UPM (Finlândia); Oji Paper e Nippon Unipac (Japão), entre outras, segundo dados da Global Forest, Paper and Packaging Industry Survey (PwC, 2009).

A indústria da celulose, segundo reportado pela empresa (FIBRIA, 2009), é altamente competitiva e sensível às alterações de capacidade da indústria, de estoques dos produtores e alterações cíclicas das economias mundiais, que podem impactar seu preço de forma significativa. Os preços da celulose tendem a aumentar com o crescimento das economias no mundo inteiro.

O desempenho médio do setor, com isso, tende a ser semelhante ao do PIB mundial. Destaca-se durante a década de 2000, o crescimento das exportações brasileiras, tanto de celulose quanto de papel, estimulado pelo aumento da demanda externa, em especial por parte da Europa e da China.

Em razão de suas características e da boa *performance* apresentada pelo setor, os planos de investimentos em 2007 contemplavam US$ 8 bilhões projetados para o período 2008-2012, segundo dados da BRACELPA (2008).

Em 2008, o desempenho do setor foi positivo, com novo crescimento das exportações de celulose (29,5%) e papel (+12,9%), porém no último trimestre já era possível antever os impactos da crise financeira, e o setor encerrou o ano com estoques acima do previsto.

Para o segmento de celulose, o ano de 2009 começou difícil: os problemas iniciaram-se com a crise do dólar no final de 2008, que trouxe elevação das despesas com dívidas em moeda estrangeira, ocasionando prejuízos para as empresas do setor. Em seguida, veio uma forte retração da demanda mundial, reduzindo o consumo de papel nos principais mercados da celulose brasileira, que são as maiores economias do mundo: do total das exportações do país,

cerca de 52% destinam-se à Europa e 20% à América do Norte, mercados onde se espera recuperação mais lenta da demanda (PORTAL EXAME, 2009).

Para proteger os preços, os maiores fabricantes mundiais de celulose anunciaram cortes de produção, o que não impediu que o excesso de oferta ocasionasse forte redução de preços, da ordem de 40% comparando-se os preços do início de 2009 com os praticados no pico de 2008 (de US$ 850 para US$500/ton.), além de aumento dos estoques dos produtores, de 35 dias em média para 50 dias.

O segmento papel demorou um pouco mais para sentir os efeitos da crise: houve aumento de preços no último trimestre/2008, já que as vendas são mais dependentes do mercado interno e 60% das exportações são absorvidas pela América Latina. Contudo, a partir do início do ano, as quedas de vendas começaram a ser sentidas, com compradores optando por reduzir seus estoques e causando redução na produção, fechamento de algumas unidades fabris e demissões no segmento (*ibid.*).

No segundo trimestre, observou-se recuperação da demanda e de preços, especialmente em decorrência do crescimento da demanda da China, o que, em conjunção com a redução da oferta, possibilitou redução dos estoques e um início de recuperação dos preços. No primeiro semestre, o faturamento de exportações dos dois produtos caiu 17,5%, em razão principalmente da queda de preços e em detrimento do aumento do volume de celulose exportado (SABÓYA, 2009).

Dados da BRACELPA (2010) revelam aumento de 6% na produção de celulose no Brasil em 2009 e aumento de 16,9% no volume de exportações. A receita das exportações, contudo, reduziu-se em 15,4% em relação ao ano anterior, refletindo a queda dos preços. No segmento de papel, a situação ficou semelhante a 2008, com pequena redução do volume de produção e destaque para o crescimento de produtos destinados a embalagens nos últimos meses do ano. As expectativas da BRACELPA para 2010 são de crescimento da demanda de celulose e de papel, contudo há preocupação com a não recuperação do câmbio, que impacta significativamente o desempenho do setor.

7.1.3 Brasil Foods – Sadia

a) Histórico

Brasil Foods (antiga Perdigão)

A Perdigão foi fundada em 1934 pelas famílias Ponzoni e Brandalise, como um negócio de secos e molhados no meio-oeste de Santa Catarina. Em 1939, a empresa iniciou suas atividades industriais por meio de um pequeno abatedouro e fábrica de produtos suínos.

Em 1945, os negócios, incluindo um curtume adquirido dois anos antes, foram agrupados sob a denominação de Ponzoni, Brandalise S.A. Comércio e Indústria, e continuaram crescendo por meio de investimentos em avicultura, que começaram em 1954. Em 1958 a empresa altera sua denominação social para Perdigão S.A..

Nos anos 70, o crescimento do grupo deu-se pela diversificação das atividades, com o início da produção de rações em 74 e a industrialização de soja e derivados no ano seguinte. A década de 80 foi marcada por algumas aquisições e constituição de novas empresas nos segmentos de suínos, aves e matérias-primas para alimentos congelados e pela abertura de capital da Perdigão Holding em 1981.

Em 1990, a empresa internacionalizou suas atividades por meio de uma *joint venture* com uma empresa portuguesa, e em 1994, após a morte de dois de sues fundadores, o controle da empresa é adquirido por um grupo de fundos de pensão, encerrando a fase da administração familiar.

Na década de 2000, a empresa implantou vigorosa política de expansão, internacionalização, aquisições e lançamentos de produtos, tendo adquirido a Batávia em 2000, e em 2007, a Eleva, ampliando sua atuação nas atividades de lácteos, congelados, margarinas e bovinos. Em 2009, anuncia-se a criação da Brasil Foods, decorrente da associação entre Sadia e Perdigão e a alteração da razão social para Brasil Foods foi aprovada em assembléia no mês de julho de 2009 (BRASIL FOODS, 2009).

Sadia

Fundada em 1944 no oeste catarinense por Atílio Fontana, a empresa teve início com um pequeno moinho e um frigorífico inacabado. Em 1953, inaugurou sua primeira unidade fora de Concórdia, o Moinho da Lapa, estrategicamente localizado em São Paulo, e em 1964, inaugurou, também em São Paulo, a Frigobrás, indústria de carnes e derivados.

Em 1971, a companhia lançou ações, passando a ser negociada na Bolsa de São Paulo. A década de 70, mais favorável em termos econômicos, propiciou forte crescimento à empresa, que procedeu a novos empreendimentos, inclusive no mercado externo.

Na década de 80, a despeito do cenário econômico mais desfavorável, diversas unidades de produção entraram em operação, e em 1988, o faturamento da empresa ultrapassou US$ 1 bilhão. À época, a Sadia era responsável por 16,7% da produção brasileira de aves e líder do segmento. Ao final da década, a já exportava para 40 países, o que a posicionou entre os maiores exportadores brasileiros.

Os anos 90 foram marcados por inúmeras aquisições, forte atividade em lançamento de novos produtos e grande expansão no mercado externo, com a abertura de filiais comerciais em Tóquio, Milão e Buenos Aires, além da inauguração de uma churrascaria em Beijin.

O processo de internacionalização avançou nos anos seguintes, com novos escritórios na Itália, Chile, Uruguai e diversos outros países. Lançou ADRs em 2001, e aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa

Em 2008 contava com cerca de 60 mil colaboradores (SADIA, 2009).

“A fusão”

Em 19 de maio de 2009, foi confirmada a fusão das duas empresas, criando a maior processadora de carne de frango do mundo, a décima maior companhia do setor de alimentos das Américas e a segunda maior do Brasil, atrás apenas da JBS-Friboi. A Perdigão terá 68% da nova companhia e a Sadia, os outros 32% (PORTAL EXAME, 2009). Dados da Corretora Santander apresentados pela fonte mencionada reportam que a nova empresa terá 53% do

mercado brasileiro de carnes congeladas, 70% do mercado de carnes resfriadas, 88% de massas e 67% de pizzas semiprontas.

Em 18 de agosto de 2009, a incorporação das ações ordinárias e preferenciais da Sadia pela BRF- Brasil Foods foi aprovada pelos acionistas das duas empresas, passando a Sadia a ser subsidiária integral da BRF, porém as companhias permanecerão com operações e estrutura totalmente separadas até a aprovação da operação pelo CADE. Foi requerido pelo órgão um acordo de preservação de reversibilidade, pelo qual as empresas se comprometem a manter autônomas e independentes suas estruturas administrativas, produtivas e comerciais até o posicionamento do CADE.

Em 24.09.2009, o Conselho de Administração da Sadia aprovou o pedido de cancelamento do registro de companhia aberta da empresa, tendo em vista a incorporação da totalidade das ações de sua emissão pela BRF – Brasil Foods S.A..

b) Estrutura Societária

A ilustração 6 fornece a estrutura acionária da Brasil Foods.

Brasil *Foods*

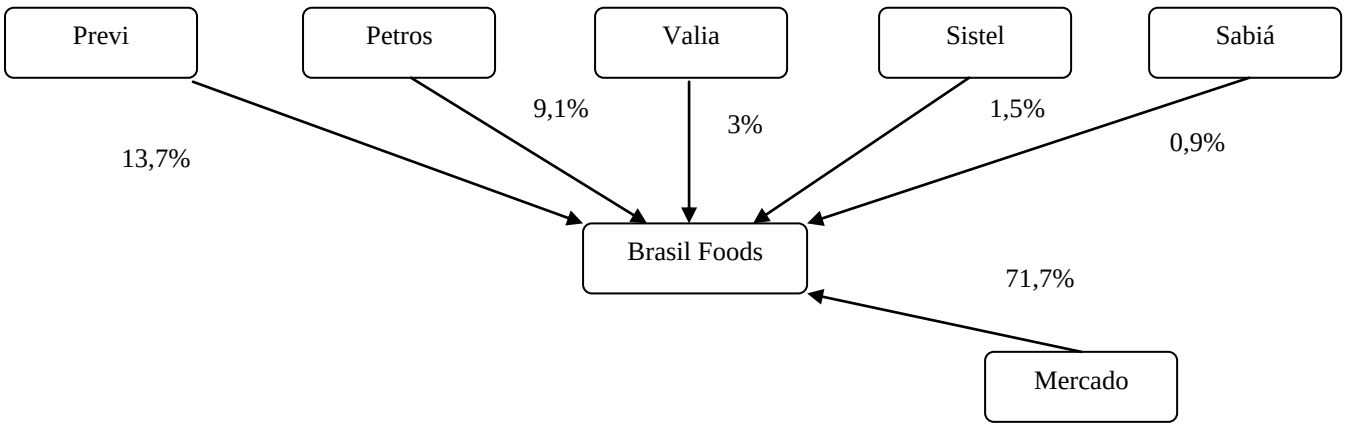

Ilustração 6: Composição Acionária da Brasil Foods.
FONTE: Brasil Foods S.A. Disponível em: <www.perdigao.com.br>

c) Contexto Operacional

Brasil Foods

A companhia conta com 59.008 funcionários, 25 unidades industriais (abatedouros e de processamento) de carnes, uma unidade de processamento de soja, 15 unidades de lácteos, 16 incubatórios, 28 centros de distribuição, 19 distribuidores terceirizados e 20 escritórios de venda no exterior, sendo que seus produtos chegam a mais de 110 países.

Sadia

Possui parque fabril com 14 unidades industriais, 2 agropecuárias e centros de distribuição em 7 Estados e mais de 60 mil colaboradores. A empresa conta ainda com representações em 14 países: Panamá, Chile, Uruguai, Argentina, Alemanha, Inglaterra, Rússia, Turquia, Emirados Árabes, China, Japão, Áustria, Holanda e Venezuela; e mantém parceria com cerca de 10.000 granjas integradas de aves e de suínos.

d) Produtos e mercados

A Brasil Foods (Perdigão) é uma das maiores empresas de alimentos da América Latina. Ocupa o terceiro lugar em abate de aves e está entre as 10 maiores em abates de suínos no mundo, sendo também uma das principais companhias brasileiras na captação de leite. Sua linha de produtos é bastante semelhante à da Sadia (BRASIL FOODS, 2009).

A Sadia é especializada na produção e distribuição de alimentos industrializados congelados, resfriados e margarinas. Atua no setor agroindustrial e na produção de alimentos derivados de carnes suína, bovina, de frango e de peru, além de massas, margarinas e doces. O foco estratégico da Companhia tem se voltado cada vez mais à internacionalização e à produção e distribuição de alimentos industrializados congelados e resfriados de maior valor agregado (SADIA, 2009).

Foram unidas as duas maiores empresas do segmento de alimentos industrializados, o que confere à nova empresa considerável poder de mercado, e participação expressiva, com posição de liderança em diversos dos segmentos nos quais atua.

e) Contexto Setorial

O setor de alimentos no Brasil caracteriza-se por alta pulverização, com grande número de pequenas, médias e grandes empresas, sendo grande parte delas de pequeno e médio porte e atuação regional. Trata-se de um setor bastante heterogêneo, abrangendo desde a produção de produtos in natura até produtos industrializados, e de grande relevância no contexto da economia brasileira (LOPEZ, 2009).

No segmento de carnes e produtos industrializados e congelados, destacam-se como principais concorrentes da Brasil Foods: JBS; Marfrig; Coopercentral Aurora; Cargill e Minerva.

O setor é considerado mais estável quando comparado à economia como um todo, sendo, portanto, menos sujeito a grandes oscilações. Nos últimos anos, atravessou período de crescimento da demanda e desempenho positivo, acima do desempenho da economia. Outro aspecto importante é o forte movimento de consolidação das empresas, tanto interna quanto externamente.

A crise mundial, contudo, teve seus efeitos para o setor, que se traduziram em redução de preços, em consequência da queda da demanda, pressionando as margens das empresas. Houve ainda suspensão das compras de produtos brasileiros por importantes parceiros do mercado internacional, impactando negativamente as exportações. Com isso, as empresas tiveram que ajustar seu nível de produção para equalizar oferta e demanda e evitar a canibalização dos mercados, além de conviver com estoques elevados (DIEESE, 2009).

Em 2009, observou-se a continuidade de baixas rentabilidades, apesar da melhoria observada no segundo semestre em relação ao início do ano e do crescimento do faturamento, da ordem de 11%. O que se destaca no setor como um todo no momento, segundo os analistas, é o nível de endividamento das empresas (ÍNDICE SETOR, 2009). Para 2010 as perspectivas são otimistas, sendo esperado crescimento calcado nas vendas para o mercado interno. No mercado externo, os resquícios da crise e a situação do câmbio configuram uma expectativa diferente, que pode ocasionar o aumento da participação das vendas internas, de forma a suplantar as vendas internacionais (ACIONISTA.COM.BR, 2010).

7.2 Critérios de Avaliação Utilizados

Para análise de potencial de criação de valor, como já mencionado, foram efetuadas entrevistas, visando a compreensão de aspectos qualitativos envolvidos em criação de valor, além dos métodos de valor histórico, valor de mercado, EVA® e análise de direcionadores de valor.

7.2.1 Compilação das Entrevistas – Aspectos Qualitativos

As entrevistas buscaram entender principalmente a motivação para fusões e aquisições e a criação de valor. Com base nesses dois aspectos e nos temas mencionados com mais frequência pelos entrevistados como relevantes para o sucesso de uma fusão ou aquisição, foram criadas categorias e sub-categorias, a saber:

A) Caracterização das empresas
B) Tipo de *mergers*
C) Motivações para M&A
C.1) Motivação para a operação analisada
D) Avaliação de criação de valor
E) Aspectos críticos (qualitativos) de criação de valor
E1) Sinergias
E2) Integração
E3) Integração de culturas
E4) Experiência e aprendizado
E5) Posicionamento de mercado

A) Caracterização das empresas

Participaram da pesquisa empresas de grande porte envolvidas em operações de M&A nos últimos dois anos. São empresas de capital aberto, cujas ações apresentam elevada liquidez e fazem parte do índice BOVESPA. Todas integram o Novo Mercado, isto é, assumem compromisso de melhores práticas de governança corporativa. Foram escolhidas empresas abertas com forte liquidez visando garantir acesso e qualidade de informações e ainda a possibilidade de se avaliar valor pelo critério de valor de mercado, um dos métodos mais utilizados por pesquisadores. O aspecto de os prazos decorridos entre as operações e esta análise serem relativamente pequenos visa eliminar ou reduzir a presença de outros fatores ou

operações que possam interferir no desempenho da empresa e de suas ações no período analisado.

B) Tipos de *mergers*

Todos os casos analisados são "fusões" horizontais de duas grandes empresas, com os benefícios inerentes à consolidação, em que a organização formada se fortalece como *player* internacional, já que as três operações resultaram em empresas que se situam entre as maiores do mundo em seus setores de atuação: o Itaú-Unibanco está entre os dez maiores bancos do mundo em valor de mercado, a Fibria é a maior empresa na produção de celulose de eucalipto, respondendo por cerca de 30% da produção mundial em 2009 e a Brasil *Foods* é a maior empresa de alimentos em termos de exportação de aves, varejo e *food service* e a segunda maior no segmento de proteínas pelo critério de valor de mercado, além de ser a maior empresa brasileira em produtos processados e congelados. Desta forma, as empresas criadas se constituem em *players* de grande importância nos mercados local e mundial e em posição de liderança em diversos dos seus segmentos de atuação.

Os aspectos mencionados estão em consonância com o contexto atual de globalização, onde as empresas buscam se fortalecer em seus mercados de atuação para competir em escala mundial.

C) Motivações para operações de M&A

No Itaú, transações de M&A são vistas basicamente com três finalidades:

- acesso à clientela - clientes e agências agregadas com a transação, no caso de bancos. A compra do BFB teve como principal objetivo o acesso a uma carteira de clientes de classe média alta e empresas de médio porte com produtos diferenciados, mercados nos quais o Itaú considerava sua presença pouco expressiva, tendo em vista o porte do banco;

- aquisição de *expertise* - adquirir algo que "não se sabe fazer", como foi o caso da compra da Intercap, empresa que atuava no financiamento de veículos usados (entre 5 e 10 anos de idade). Foi ressaltado que o mercado de financiamento de veículos usados é diferente do mercado de novos, com diferentes corretores (vendedores), clientela e risco, e que, portanto requer diferente análise de crédito, ou seja, um negócio com peculiaridades próprias;

- fortalecimento em mercados definidos como estratégicos, tais como a associação com a Companhia Porto Seguro e a associação com o BBA.

No caso de financiamento de veículos, esse foi um setor vislumbrado como de interesse há vários anos, tendo-se definido uma estratégia para buscar sua liderança. Para isso, o Itaú se aparelhou com a compra da Intercap e do Banco Fiat, que os colocou em "contato direto" com o cliente. Essas aquisições melhoraram substancialmente o posicionamento do banco em seguros de automóveis, um setor extremamente competitivo e que requer escala. A associação com o Unibanco permitiu atingir ganhos de escala, incrementados pela recente associação com a Cia. Porto Seguro, considerada a melhor operadora do sistema e que apresenta o menor índice de sinistralidade do segmento.

Foi ressaltado como importante aspecto das operações mais recentes de M&A efetuadas pelo Itaú a possibilidade de permanência dos acionistas de empresas adquiridas nos novos negócios. Os acionistas da Porto Seguro ficaram com dois assentos no Conselho, direito de preferência numa eventual situação de venda e direito de veto, e os direitos a votos ficaram igualmente distribuídos entre as duas empresas. Essa postura é considerada resultado de aprendizado obtido nas operações de M&A anteriores.

Com o BBA, o objetivo foi o de constituir um banco de investimentos forte. O Itaú havia feito tentativas anteriores de fortalecer seu banco de investimento, com o Bankers Trust e com o BFB, sem atingir o objetivo. O BBA precisava de capital para crescer e detinha *expertise* de banco de investimento. Com base nas experiências anteriores, optou-se por manter estruturas separadas, inclusive fisicamente no caso do BBA. Foi destacado o aspecto de que a cultura do banco comercial é muito forte, e não necessariamente a mais adequada para o banco de investimentos. À época da negociação, as decisões no banco formado eram compartilhadas (50% de participação de cada banco) e o comando econômico proporcional à participação econômica de cada um.

Outras compras/associações efetuadas pelo banco apresentaram motivações diversas: BANERJ – o efeito econômico do valor do crédito tributário foi mencionado como a principal motivação, seguido pela carteira de clientes, bastante atraente por ser constituída em grande parte de funcionários públicos, portanto um *portfólio* de clientes com rendimentos relativamente estáveis, possibilitando trabalhar ampla gama de produtos.

Em linhas gerais, o critério utilizado pelo Banco Itaú é o de buscar criação de valor para o acionista dentro de uma visão estratégica de longo prazo.

No Unibanco, as operações anteriores visaram principalmente tornar-se um banco de varejo e consolidar-se. Com vistas a aumentar sua competitividade e ganhar escala, foram efetuadas diversas parcerias com varejistas - o banco conta atualmente com forte atuação em cartões de lojistas, e também com o cartão Hipercard – que possibilitaram a expansão da rede de clientes sem aumento proporcional do número de agências. Essas parcerias se constituíram num importante diferencial, já que o produto agregou grande número de clientes de classe C, não necessariamente bancarizados e de pessoas físicas de baixa renda (classe D) "não bancarizadas".

A VCP, antiga denominação da Fibria, efetuou basicamente aquisições voltadas a se posicionar em mercados definidos como prioritários, ou seja, inicialmente adquiriu algumas unidades relacionadas à produção de papel e celulose, e mais recentemente concentrou seus investimentos no segmento de celulose, com a redução da participação no negócio papel. Além das motivações elencadas, o caso da Ripasa, hoje Conpacel, operada em regime de consórcio entre Fibria e Suzano, teve como principal objetivo evitar a aquisição por um concorrente.

A Perdigão estabeleceu como meta tornar-se uma empresa global: apesar de já atuar em 140 países, a empresa sentia a necessidade de ampliar seu potencial internacionalmente e tornar-se uma *branding company*. Além disso, a companhia entendia que era necessário atuar nas quatro proteínas: bovinos, frangos, suínos e lácteos. A atuação nos diversos mercados permite maior agregação de valor, já que possibilita maior diversificação e a utilização das estruturas de comercialização e distribuição existentes, dado que as atividades são complementares.

Nesse sentido, efetuou diversas aquisições nos últimos anos, de forma a se fortalecer nos três segmentos onde já atuava e a se posicionar no segmento de lácteos. As operações de M&A efetuadas pela Perdigão visaram preponderantemente: compra de marcas, aquisição de *expertise* em novos segmentos e entrada / fortalecimento em novos mercados. Como exemplo, foi mencionada a compra de ativos no exterior, em mercados onde era preciso ter presença local para se fortalecer.

As aquisições e associações vislumbraram preparar a empresa para atingir seu objetivo estratégico de tornar-se um *player* global no setor de alimentos.

C1) Motivação para a operação de M&A em questão

As respostas obtidas nas quatro empresas entrevistadas apontam no sentido de que a principal motivação para as transações em questão foi preparar-se para competição em nível global e buscar liderança em seu mercado. O contexto de mercado, com a globalização da economia seria, portanto, o principal motivador das operações analisadas. Como observou Hendrickson (2003), as empresas estão utilizando a estratégia de fusões e aquisições como forma de se reposicionar num mercado em constantes mudanças.

No setor financeiro, o objetivo principal foi maior acesso ao capital e porte para se posicionar frente à concorrência, viabilizando maior expansão da rede e possibilitando atendimento globalizado a uma maior gama de clientes.

Para o setor de alimentos, pesam a saturação dos mercados dos países desenvolvidos (as taxas de crescimento de produtos alimentícios na Europa e Estados Unidos são muito baixas, levando as empresas a procurarem mercados mais dinâmicos); o crescente poder das cadeias de distribuição (os grandes supermercados têm reduzido as margens dos fornecedores nos países desenvolvidos, levando-os a buscar mercados menos competitivos) e custos crescentes (são requeridos pesados investimentos em propaganda, distribuição e qualidade, que tornam vitais as economias de escala).

Também no setor de celulose, por ser um setor de capital intensivo cujos produtos são "comoditizados", a questão de escala é fundamental.

Cada processo, contudo, foi iniciado por diferentes *triggers*: no caso do banco Itaú, a busca por posicionamento na arena competitiva nacional. A instituição formada pela associação com o Unibanco assumiu a liderança entre os bancos privados, e colocou-se em posição mais próxima em relação ao Banco do Brasil. Outro aspecto relevante foi a operação envolvendo ABN/Real e Santander, um banco grande mundialmente, extremamente agressivo, com capital, grande capacidade de acesso a recursos e fortemente posicionado em diversos países da América Latina. O Itaú entendeu que precisava se aparelhar para essa concorrência, buscando liderança e excelência de *performance* em mercados definidos como relevantes.

Dessa forma, o principal motivador da transação foi fortalecer o banco para fazer face às crescentes pressões competitivas tanto no Brasil como regionalmente, ou seja, nas Américas.

O Unibanco apresentou como motivadores:

- o fato de que o banco optou, há muito tempo, por efetuar diversas associações e aquisições, buscando consolidação. O Unibanco surgiu como um banco de atacado, atuando no segmento *corporate.* Tornou-se um banco de varejo mais recentemente, com a aquisição dos bancos Nacional e Bandeirantes. No mercado de bancos, a questão de escala é considerada fundamental, já que garante maior penetração e maior abrangência de mercado. Posicionamento de mercado com ganhos de escala estaria, portanto, entre os principais motivadores da operação, que levou os dois bancos a iniciarem as discussões sobre a fusão. O novo cenário, configurado pela fusão ABN-Santander e pela crise financeira foi considerado propício para o anúncio da operação;

- busca de sinergias e

- criação de um "banco multinacional", com presença global.

"Existem empresas brasileiras que se tornaram corporações", ressaltou a entrevistada, mas não existem bancos. Essa visão de futuro foi também motivadora para a operação. Hoje o Itaú-Unibanco está entre os dez maiores bancos do mundo em valor de mercado, com cerca de 90% das operações focadas no Brasil.

Para Perdigão/ Sadia, a fragilidade financeira de Sadia, resultado dos problemas vividos pela empresa no mercado de derivativos tornou imperativa a busca de novos acionistas, e foi a iniciadora das negociações, ainda que o momento em termos de desempenho do setor e do ponto de vista da Perdigão, por aspectos referentes à então recente compra da Eleva, não fosse considerado o mais adequado.

No caso Fibria, o fim do acordo de acionistas de Aracruz foi o principal aspecto que deu origem às negociações. Na década de 80, o grupo Votorantim decidiu investir no segmento de papel e celulose, tendo adquirido a Papel Simão e diversas pequenas empresas do setor. Foi constituída a VCP, e a partir de 2006 foi definida a visão 2020 da empresa, que determina foco de crescimento no segmento de celulose, dada a competitividade do Brasil neste setor.

Desde 2001 a Vototrantim, através da VCP, detinha participação no capital votante da Aracruz, e o fim do acordo de acionistas entre os demais controladores possibilitou uma oferta a ambos para aquisição do restante do controle acionário.

Ressalte-se que em todos os casos, as transações vêm de encontro a uma estratégia de crescimento delineada anteriormente.

D) Avaliação de criação de valor nas transações

O banco Itaú afirmou ser pautado por análises e cálculos, sendo os indicadores preponderantemente utilizados o lucro por ação (rentabilidade) e a reação do mercado acionário. Para reforçar essa visão, foi mencionado que embora ainda não se possa considerar que todas as sinergias estejam totalmente incorporadas aos resultados, isto é, ainda não se refletiram totalmente do ponto de vista dos resultados da nova instituição, já se considera que a operação criou valor, dada a valorização das ações na BOVESPA. Em termos do prazo estabelecido para avaliação do sucesso da operação, no caso do Itaú-Unibanco, o período estimado é de três anos a partir da realização da operação.

O Unibanco, segundo informado, ao avaliar potenciais operações de M&A, buscava, em vários cenários, identificar criação de valor pelos diversos métodos de *valuation*: *discounted cash flow*, análise de múltiplos, entre outros, combinados com análise de risco e análise de terceiros, ressaltando-se que a operação devia fazer sentido do ponto de vista estratégico. Após a operação, efetuava-se o acompanhamento comparativo dos resultados realizados *versus* orçados.

A Fibria informou basear-se principalmente nos cálculos das sinergias trazidas a valor presente e em estimativas de potencial de geração de receita. É efetuada a diferenciação entre as sinergias recorrentes, que vão impactar o EBITDA e o caixa, e as não recorrentes. Para acompanhar a captura das sinergias mapeadas, aumento de produtividade e do valor presente das sinergias, foi criada uma área de PMO – *Project Management Office* junto à diretoria de planejamento estratégico. A empresa afirmou que é estabelecido, para cada ano, o que se espera seja obtido no projeto, porém não divulga a informação.

Na Brasil Foods, são traçadas metas anuais de crescimento de vendas e efetuadas análises de potenciais operações pelo critério do EVA®.

Todas as empresas afirmaram efetuar o acompanhamento dos resultados obtidos, comparando-se orçado *versus* realizado, o que significa que há um planejamento do que se espera em termos de resultado da operação.

É importante ressaltar que as decisões de operações de M&A seguem definição estratégica da empresa em termos de mercados de atuação e crescimento e tem planejamento em termos de desempenho esperado. O principal foco das avaliações para decisão sobre as operações, portanto, concentra-se em aspectos estratégicos e financeiros.

E) Aspectos críticos para criação de valor

E1) Sinergias

Esse aspecto foi mencionado como de grande relevância para a decisão da operação. Nos casos objeto de estudo, existem sinergias potenciais próprias de fusões horizontais, tais como economias de escala (redução de custos por melhor utilização de pessoas, instalações e equipamentos) e escopo, aumento de poder de mercado e de penetração junto a clientes, maior poder de barganha junto a fornecedores, maior influência na formação de preços em razão do porte, aumento de *market share* e redução da competição, maior abrangência e alcance de projetos de pesquisa e desenvolvimento e maior potencial de crescimento.

Para os bancos, foi ressaltado como importante o fato que se têm mais informações sobre os clientes e a possibilidade de somar clientes sem necessariamente somar custos, além do potencial de vendas de mais produtos para o mesmo *portfólio* de clientes.

Todas as empresas mencionaram sinergias por melhores práticas, custos (tanto pessoas quanto sistemas, instalações, equipamentos), maior poder de barganha com fornecedores e maior poder de mercado junto aos clientes. A Brasil Foods ressaltou sinergias decorrentes de otimização na comercialização e logística de distribuição.

Damodaran (2005) classifica os tipos de sinergia mencionados acima como sinergias operacionais. As sinergias têm sido tradicionalmente divididas entre sinergias de redução de custos ou de aumento de receitas, e como ressalta o autor, devem afetar margens, retorno e taxa de crescimento, e consequentemente o valor da firma. Nos casos dos bancos e das

empresas de alimentos, aparentemente os dois tipos de sinergia têm potencial de realização, enquanto nas empresas de celulose, o aspecto de custos parece o mais relevante.

E2) Integração (organizações e culturas)

Todas as empresas optaram por integrar inteiramente suas operações, de forma que as duas companhias existentes antes da transação são absorvidas por uma nova entidade. Como ressaltam Chaterjee *et al*. (1992, p.320), a manutenção de empresas autônomas após a transação de M&A é menos provável em *mergers* relacionadas, já que a motivação para a operação geralmente relaciona-se de alguma forma à possibilidade de obtenção de sinergias operacionais.

Do ponto de vista das culturas, observa-se em todas as empresas o reconhecimento da importância do processo de integração (*post merger integration* -PMI) e de sua rapidez para o sucesso das operações e a preocupação com flexibilidade e agilidade na tomada de decisões. Cabe ressaltar ainda a relevância conferida ao envolvimento pessoal dos principais executivos e acionistas controladores, quando aplicável, nos processos.

Tanure e Cançado (2005, p. 20) argumentam que em empresas de origem familiar existe tendência de prolongamento do processo de negociação, e que pode haver dificuldade de se chegar a decisões racionais, muitas vezes por questões emocionais. Esse aspecto pode se constituir em um dos grandes desafios para operações de M&A no Brasil. No caso Itaú-Unibanco, observou-se o prolongamento das negociações, que se estenderam por cerca de quinze meses.

No Itaú-Unibanco, houve um mix de funcionários das duas empresas, buscando-se, sempre que possível, manter o que havia de melhor, tanto em termos de práticas quanto pessoas e produtos. Na Fibria, houve um balanceamento entre os executivos oriundos da Aracruz e da VCP, com manutenção de executivos com sólida experiência em suas funções. O presidente do Conselho de Administração da Fibria é o ex-CEO da VCP, e o ex-CEO da Aracruz é o diretor presidente da Fibria.

Na Brasil Foods, o processo de integração encontra-se em estágio ainda preliminar devido à necessidade de aprovação da operação e da cláusula de reversibilidade existente por demanda do CADE. Até o momento, houve aprovação para centralização da área financeira na *holding*

BRF e unificação das operações de carne *in natura* e suprimentos no mercado externo "do porto para fora", e para compra de grãos, isto é, aquisição de matérias- primas, um pleito da empresa concedido pelo CADE.

Um aspecto similar nas três empresas foi a utilização de assessoria de terceiros (consultorias) para auxiliar no processo de integração. Como ressaltam Salvato, Lassini e Wiklund (2007, p. 291), pode-se constatar que companhias que realizaram diversas operações de M&A desenvolveram avançadas estratégias que as levaram a diversificar o grau e os meios de integração. Embora exista uma lógica similar para as operações, os processos de integração possuem características particulares, fato esse que explica a contratação de pessoas com experiência prévia em F&A.

E3) Cultura

Observa-se nas empresas a preocupação em delinear uma nova cultura, que busca incorporar aspectos das duas anteriores, absorvendo-se as melhores práticas, de forma que a nova empresa seja melhor que a soma das anteriores.

No Itaú e Unibanco, a questão cultural foi colocada como uma das mais importantes em M&A. Tendo em vista esse aspecto, os controladores passaram quatro dias no Credicard Hall falando para 4500 pessoas/dia, para comunicar a orientação do banco para o futuro e, durante um ano, foram realizadas entrevistas e *focus groups* buscando criar uma nova cultura e definir os princípios que devem nortear a atuação da nova instituição. Dentre eles, destacam-se aspectos relacionados a foco no cliente, inovação, agilidade, *performance*, liderança e ética. Para o Itaú, a definição de uma nova cultura foi utilizada em parte para rever aspectos da cultura anterior que se desejava mudar.

Foi reportada pelos bancos a existência de convergência ou grande semelhança entre as culturas, tendo sido enfatizado que alguns aspectos de um banco eram valorizados pelo outro. O Itaú era visto pelo Unibanco com um banco forte em automação e processos, além de possuir maior escala e penetração provenientes do porte. O Unibanco, por sua vez, era visto pelo Itaú como um banco de nichos, cujos diferenciais eram: agilidade e inovação; maior atenção ao aspecto relacionado a pessoas, menor rigidez em termos de hierarquias e maior diligência no controle de custos e despesas.

A Fibria considera que havia grandes diferenças culturais entre as duas empresas, o que atribui grandemente à forte presença do grupo controlador no seu caso, o que não ocorria na Aracruz, onde se observava maior independência, mas ao mesmo tempo maior nível de hierarquização. Consideram que houve um choque cultural natural entre as empresas, porém que o processo de integração dos departamentos já está concluído.

Na Brasil Foods, não foi possível abordar o aspectos cultural, dado que se pode considerar que a integração de fato das empresas ainda não se concretizou.

E4) Experiência e aprendizado

Todas as empresas (grupos) calcaram seu crescimento parcialmente em fusões e aquisições, isto é, envolveram-se em grande número de transações de M&A no passado, portanto possuem larga experiência em M&A. Pode-se depreender que as empresas "aprenderam" de suas experiências e reconheceram que estas foram oportunidades de crescimento e desenvolvimento cultural para as organizações. Como verificado na pesquisa de Salvato, Lassini e Wilklund (2007), o processo de aprendizado foi possível principalmente porque todas as operações de F&A efetuadas pelas empresas situavam-se dentro de suas competências, isto é, havia grande consistência entre as atividades das empresas envolvidas nas operações.

Pode-se ainda afirmar sobre capacidade e flexibilidade da administração para gerir e integrar a empresa resultante da operação, demonstrada pela vasta experiência das empresas analisadas em operações de M&A.

E5) Posicionamento de mercado

Nos três casos, foi mencionado que o potencial de crescimento da companhia criada é considerado maior que o das duas em separado, e que, portanto, as empresas operando em conjunto valem mais que operando isoladamente, dado o maior potencial de liderança em seus mercados, e o fato de que as operações permitem maior acesso à captação de recursos e a oportunidades de investimentos e crescimento do que cada uma teria independentemente.

A Fibria enfatizou a importância de ser líder num setor bastante pulverizado.

A Brasil Foods ressaltou que para se obter internacionalização de fato é preciso ser uma empresa mundial. E para isso, é necessário ter presença local nos mercados externos. O porte da nova empresa viabiliza alguns investimentos que não se justificavam antes da combinação, tais como centros de distribuição em diversos países, que reforçam a presença da empresa localmente e ampliam significativamente seu potencial internacionalmente, além de reduzirem custos com intermediários. A associação com a Sadia significou ainda: agregação de valor aos produtos, obtida com o aumento de representatividade de produtos processados no faturamento (produtos *commodity* representavam maior percentual no faturamento da Perdigão quando comparada à Sadia) e considerada fator crítico de sucesso no setor; fortalecimento das marcas internacionalmente (agora as marcas de Sadia e Perdigão) e ampliação do leque de produtos ofertados.

Outros aspectos extraídos das entrevistas que merecem destaque são apresentados como semelhanças e diferenças observadas.

Principais semelhanças e diferenças (aspectos não categorizados)

- Observa-se nos bancos e no caso da Brasil Foods, semelhança na forma de negociação, envolvendo a inserção dos acionistas de todas as empresas. Esse aspecto foi colocado como resultado do aprendizado obtido em consequência de um crescimento calcado em fusões e aquisições. Foi ressaltado que as transações de F&A permitiram a criação de um novo modelo de negócio: "ensinaram que vale inclusive abrir mão do controle total do negócio para se construir algo melhor." As novas empresas, resultado de fusões ou aquisições, apresentam controle compartilhado, sendo que os acionistas de todas as empresas mantêm direitos de votos.

- Outra semelhança refere-se ao reconhecimento e comunicação de valor "de cada uma das duas empresas".

- Brasil Foods e Itaú-Unibanco apresentaram motivações semelhantes para transações de M&A, principalmente "aquisição" de marcas e *expertise* e posicionamento em novos mercados/produtos, e para o uso de M&A *versus* crescimento orgânico.

- Os setores de alimentos e de celulose no Brasil apresentam custos extremamente competitivos, o que coloca as empresas em posição privilegiada para competir internacionalmente e produzir em escala global (o custo caixa de produção de celulose da Fibria está entre os menores quando comparado ao custo de seus pares, seja nacional ou internacionalmente). Competitividade de custos é fundamental para os dois setores, já que em ambos parcela significativa dos clientes são empresas de grande porte, o que se traduz em elevado poder de barganha de clientes, e consequentemente forte pressão sobre margens.

- Presença do grupo controlador – tanto nos bancos quanto na Sadia e na VCP, ressalta-se a forte presença dos grupos controladores, o que não ocorria nos casos de Aracruz e em especial Perdigão. A operação envolvendo os dois bancos, portanto, se diferencia das demais nesse aspecto.

Na forma de avaliação das operações, observam-se algumas diferenças nos principais aspectos e indicadores considerados. Nos bancos, os indicadores preponderantemente mencionados foram rentabilidade e desempenho das ações, enquanto na Brasil Foods o principal aspecto foi o crescimento do faturamento e na Fibria o valor das sinergias e aumento de competitividade.

Nos itens a seguir, são comentados os critérios adotados em alguns dos métodos de avaliação utilizados.

7.2.2 Valor de Mercado

Para este método, optou-se por efetuar os cálculos da variação do valor de mercado em quatro diferentes janelas, a saber: de 3 dias (1 dia antes e 1 dia após o evento); 5 dias (-2,+2); de 41 dias (-20;+20) e de 61 dias, 30 antes e 30 após o evento.

Brito *et al*. (2004) comentam que não consideraram janelas de eventos com mais de 5 pregões, “já que janelas grandes tendem a aumentar a probabilidade de os preços das ações serem afetados por outros eventos alheios às operações em estudo.” Por outro lado, ressaltam que a inclusão de dias anteriores ao evento é interessante pois o mercado pode se antecipar ao anúncio do evento, o que se refletiria no preço das ações.

Camargos e Barbosa (2006, p.473) utilizam diversas janelas, porém nunca superiores a 60 dias antes e depois do evento (total 121 dias) , “pois possivelmente isso englobaria outros eventos relevantes que influenciariam os preços das ações [...] enviesando a análise dos resultados.”

7.2.3 Direcionadores de Valor

Para o segmento de bancos, foram escolhidos indicadores de rentabilidade, eficiência operacional, capitalização, liquidez e propensão a risco. São utilizados índices de rentabilidade sobre o patrimônio (ROE) e rentabilidade sobre os ativos (ROA), já que, como afirma Ramaswamy (1997, p.706), diversas pesquisas sobre M&A indicam que empresas buscam primariamente aumentar lucratividade por meio de *mergers*.

A análise de eficiência operacional (custos operacionais) é fundamental para o entendimento das sinergias potenciais. Diversos autores sugerem que sinergia é sinônimo de criação de valor no longo prazo e é refletida em rentabilidade superior. No caso de bancos, sinergias são derivadas principalmente da integração de pessoas, operações e sistemas. A razão entre capital e empréstimos indica a propensão a risco dos gestores, e a conjugação desses indicadores com níveis de lucratividade visa um entendimento de possível aumento de rentabilidade à custa de maior exposição a risco.

Para as empresas, foram escolhidos indicadores similares aos dos bancos, que refletem rentabilidade, desempenho operacional, obtido como resultado de gestão eficiente de custos e despesas, e risco. Pela comparação da relação custo de produção/vendas líquidas entre as empresas antes e após a combinação, podem-se examinar economias de escala e escopo (SETH, 1990, p.440). Como medidas de lucratividade, foram utilizados alguns indicadores de margem, tais como EBIT/Vendas (margem operacional), LL/Vendas, retorno sobre ativos e sobre patrimônio líquido. As medidas de endividamento refletem o grau de risco das empresas.

8. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste item são apresentados os números e as análises de todas as empresas antes e após a operação, de acordo com cada um dos métodos escolhidos, bem como a comparação entre eles. São também apresentadas as análises das entrevistas, que abordaram aspectos relacionados à motivação, avaliação e aos aspectos qualitativos considerados críticos para o sucesso das operações.

8.1 Discussão dos Aspectos Qualitativos

- **Sobre as motivações para operações**

Todas as motivações apresentadas pelas empresas entrevistadas encontram suporte nos motivos elencados na teoria sobre o assunto. Observa-se que, para as empresas em questão, predominam as motivações relacionadas ao objetivo de buscar posicionamento e/ou fortalecimento num mercado de atuação, tanto no caso das transações em questão quanto para as operações de M&A realizadas anteriormente, o que vem ao encontro da afirmação sobre o uso destas operações como alternativa de crescimento rápido para se adequar a um contexto econômico de rápidas e constantes mudanças.

Um aspecto interessante a ser ressaltado é o fato que a maioria dos entrevistados referiu-se à opção de crescimento por meio de M&A para entrar em novos mercados ou adquirir *expertise* em novos mercados ou produtos. Contudo, nos três casos estudados, as partes envolvidas uniram-se a empresas com portes e produtos semelhantes, com o objetivo principal de obter "maior musculatura" para prepará-las para a competição global. Esse aspecto deve ser visto dentro do contexto atual de mercado, o que sugere que as três operações, em última análise, tiveram como principal motivação as tendências de globalização. O porte adquirido pelas companhias resultantes das transações as coloca num patamar diferenciado em seu setor de atuação, ampliando substancialmente seu acesso a recursos e a oportunidades de investimento e, portanto, sua competitividade e possibilitando antever um maior potencial de crescimento para a empresa formada.

Rocha, Iooty e Ferraz (2001, p.30) argumentam que estas operações podem ser encaradas como decorrentes de estratégias defensivas. Segundo os autores, estratégias defensivas podem

relacionar-se ao processo de concorrência de oligopólios internacionais, e os elementos que tendem a influenciar tais estratégias são: a forte concorrência no cenário internacional em alguns setores, que pode induzir as empresas a se posicionarem no mercado global; e a entrada de novas empresas em mercados locais, podendo suscitar reações das empresas estabelecidas.

Salvato *et al*. (2007) ponderam que, sob certas condições, aquisições podem ser uma resposta para simplicidade, ossificação e otimização no uso de recursos, e acrescentam que aquisições podem revitalizar uma empresa e melhorar sua habilidade de antecipar ou reagir adequadamente a condições externas em constantes mudanças, dado que os gestores, por administrar os choques "relativamente controlados" determinados pelas aquisições, revitalizam suas organizações e promovem sua viabilidade no longo prazo.

Kalpic (2008) destaca que, com o aumento da velocidade das mudanças no cenário econômico, indústrias e seus produtos amadurecem rapidamente, de forma que eficiência e liderança de custos se tornam estratégias competitivas fundamentais. Liderança de custos, continua o autor, relaciona-se inevitavelmente a economias de escala, que conferem vantagens evidentes aos grandes *players*, e o crescimento dos líderes em grande parte das indústrias resulta em rápida concentração. Como resultado, observa-se maior tendência à realização de operações de M&A, que se mostram como interessante alternativa de rápido crescimento e melhoria de posicionamento estratégico. Kalpic (2008) considera que estas operações têm como reais motivações: maturidade e "comoditização" de indústrias, nas quais crescimento orgânico se mostra insuficiente; expectativas de crescimento do mercado de capitais, que recompensa empresas que demonstrem rápido crescimento e capacidade de criação de valor para seus acionistas, o processo de concentração das indústrias e o fato de que muitos executivos e investidores acreditam que escala é a mais importante fonte de vantagem competitiva.

Pode-se afirmar, desta forma, que o racional para o movimento de fusões nos setores bancário, de celulose e de alimentos, do ponto de vista estratégico, baseia-se nas pressões competitivas nos mercados brasileiro e global. Os principais objetivos com as operações, conforme sugere a literatura, seriam de ampliação de mercados, com atendimento a um maior espectro de clientes, aumento de valor agregado e redução de custos, obtida por meio de ganhos de escala e escopo.

No setor de alimentos, observa-se baixa lucratividade e elevados níveis de endividamento nos últimos anos, atribuída parcialmente ao forte poder de barganha dos clientes, que se tratam em sua maioria de grandes redes varejistas, o que é apontado como fator importante para o processo de consolidação vivido pelo setor.

Para os bancos, a questão de eficiência é fundamental. De acordo com Alberto B. Mathias, especialista no setor bancário, em entrevista publicada pelo Correio de Uberlândia (2008), a estrutura de custos dos bancos brasileiros é o dobro da dos bancos internacionais e a onda de fusões e aquisições de bancos no Brasil é, em parte, promovida pela combinação do alto custo das operações e do baixo volume de operações de crédito em relação ao PIB quando comparado a outros países.

O processo de consolidação da indústria de celulose do Brasil, atualmente a mais competitiva do mundo em termos de custos, já era esperado por analistas, por conta da necessidade de obtenção de ganhos de escala e aumento de eficiência operacional por parte das empresas (O ESTADO, 2009)

- **Sobre motivações e criação de valor**

Criação de valor, como já comentado, pode ser analisada sob diversos ângulos, o que torna o assunto bastante controverso e gera os mais diversos pontos de vista e avaliações.

A maioria dos artigos e pesquisas sobre o tema conclui que, em geral, não é possível afirmar que operações de M&A criam de valor, e que a maior parte delas de fato destrói ou não tem impacto significativo na criação de valor. Há, contudo, opiniões e avaliações discordantes, sendo que alguns autores afirmam o oposto, isto é, que estas operações sempre geram valor.

Uma reflexão sobre as motivações M&A e criação de valor faz crer que, salvo nos casos das motivações relacionadas a questões pessoais, tais como vaidade ou utilidade gerencial, as demais são legítimas e relacionam-se à busca por parte de acionistas e/ou gestores de obter o fortalecimento de suas empresas, e, em última análise, de criar de valor. Infere-se, a partir deste trabalho, que a análise de valor não necessariamente se traduz em números, em especial no curto e médio prazos, e deve considerar os objetivos da empresa, que podem ser inclusive de sustentabilidade ou sobrevivência.

Dada a complexidade das transações e M&A e o grande número de aspectos e dimensões envolvidos, é possível afirmar que há operações que, ainda que motivadas por aspectos "corretos" ou justificáveis, falham em criar valor do ponto de vista numérico, ou seja, resultam em empresas cujo valor não é superior ao das duas anteriores. Isso pode ocorrer como resultado de má avaliação da empresa a ser adquirida ou "fusionada" ("motivo certo; empresa errada"), como resultado de perda de valor por problemas na fase de integração (PMI), mencionados em artigos mais recentes como os principais causadores de insucesso em M&A, ou por avaliações efetuadas em prazos inferiores aos necessários para a completa realização dos benefícios da transação.

Pode-se afirmar ainda que o aspecto fundamental é o fato de que a decisão da transação, em geral, baseia-se em um conjunto de fatores, porém deve sempre considerar a criação de valor no longo prazo, dentro de um planejamento estratégico compatível com a realidade da empresa e do seu setor de atuação.

- **Sobre a avaliação de criação de valor – aspectos quantitativos e qualitativos**

Numa entrevista recente, o investidor Warren Buffet afirmou: "*If a deal needs complicated calculations before you can decide if it is right, then it probably is not*." (BBC NEWS, 2010).[12] Essa afirmação remete à multiplicidade de objetivos e de aspectos que devem ser considerados em uma combinação empresarial. Há que ser ressaltado que cálculos de rentabilidade, valor de mercado, retorno sobre o investimento e outros utilizados para avaliação de investimentos são importantes, porém variáveis ao longo do tempo e sofrem grande influência de fatores exógenos à empresa, tais como condições econômicas e de mercado, e do período considerado para a análise.

Operações de M&A envolvem aspectos financeiros, contábeis, humanos, de mercado, estratégicos, econômicos, comportamentais e de integração (PMI), entre outros. Dessa forma, tais operações devem ser analisadas sob uma ótica multidisciplinar, buscando-se atrelar os aspectos humanos aos de desempenho.

---

[12]Tradução livre: "Se for necessário efetuar complicados cálculos para saber se um negócio é certo, então provavelmente não é."

A importância da integração para criação de valor pode ser melhor entendida a partir da distinção efetuada por Salvato *et al.* (2007) entre criação e captura de valor. Captura de valor, segundo os autores, é definido como um evento único, que resulta de características inerentes à transação. Criação de valor, em contraste, é um fenômeno de longo prazo que resulta de ações empreendedoras e da interação entre as empresas envolvidas. Envolve a transferência e a recombinação das capacidades das duas firmas, o que é comumente referido com sinergia e que só pode ser obtido por meio de uma integração bem sucedida.

Os principais aspectos qualitativos mencionados na literatura como críticos para o sucesso de transações de combinações empresariais são integração, semelhanças estratégicas, culturais e organizacionais, experiência/aprendizado e tamanho relativo.

Strategic and organization fit **–** Altunbas e Ibañez (2004, p.11) e diversos outros autores, concluem que certas características em comum, como similaridade de produtos e de mercados (geográfica) denotam possibilidade de sinergia e, portanto, tendem a criar valor.

> *It is broadly found that strategic similarities between target and bidders improve performance, providing general support to the view that mergers between strategically similar firms are likely to provide greater benefits than mergers involving organizations that pursue different strategies.*

Ayala (2006, p.6) ressalta que no campo da estratégia, sugere-se que a combinação de empresas estrategicamente relacionadas irá resultar em aumento de valor da companhia resultante, e que o potencial de combinação é usualmente definido em termos do grau de similaridades operacionais e complementaridades das empresas, de forma que quanto maiores as similaridades, mais facilmente ocorrerá a integração.

Para Seth (1990, p.100) empresas podem ser consideradas relacionadas quando apresentam similaridades em produtos, mercados, recursos, técnicas de produção, sistemas de distribuição, etc. Segundo Shelton (19, p.281), empresas relacionadas devem apresentar similaridades em três das quatro características: 1) clientes; 2) produtos; 3) tecnologia de produção e 4) função dos produtos. Empresas similares têm competências similares, resultando em menos conflitos, produtos e mercados similares, portanto maior potencial de ganhos relacionados a poder de mercado e maior potencial de benefício decorrente de economias de escala, já que têm funções similares.

Segundo esses autores, a combinação de empresas estrategicamente semelhantes apresenta maior potencial de melhoria de *performance* quando comparada a operações envolvendo instituições diferentes em termos estratégicos. Empresas similares tendem a possuir o mesmo tipo de organização em termos departamentais, portanto tendem a enfrentar menos conflitos e uma fase de integração menos custosa. Para Ayala (2006), embora diferenças possam ser percebidas como dificuldades, complementaridades são também fontes de sinergias, muitas vezes não capturadas pelas pesquisas.

Pode-se considerar que os três casos analisados apresentam similaridades operacionais e estratégicas, portanto, sob esse prisma, possuem potencial de criação de valor.

Para medir similaridade estratégica no caso de bancos, Altunbas e Ibañez (2004) afirmam que diversos indicadores podem ser utilizados, tais como alocação de recursos, nível de capitalização, tamanho, controle de custos, qualidade dos ativos, etc. A comparação da estratégia de depósitos e empréstimos entre bancos envolvidos em transações de M&A, assume que similaridade estratégica pode ser vista com base em decisões de alocação de recursos (*resource allocation decisions*).

Analisando-se as carteiras de empréstimos de Itaú e Unibanco anteriormente à operação, apresentadas nas tabelas 1 e 2 abaixo, observa-se grande semelhança entre elas.

Banco Itaú - Carteira de Empréstimos R$ milhões		
	2008	**%**
Pessoas Físicas	**68.912**	**38,2**
Cartão de Crédito	13.450	7,4
Crédito Pessoal	15.347	8,5
Veículos	40.115	22,2
Empréstimos Empresas	**90.952**	**50,4**
Grandes	54.047	29,9
Micro, Peq. e Médias	36.905	20,4
Créditos Direcionados	**8.412**	**4,7**
Crédito Rural	4.364	2,4
Crédito Imobiliário	4.048	2,2
Outros países	**12.285**	**6,8**
Total	**180.561**	**100,0**

Tabela 1: Carteiras de clientes Itaú em 2008.
FONTE: Itaú-Unibanco
Produção do autor

Unibanco - Carteira de Empréstimos	R$ milhões Set/08	%
Financiamento de automóveis	11.858	16,0
Grandes empresas	29.693	40,0
PME	10.610	14,3
Financiamento imobiliário	2.155	2,9
Cartões de crédito	7.201	9,7
Financeiras de crédito ao consumidor	3.170	4,3
Crédito consignado	4.276	5,8
Outros financiamentos de varejo	74.272	100,0

Tabela 2: Carteiras de clientes Unibanco em 2008.
FONTE: Itaú-Unibanco
Produção do autor

Em ambos os bancos, os principais itens que compõem a carteira de empréstimos em 2008 são: grandes empresas, pequenas e médias empresas e financiamentos de veículos, que no caso do Itaú respondem por 72,5% da carteira total, e, para o Unibanco, 70,3%. É possível, dessa forma, afirmar sobre a semelhança das carteiras, que se traduz em semelhança de estratégia, segundo os autores.

Outro aspecto apontado como relevante pelos autores é o nível de adequação de capital, medido pela razão entre capital e ativos totais. O nível de capitalização mostra a estratégia dos bancos em relação à sua estrutura de capital. A tabela 3 a seguir compara os dados dos bancos, demonstrando mais uma vez semelhança entre os números apresentados pelas duas instituições:

Independência Financeira	2005	2006	2007	2008
Unibanco	0,10	0,10	0,09	0,08
Itaú	0,10	0,11	0,14	0,12

Tabela 3: Independência financeira (PL/ATm)
FONTE: Itaú-Unibanco

Independência Financeira = PL/ATm, onde:
PL= Patrimônio Líquido
ATm = Ativo Total médio
Produção do autor.

Controle de custos: os autores afirmam que perseguir economias de escala e integrar rapidamente a base de custos é um objetivo essencial em transações de bancos, e que se as

estratégias de controle de custos forem diferentes numa *merger*, a *performance* pode cair. Bancos devem se beneficiar de *mergers* com companhias similares em termos de nível de eficiência operacional, já que diferenças no nível de eficiência são contraprodutivas em termos de como afetam *performance*. A comparação dos índices de eficiência dos dois bancos é apresentada na tabela 4, sendo o índice calculado pela soma das despesas de pessoal e administrativas dividida pela soma do resultado da intermediação financeira antes dos créditos de liquidação duvidosa e das receitas operacionais de prestação de serviços.

Eficiência Operacional	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**
Itaú	41,2%	39,3%	41,5%	47,3%
Unibanco	43,6%	43,0%	40,4%	41,4%

Tabela 4: Eficiência Operacional
FONTE: Itaú-Unibanco
Produção do autor.

Em especial até 2007, pode-se considerar que havia grande semelhança entre os índices apresentados pelos dois bancos.

Integração de culturas- Para Banal-Estañol e Seldeslascht (2005), não se pode deixar de mencionar a importância da escolha da empresa com a qual será efetuada uma transação de M&A e da identificação de complementaridades estratégicas. Contudo, o aspecto mais importante para o sucesso de uma *merger* e a medida da extensão em que os ganhos de sinergia são realizados depende do processo de integração (PMI).

Ayala (2006) e diversos outros autores afirmam que o processo de integração se inicia com o planejamento, que é vital para o sucesso, mas não garante boa execução. Para tal, a integração deve ser rápida, com funções e responsabilidades claramente definidas. Comunicação é considerada uma das estratégias determinantes para a integração de cultura, fundamental para prover os empregados dos três fatores decisivos para que sua adesão na integração seja obtida: uma imagem do futuro que a nova administração imagina para a companhia; como os funcionários serão pessoalmente afetados; e um senso compartilhado da missão da organização (PATERSON, 2000). Ela deve ser ágil, ampla e coordenada, de maneira a buscar minimizar os impactos negativos das incertezas e do *stress* geralmente ocasionados pelas *mergers* sobre recursos humanos.

Diversos autores atestam correlação positiva entre integração e realização de sinergias e enfatizam a importância do aspecto humano e da questão cultural no sucesso de combinações

empresariais. Falhas cometidas em integrar eficientemente culturas organizacionais estão entre as razões mais comumente citadas para justificar o fato de que a maioria das operações de M&A não cria valor.

Em combinações de empresas similares, afirmam os autores, o nível de *stress* e, portanto, de resistência dos empregados tende a ser maior do que em operações envolvendo empresas complementares.

Outro aspecto colocado como relevante é a similaridade cultural. Firmas com culturas similares são definidas como compatíveis. Incompatibilidade pode prejudicar a habilidade das empresas de competir. Banal-Estañol e Seldeslachts (2005) ressaltam que diferenças culturais podem se constituir em grande desafio para o *management* em operações de M&A e estão entre os principais fatores que explicam a não realização de sinergias. Altunbas e Ibáñez (2004, p.9) destacam que a combinação de firmas com diferentes culturas e características estratégicas é usualmente acompanhada por dificuldades associadas a *clashes* culturais que podem afetar *performance* negativamente. Distinções entre os administradores, para Ramaswamy (1997), podem dificultar que se alcance consenso sobre aspectos operacionais críticos que são cruciais para a realização das sinergias. Diferenças estratégicas refletem diferenças culturais, o que resultaria em esforços de integração difíceis de serem implementados e limitaria a possibilidade de alcance das sinergias potenciais. O autor ressalta que em *mergers* horizontais, que envolvem elevado grau de integração, o impacto negativo de dissimilaridades estratégicas tende a ser significativo.

Lee (1996, p. 6) reporta diversos estudos que demonstram que similaridades culturais aumentam a chance de sucesso na integração e tem impacto positivo nos ganhos dos acionistas, enquanto diferenças no estilo de administração e cultura tiveram impacto negativo na *performance* pós-*merge*r.

Chatterjee e outros pesquisadores (1992, p.320) afirmam que o suporte dos empregados é contingente ao *fit* cultural, ou seja, ao grau percebido de compatibilidade das duas culturas, e que sem suporte dos empregados, o desempenho esperado da empresa é dificilmente realizado. E que diferenças culturais entre as duas organizações podem impactar substancialmente o sucesso financeiro de *mergers* entre empresas relacionadas, e consequentemente, o valor das ações. Os autores ressaltam ainda que os efeitos adversos de

diferenças culturais podem ser minimizados se os administradores criarem uma atmosfera positiva para a transferência de competências e que algumas empresas apresentam maior grau de tolerância cultural, e podem ser capazes de minimizar problemas culturais. E concluem afirmando que investidores são céticos a respeito de *mergers* onde as culturas são vistas como incompatíveis, portanto administradores deveriam prestar tanta atenção ao *fit* cultural quanto prestam ao *fit* estratégico.

Entre as operações analisadas, parece haver maior semelhança entre as culturas dos dois bancos.

Experiência / Aprendizado – é amplamente mencionada na literatura a importância de experiências anteriores em M&A. Inúmeros autores reportam que empresas aprendem com suas experiências, em especial no que respeita ao processo de integração, e atestam efeito positivo em *performance* como resultado de experiência prévia em F&A.

O "fermento administrativo e cultural" introduzido por aquisições e pelo processo de integração (PMI), segundo Salvato, Lassini e Wilklund (2007) quebra a rigidez e a inércia das empresas e traz como resultado organizações mais flexíveis e melhor preparadas. Os autores argumentam que os resultados positivos só podem ser obtidos quando o crescimento por meio de aquisições é acompanhado pela capacidade de aprender e pela acumulação e utilização dos princípios aprendidos em cada nova operação. Pode-se dizer que empresas que realizaram uma série de aquisições desenvolveram capacidades ao longo do tempo e podem ser consideradas bem sucedidas, apesar do histórico de fracos resultados em F&A. Outro aspecto ressaltado é que experiência anterior demonstra capacidade prévia das empresas em administrar as divergências internas ocasionadas pela *merger*. Diversas pesquisas apresentam evidência de correlação positiva entre experiência prévia e futuro sucesso em aquisições.

Observa-se nas empresas, em especial nos casos do Itaú e do Unibanco, o aprendizado ao longo do tempo obtido nas experiências de transações de F&A anteriores. Nas entrevistas, foram mencionados "erros" ou aspectos nos quais as operações do passado não foram consideradas bem sucedidas, que levaram a mudanças na forma de negociação e no processo de integração da "fusão" entre Itaú e Unibanco. Tanure e Cançado (2005, p.17), em artigo sobre a experiência brasileira em F&A destacam: "Observa-se nas operações do Itaú que a experiência prévia em aquisições levou à construção de um *know-how* diferenciado, com a

designação de equipes especializadas tanto para a *due diligence* como para a negociação, além do planejamento da fase de integração."

Tamanho relativo

Tamanho pode ser avaliado em termos de vendas, ativos totais, ou número de empregados. Há discordância entre os autores sobre o impacto do tamanho relativo na criação de valor. Por um lado, aquisição de empresas menores é colocada como mais fácil de ser absorvida, com maior facilidade de integração. Conforme os tamanhos aumentam, integração e coordenação podem se tornar mais difíceis, já que há mais atividades a serem planejadas, mais recursos a serem transferidos e pessoas e departamentos a serem integrados. Por outro lado, argumenta-se que quando uma das empresas envolvidas na transação (ou o *target*, em casos de aquisições) é muito pequena em relação à outra, a operação pode não receber suficiente atenção da administração. Lee (1996) reporta que os resultados de estudos sobre influência de tamanho relativo na *performance* das empresas após a *merger* são inconsistentes. Porém, Shelton (1988, p.283) e Seth (1990) afirmam que à medida que o tamanho do adquirido aumenta em relação ao adquirente, aumenta o valor criado na aquisição ou *merger*. Empresas maiores podem oferecer marcas nacionalmente reconhecidas, distribuição nacional, liderança em mercados e economias de escala, portanto apresentam maior potencial de sinergias. Esse é o caso nas três combinações analisadas, que envolvem grandes empresas, portanto, elevada relação entre tamanhos relativos e significativos ganhos potenciais com fortalecimento de marcas, economias e fortalecimento em posicionamento de mercado. Comparando-se os tamanhos relativos das três operações, calculados pela divisão de faturamento (receitas) da menor empresa pelo faturamento da maior, obtém-se índice de 0,4 para os bancos, 0,8 para Fibria e Aracruz e 0,9 para Brasil Foods e Sadia, que por esse critério apresentaria o maior potencial de criação de valor.

8.2 Valor Patrimonial Histórico

8.2.1 Itaú-Unibanco

Comparação do Valor patrimonial em 30/09/2008 (último balancete disponível das duas empresas separadamente) e em 31/03/2010 (último balancete disponível atualmente), apresentados na tabela a seguir:

Valor Patrimonial	30/setembro/2008*	31/dezembro/2008	31/março/2010
Itaú (BP)	31.590.216	-	-
Unibanco (BP)	12.919.132	-	-
Itaú Unibanco (BP)	-	43.664.036	52.974.532
Itaú + Unibanco	44.509.348 (1)		45.400.937 (2)
Itaú + Unibanco			51.280.086 (3)

Tabela 5: Valor Patrimonial de Itaú, Unibanco e Itaú-Unibanco em R$ Mil.
Fonte: Itaú-Unibanco- Balanços Patrimoniais e Portal Brasil (IGP-DI).
Produção do autor

*Último balancete publicado das duas instituições em separado (antes da "fusão")

(BP) = valor informado no Balanço Patrimonial da data

Itaú +Unibanco (1) = valor obtido pela soma dos Patrimônios Líquidos das instituições.

Itaú +Unibanco (2) = valor obtido em (1) corrigido pelo IGPDI – Base 31/03/2010 (2,00315%)

Itaú + Unibanco (3) = valor (2) "corrigido" pela incorporação do crescimento histórico real ponderado do Itaú e Unibanco nos últimos 05 anos (9.61% a.a para o Itaú e 5,61% para o Unibanco). Na ponderação, foi considerada a proporção dos patrimônios em 30/09/2008.

O valor do patrimônio informado no balancete de 31 de março de 2010 é superior à soma dos patrimônios em 30 de setembro de 2008 corrigidos. Por esse critério pode-se considerar que já se verifica criação de valor na operação dos bancos.

8.2.2 Fibria-Aracruz

Comparação do valor patrimonial de VCP e Aracruz em 30/06/2009 com o valor patrimonial atual (31/03/2010) da Fibria. Em 20 de janeiro de 2009, a empresa anunciou a aquisição de 12,37% do capital total (28% do capital votante) da Aracruz em poder da Arapar. Em 05 de março de 2009, foi firmado contrato com a família Safra para adquirir igual percentual. A Fibria foi oficialmente criada em 01 de setembro de 2009. A tabela 5 apresenta o valor patrimonial da Fibria comparado ao de Aracruz e VCP.

Valor Patrimonial	31.dezembro.2008	31.março.2010
VCP (1)	4.131.871 (1)	
Aracruz	962.495	
VCP + Aracruz (2)	4.975.017 (2)	
VCP + Aracruz (3)		5.038.615
VCP + Aracruz (4)		15.411.871
Fibria (BP)		15.064.040

Tabela 6: Valor patrimonial de Aracruz e VCP (em R$ Mil) comparado (antes e após a transação).
Fonte: Fibria
Produção do autor

(1) Valor contempla participação de 12,4% no capital total da Aracruz.

(2) Soma dos Patrimônios, excluída participação da VCP na Aracruz de 12,4% em dezembro/08.

(3) Valor (2), de dezembro/2008, corrigido pelo IGP-DI. Obs. Foi considerada somente a variação do IGP-DI no caso da Fibria por ter sido observado crescimento real negativo nos últimos anos.

(4) Valor do patrimônio obtido em (3), ajustado pelo aumento de capital de R$ 4.005.091mil + emissão de ações de R$ 1.322.095 mil + ajustes diversos de R$ 5.046.067 mil.

Pelo critério de valor patrimonial, não é possível, até o momento, observar criação de valor na Fibria.

8.2.3 Brasil Foods-Sadia

A tabela 7 mostra a comparação do valor patrimonial de Sadia e Perdigão em 30 de junho de 2009 com o valor pró-forma de Brasil *Foods* em 31 de março de 2010. A operação entre as duas empresas e criação da Brasil *Foods* foi anunciada em 19 de maio de 2009.

Valor Patrimonial	30.junho.2009	31.março.2010
Perdigão	4.012.272	
Sadia	459.230	
Perdigão + Sadia (BP)	4.471.502 (1)	
Perdigão + Sadia (2)		4.577.120 (2)
Perdigão + Sadia (3)		4.764.917 (3)
Perdigão + Sadia (4)		13.873.21 (4)
Brasil *Foods* (BP)		13.186.161

Tabela 7: Brasil Foods - Valor patrimonial (R$ Mil) comparado antes e após operação
Fonte: Brasil Foods.
Produção do autor.
(1) Valor obtido pela soma simples dos balanços patrimoniais das duas empresas na data.
(2) Valor obtido em (1) corrigido pelo IGP-DI.

(3) Valor obtido pela incorporação do crescimento histórico real (3 anos entre 2004 e 2007) do PL ponderado, ao valor (2). Para a ponderação, foi considerada a relação entre os patrimônios das duas empresas no exercício de 2007, tendo-se optado por desprezar 2008 em razão do prejuízo obtido pela Sadia no exercício. O crescimento anual real calculado para as empresas foi de 3,195% para Perdigão e 8,7956% para Sadia.
(4) Valor (3) acrescido de aumento de capital de R$9.108.374 mil.

Também no caso Brasil Foods, não se verifica criação de valor pelo método de valor histórico. Esse resultado está dentro do esperado, já que ainda não há integração de fato entre as duas empresas.

8.3 Valor de Mercado

Na tabela 8, pode-se visualizar a variação dos preços das ações em relação ao IBOVESPA nas quatro janelas de eventos. Para os cálculos, em cada janela de eventos, dividiu-se a cotação da ação no último dia do período pela cotação no primeiro dia, e o resultado obtido foi dividido pela variação do IBOVESPA em igual período.

8.3.1 Itaú-Unibanco

Janela	ITUB3	ITUB4	UBB3	UBB4
(-1,+1)	-2.33%	12.90%	118.82%	17.58%
(-5,+5)	0.77%	19.00%	88.80%	15.09%
(-20,+20)	-1.79%	2.48%	66.21%	2.08%
(-30,+30)	13.24%	23.23%	68.85%	23.52%

Tabela 8: Variação do valor de mercado das ações do Itaú-Unibanco em relação ao IBOVESPA.
Fonte: Economática, 2010.
Código 3= ações ON – Ordinárias Nominativas
Código 4 = ações PN – Preferenciais Nominativas
Elaboração do autor.

Itaú-Unibanco: Data do evento: 03.11.2008

- Itaú – observa-se que a reação de mercado de curto prazo nas janelas escolhidas é conflitante do ponto de vista de valorização. O comportamento das ações ON foi inconsistente nas diversas janelas, enquanto as ações PN valorizaram-se em todos os períodos, havendo criação de valor no curto prazo segundo este critério. Pelo comportamento das ações PN, portanto, pode-se depreender que o mercado avaliou positivamente (do ponto de vista do acionista preferencial) a transação.

No longo prazo, considerando-se o período entre a data do evento (03.11.2008) e a data final de 31.05.2010, as ações ON e PN valorizam-se respectivamente -18,23% e -10,86% em

relação ao IBOVESPA. Com base nesse critério, não há criação de valor para o acionista do Itaú.

- Unibanco – Todas as ações do Unibanco em todas as janelas de curto prazo apresentam fortes valorizações, denotando avaliação positiva do mercado do ponto de vista do Unibanco.

No longo prazo, da mesma forma que as ações do Itaú, observa-se desvalorização em relação ao IBOVESPA. Não se pode deixar de considerar a possibilidade de as ações de Unibanco estarem sobreavaliadas anteriormente ao evento, dado que havia no mercado a expectativa de uma eventual operação envolvendo o banco. Como comentam Brealey *et al*. (2008, p.894): "*If investors expect somebody to acquire B, the market value of B may overstate its stand alone value. The problem is not that the market value of B is wrong, but it may not be the value of firm B as a separate entity.*" Esse aspecto prejudica a avaliação da reação de mercado com base na evolução dos preços das ações.

8.3.2 Fibria-Aracruz

As tabelas 9 e 10 referem-se à variação nos preços das ações da Fibria (antiga VCP) e Aracruz em relação ao IBOVESPA nas janelas de curto prazo escolhidas. São apresentados dois fatos relevantes referentes à compra de ações por parte da VCP.

Janela	ARCZ3	ARCZ6	VCP3+4
3d.	146,40%	-17,16%	-9,95%
5d.	132,60%	-28,91%	-21,15%
41 d.	195,02%	-28,70%	-30,71%
61 d.	317,93%	-27,96%	-30,31%

Tabela 9: Variação do valor de mercado da Fibria em relação ao IBOVESPA. Evento de 06.08.2008.
Base: Fato relevante publicado em 06.08.2008 – anúncio da compra das ações da ARAPAR.
FONTE: Economática, 2010.
ARCZ3- Aracruz ON
ARCZ6- Aracruz PN
VCP3+4- ações da VCP ON e PN
Produção do autor.

Janela	ARCZ3	ARCZ6	VCP3+4
3d.	-23,67%	-0,32%	8,56%
5d.	-14,44%	-0,21%	6,45%
41 d.	-17,67%	-8,55%	-12,87%
61 d.	-18,81%	-67,42%	-1,19%

Tabela 10: Variação do valor de mercado da Fibria em relação ao IBOVESPA. Evento de 20.01.2009.
Base: Fato relevante publicado em 20/01/2009 – anúncio da compra de 28% da Arainvest (grupo Safra).
FONTE: Economática, 2010.
Produção do autor.

Para Aracruz PN e VCP, observam-se fortes desvalorizações em todas as janelas, enquanto para Aracruz ON, observam-se valorizações significativas na publicação do primeiro Fato Relevante.

No segundo Fato Relevante, as ações da Aracruz sofrem perdas consistentemente, enquanto VCP apresenta variações inconsistentes. Esse comportamento do mercado, diferente entre os diferentes tipos de ação da mesma empresa reforça afirmações de autores sobre a existência de diversos aspectos influenciando o comportamento da ação em janelas próximas ao evento.

8.3.3 Brasil Foods - Sadia

A tabela 11 a seguir refere-se ao comportamento das ações da Brasil Foods e Sadia em torno do evento.

Janela	SD3	SD4	BRF3
(-1,+1)	-10.36%	-0.56%	-1.33%
(-5,+5)	-15.63%	1.99%	3.94%
(-20,+20)	-11.43%	10.04%	8.59%
(-30,+30)	-25.01%	47.13%	3.12%

Tabela 11: Variação do valor de mercado da Brasil Foods *versus* IBOVESPA.
Fato relevante: 19.05.2009.
FONTE: Economática
SD3-ações Ordinárias Nominativas da Sadia
SD4- ações Preferenciais Nominativas da Sadia
BRF3-ações Nominativas da Brasil Foods
Produção do autor

Pode-se afirmar que há criação de valor no curto prazo para Brasil Foods e para os acionistas preferenciais da Sadia segundo esse critério.

No longo prazo, todas as empresas apresentam desvalorizações significativas em relação ao IBOVESPA. Uma razão possível para esse fato seria o prazo decorrido desde as transações das empresas, que pode ser considerado pequeno e insuficiente para a realização das sinergias. O prazo de avaliação (período entre as datas dos eventos e 31 de maio de 2010) é de 1,7 anos, para os bancos, inferior a 2 anos para a Fibria e aproximadamente 1 ano para a Brasil Foods.

8.4 *Economic Value Added* (EVA®)

O critério do EVA® para a análise destes dados não é conclusivo, já que as empresas apresentam retorno do investimento inferior ao custo de capital. Não é possível ainda afirmar se essa situação será revertida após a completa integração das empresas combinadas e a realização plena dos benefícios de sinergias. Cabe ressaltar que a avaliação pelo EVA®, bem como todas as avaliações quantitativas ficam prejudicadas pelo prazo decorrido após as transações ser, em todos os casos, inferior a dois anos

8.5 Direcionadores de Valor

8.5.1 Itaú-Unibanco

Nas tabelas 12 e 13 a seguir, estão contemplados indicadores selecionados dos bancos Itaú, Unibanco e Itaú-Unibanco visando avaliar o desempenho das instituições de forma comparativa.

As informações a seguir referem-se aos indicadores econômico-financeiros utilizados nestas tabelas, suas legendas e forma de cálculo.

CGP/PLi=Capital de Giro Próprio dividido pelo Patrimônio Líquido Inicial.

O Capital de Giro Próprio é a diferença entre o Patrimônio Líquido e o Permanente (dados médios);

Encaixe Voluntário = Disponibilidades divididas por Depósitos à Vista (DaV);

Liquidez Imediata = Soma de Disponibilidades e Aplicações Interfinanceiras de Liquidez dividida por Depósitos à Vista.

Empréstimos/Depósitos= Valor médio dos Empréstimos Totais dividido pelo valor médio dos Depósitos Totais.

Partic. Empréstimos= valor médio da Carteira de Crédito dividido pelo Ativo Total médio.

Capital/Depositantes=Patrimônio Líquido dividido por valor de Depósitos Totais (dados médios).

Independência Financeira (IF)= Patrimônio Líquido médio (PLm) dividido pelo Ativo Total médio (ATm).

Leverage = 1/IF

Capital Terceiros/ Cap. Próprio = Passivo Circulante (PC) somado ao Exigível a Longo Prazo (ELP) dividido pelo Patrimônio Líquido (PL). Valores médios.

Eficiência Operacional= soma das Despesas de Pessoal e Administrativas, dividida pela soma do Resultado da Intermediação Financeira antes dos Créditos de Liquidação Duvidosa e das Receitas Operacionais de Prestação de Serviços.

ROE= Lucro Líquido (LL) dividido pelo Patrimônio Líquido inicial (PLi).

ROAm= Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total médio.

Itaú-Unibanco

Banco Itaú	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
CGP/PLi	0,99	1,02	0,88	0,85	0,84
Encaixe Volunt. (=Disp./DaV)	0,17	0,19	0,17	0,32	0,51
Liquidez Imediata	1,94	1,94	2,10	3,09	5,40
Empréstimos/Depósitos	0,97	1,05	1,12	1,04	0,98
Partic. Empréstimos	47,9%	40,0%	39,6%	37,4%	44,2%
Capital/Depositantes (=PL/Dep)	0,32	0,35	0,37	0,31	0,28
Independ. Financ. (=PLm/ATm)	0,10	0,11	0,14	0,12	0,08
Leverage	9,58	9,26	6,95	8,01	12,29
Capital terceiros/Cap próprio	8,49	8,19	8,54	9,36	12,13
Eficiência Operacional	41,2%	39,3%	41,5%	47,3%	36,6%
ROE (LL/PLi)	37,6%	27,7%	35,8%	29,3%	23,1%
ROAm	3,71%	2,38%	3,36%	2,06%	1,62%

Tabela 12: Indicadores econômico-financeiros de Itaú e Itaú-Unibanco
FONTE: Itaú-Unibanco.
Produção do autor.

Unibanco	2.005	2.006	2.007	9 meses 2.008
CGP/PLi	0,83	0,85	0,74	0,73
Encaixe Volunt. (=Disp./DaV)	0,39	0,32	0,41	0,61
Liquidez Imediata	4,43	4,62	4,35	6,04
Empréstimos/Depósitos	0,56	0,63	0,65	0,63
Partic. Empréstimos	22,7%	22,8%	20,9%	19,3%
Capital/Depositantes (=PL/Dep)	0,25	0,27	0,27	0,25
Independ. Financ. (=PLm/ATm)	0,10	0,10	0,09	0,08
Leverage (=1/IF)	9,82	10,16	11,65	13,25
Capital terceiros/Cap próprio	8,71	9,07	10,51	12,06
Eficiência Operacional	43,6%	43,0%	40,4%	41,4%
ROE (LL/PLi)	22,70%	18,80%	34,80%	18,60%
ROAm	2,10%	1,80%	2,70%	1,30%

Tabela 13: Indicadores econômico-financeiros do Unibanco
FONTE: Itaú-Unibanco.
Produção do autor.

Os indicadores permitem afirmar que houve elevação da participação do capital de terceiros na estrutura de capital do banco. A despeito do aumento da alavancagem, contudo, o grau de capitalização se mantém em níveis adequados para o setor e dentro das exigências do Banco Central. Os índices de rentabilidade do Itaú-Unibanco decresceram se comparados aos índices históricos do banco Itaú, porém são melhores que os apresentados pelo Unibanco. Observa-se ainda a redução do índice de eficiência operacional em relação aos números apresentados pelos dois bancos, o que pode ser considerado um aspecto positivo e indicativo de que a integração dos bancos resultará num banco mais eficiente.

8.5.2. Fibria-Aracruz

Na tabela 14 estão apresentados os principais indicadores da Fibria. Ressalte-se que os números referem-se à VCP até o exercício de 2008 (que detinha participação de 12,35% na Aracruz) e 2009 contempla a consolidação integral dos números de Aracruz.

Cabe ressaltar que as margens são calculadas pela divisão da rubrica pelas Vendas Líquidas (ROL). Como exemplo:

margem EBITDA = EBITDA/ROL.

Os cálculos de giro, por sua vez, são a divisão das Vendas Líquidas pela rubrica. Assim:

giro do PL = Vendas Líquidas/PL.

Fibria	2005	2006	2007	2008	2009
CPV/ROL	**57,8%**	**60,4%**	**64,5%**	**67,0%**	**84,4%**
Margem Bruta (LB/ROL)	42,2%	39,6%	35,5%	33,0%	15,6%
Margem EBITDA	31,8%	34,7%	25,2%	26,2%	24,5%
Margem EBIT	20,5%	20,2%	11,3%	10,7%	3,7%
Despesas Financeiras Brutas/Vendas	10,7%	17,8%	36,7%	123,7%	55,8%
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas/Vendas	-2,5%	0,1%	19,5%	-74,4%	29,5%
LL/ROL	**16,1%**	**17,3%**	**26,1%**	**-43,8%**	**9,3%**
ROE	**15,2%**	**14,7%**	**17,5%**	**-24,1%**	**5,9%**
Giro do PL	0,82	0,74	0,57	0,72	0,60
ROA	**6,6%**	**7,5%**	**3,1%**	**2,5%**	**0,8%**
Giro do Ativo	0,32	0,37	0,27	0,23	0,21
Capital de terceiros/Capital próprio	**94,9%**	**74,8%**	**57,8%**	**143,7%**	**110,1%**
Capital de terceiros/Ativo Total	36,9%	37,5%	27,7%	46,4%	38,9%

Tabela 14: Indicadores econômico-financeiros Fibria
FONTE: Fibria.
Produção do autor.

A tabela 15 apresenta os dados da Aracruz até 2008.

Aracruz	2005	2006	2007	2008
CPV/ROL	**56,0%**	**60,0%**	**64,2%**	**68,8%**
Margem Bruta (LB/ROL)	44,0%	40,0%	35,8%	31,2%
Margem EBITDA	31,0%	27,8%	26,3%	15,5%
Margem EBIT	12,1%	11,1%	9,1%	-3,3%
Despesas Financeiras Brutas/Vendas	8,6%	12,5%	4,8%	171,4%
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas/Vendas	-1,5%	-3,5%	0,8%	-160,3%
LL/ROL	**34,9%**	**29,8%**	**27,1%**	**-114,0%**
ROE	**28,0%**	**23,9%**	**19,4%**	**-437,8%**
Giro do PL	**0,80**	**0,80**	**0,72**	**3,84**
ROA	**11,1%**	**11,2%**	**10,2%**	**4,8%**
Giro do Ativo	0,36	0,40	0,39	0,31
Capital de terceiros/Capital próprio	**95,9%**	**73,9%**	**57,6%**	**1021,8%**
Capital de terceiros/AT	42,6%	37,2%	31,1%	82,9%

Tabela 15: Indicadores econômico-financeiros Aracruz
FONTE: Fibria.
Produção do autor.

A análise dos indicadores de desempenho das empresas não permite visualizar melhor desempenho em 2009 quando comparado aos exercícios anteriores. Contudo, no caso de Aracruz e VCP, o aspecto do endividamento destaca-se sobre os demais. A situação de endividamento da Aracruz, resultado dos problemas relacionados a derivativos, colocou a empresa numa posição de relativa fragilidade, de forma que uma capitalização passou a ser imperativa. Também a VCP encontrava-se em 2008 numa situação de dívida bastante elevada. A capitalização obtida pela Fibria, viabilizada pela compra da Aracruz, altera de forma

relevante a posição de endividamento da empresa, abrindo perspectivas de aumento de rentabilidade, já que reduz seu custo de capital, diminuindo assim, a médio e a longo prazos, as despesas financeiras. O gráfico 4, a seguir, ilustra a relação histórica entre lucro líquido e dívida líquida da VCP.

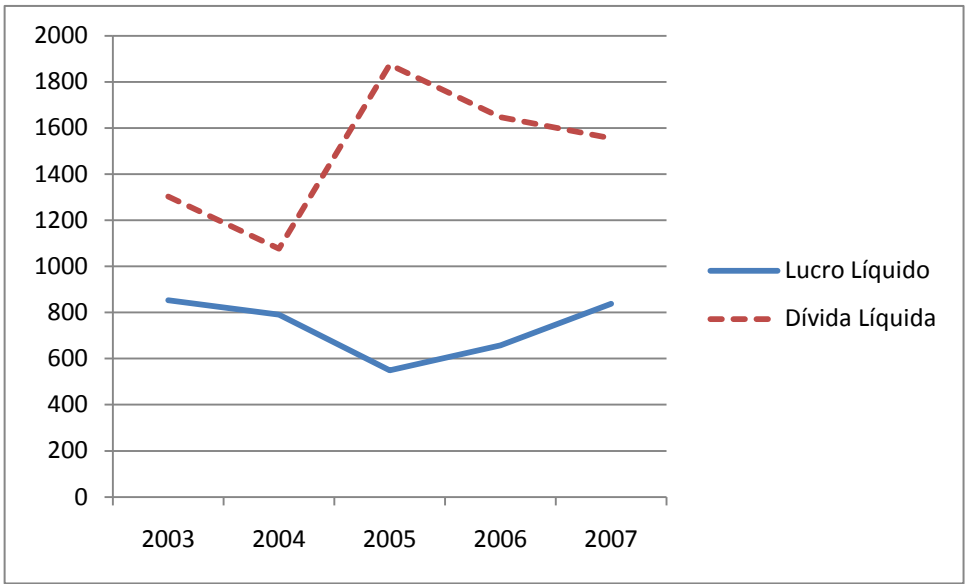

Gráfico 4: Lucro Líquido versus dívida líquida da VCP (Fibria).
FONTE: Fibria.
Produção do autor.

Com base no gráfico acima, pode-se esperar um melhor desempenho da Fibria, decorrente do melhor nível de capitalização da empresa.

8.5.3 Brasil Foods - Sadia

Nas tabelas 16 e 17 a seguir, são apresentados os indicadores de Brasil Foods e Sadia.

Brasil Foods	2005	2006	2007	2008	2009
CPV/ROL	**71,6%**	**74,2%**	**71,8%**	**75,8%**	**77,1%**
Margem Bruta (LB/ROL)	28,4%	25,8%	28,2%	24,2%	22,9%
Margem EBITDA	12,7%	7,6%	10,8%	7,9%	4,3%
Margem EBIT	10,5%	3,0%	6,7%	3,9%	0,6%
Despesas Financeiras Brutas/Vendas	1,8%	3,6%	1,8%	10,9%	5,6%
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas/Vendas	-1,6%	-2,5%	-1,6%	-5,5%	1,5%
LL/ROL	**7,0%**	**2,3%**	**4,8%**	**0,5%**	**0,8%**
ROE	**29,5%**	**5,6%**	**10,0%**	**1,3%**	**0,9%**
Giro do PL	4,21	2,48	2,06	2,77	1,21
ROA	**14,9%**	**3,3%**	**6,8%**	**4,0%**	**0,3%**
Giro do Ativo	1,42	1,08	1,01	1,02	0,62
Capital de terceiros/Capital próprio	**136,9%**	**87,1%**	**70,2%**	**130,6%**	**67,0%**
Capital de terceiros/AT	46,18%	37,98%	34,63%	47,85%	34,22%

Tabela 16: Indicadores econômico-financeiros Brasil Foods.
Obs. Os dados de 2009 consolidam a participação na Sadia a partir dejulho/2009.
FONTE: Brasil Foods.
Produção do autor.

Sadia	2005	2006	2007	2008
CPV/ROL	**72,6%**	**75,4%**	**72,5%**	**75,6%**
Margem Bruta (LB/ROL)	27,4%	24,6%	27,5%	24,4%
Margem EBITDA	8,8%	5,0%	8,4%	6,5%
Margem EBIT	6,3%	1,5%	4,9%	2,6%
Despesas Financeiras Brutas/Vendas	1,7%	2,8%	0,4%	44,0%
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas/Vendas	3,2%	0,9%	1,5%	-36,3%
LL/ROL	**9,0%**	**5,5%**	**8,8%**	**-23,2%**
ROE	**10,3%**	**15,3%**	**26,4%**	**-604,8%**
Giro do PL	1,15	2,80	2,99	26,11
ROA	**9,9%**	**4,5%**	**8,9%**	**5,1%**
Giro do Ativo	1,13	0,91	1,06	0,79
Capital de terceiros/Capital próprio	**139,4%**	**158,0%**	**126,4%**	**2080,7%**
Capital de terceiros/AT	47,7%	23,6%	25,6%	25,8%

Tabela 17: Indicadores econômico-financeiros Sadia.
FONTE: Brasil Foods.
Produção do autor.

Para Brasil Foods, assim como no caso da Fibria, os resultados em termos de lucratividade não apresentam desempenho favorável no ano de 2009. A questão do endividamento, contudo, segue o que foi comentado para a Fibria, com significativa melhora nos níveis de capitalização da empresa, permitindo antever melhores perspectivas no médio prazo. No gráfico 5 a seguir observa-se o comportamento do lucro vis a vis o endividamento.

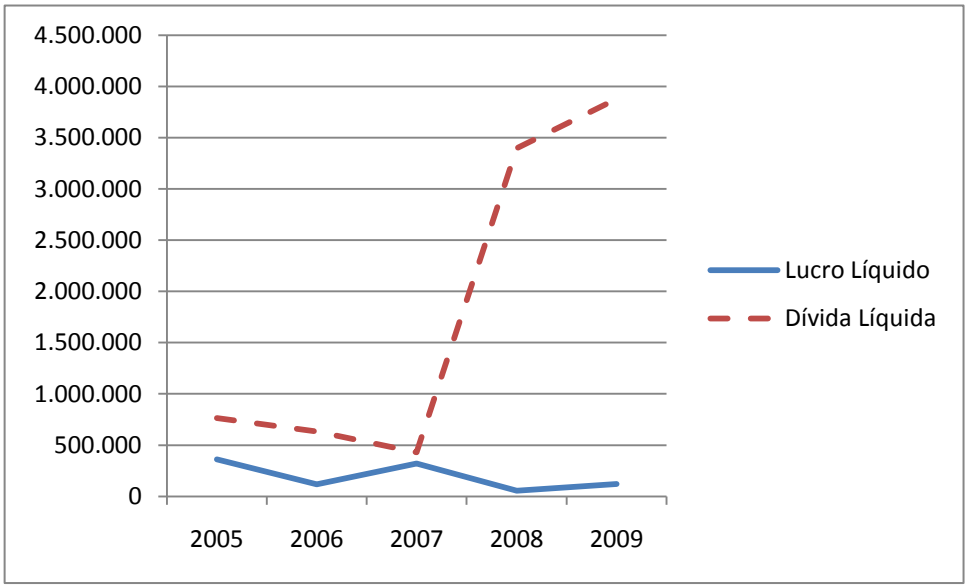

Gráfico 5: Lucro líquido *versus* dívida líquida da Perdigão (Brasil Foods).
FONTE: Brasil Foods.
Produção do autor.

Outro aspecto interessante a ser ressaltado é a questão do incremento potencial de lucratividade decorrente da agregação de valor obtida com a união das duas empresas. Empresas globais que atuam em produtos de maior valor agregado, tais como Nestlé, Kellogs, Heinz e Danone apresentam nível de lucratividade de 1,5 a 2 vezes o nível apresentado pela Brasil Foods.

Não se pode deixar de enfatizar que neste trabalho os dados refletem o desempenho financeiro em prazos relativamente curtos (apenas seis meses após a transação para Brasil Foods, e um ano para Fibria e Itaú), espaço de tempo no qual o processo de integração, com os custos inerentes, ainda encontra-se em curso, podendo impactar negativamente os resultados financeiros das empresas. Esta pode, portanto, ser uma das principais causas do desempenho relativamente fraco observado no período pós- aquisição para todas as empresas analisadas. No caso específico da Brasil Foods, esse aspecto torna-se ainda mais relevante, já que a integração efetiva das empresas depende de posicionamento final do CADE. No momento, a empresa opera ainda sujeita ao Acordo de Preservação da Reversibilidade da Operação (APRO).

9. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crescente importância das operações de fusões e aquisições no cenário econômico é incontestável. Por sua complexidade e relevância, esse assunto tem sido objeto de grande número de estudos e pesquisas, acadêmicas ou não, visando sua melhor compreensão. No entanto, permanecem questões e controvérsias sobre o tema. Criação de valor, por sua vez, trata-se de assunto não menos complexo, seja pela subjetividade do conceito valor, seja pelos múltiplos aspectos e *stakeholders* envolvidos e pelo fato de que se pode avaliá-lo de diversas formas e sob diferentes prismas. Copeland (2006) argumenta que, no debate sobre se as atividades de M&A beneficiam ou não a economia, há tantas respostas quanto transações e pontos de vista, e a despeito dos muitos ângulos a serem considerados, quais sejam indivíduos, a economia ou a sociedade, a preocupação principal deve referir-se ao valor para o acionista.

Dentre os estudos sobre criação de valor em M&A, a maior parte utiliza o método de estudo de eventos, avaliando a valorização das ações em torno da data do anúncio da operação. Há autores que criticam a avaliação de curto prazo e associam a essa análise uma avaliação de longo prazo. Estudos mais recentes agregam avaliação de *performance* da empresa ao valor de mercado, com o uso de indicadores econômico-financeiros e de vários dos métodos de *valuation* mais utilizados (quantitativos), argumentando que a reação de mercado pode ser influenciada por outros aspectos e não refletir adequadamente a criação ou não de valor. Esse tipo de avaliação contempla a perspectiva econômico-financeira, e foca em eficiências obtidas por meio de economias de escala e de escopo (LINDQVIST; ASHBERG, 2000, p.10). Outras escolas, ainda segundo os autores, analisam M&A segundo a perspectiva estratégica, em que a operação é vista como uma estratégia de crescimento ou ainda sob a perspectiva organizacional, onde o foco dos pesquisadores recai sobre o aspecto humano da transação.

No presente estudo, busca-se avaliar processos de fusão e aquisição como estratégia de crescimento, e identificar criação de valor, além das características conceituais fundamentais e aspectos críticos para criação de valor. Não se pretende responder à questão sobre criação de valor em operações de F&A de forma genérica, mas sim, avaliar os três casos, objeto de estudo, encontrar evidências de criação ou não de valor e, à luz desses casos, identificar aspectos indicativos de criação de valor. Busca-se ainda, entender as reais motivações para

combinações empresariais, já que a maior parte dos estudos aponta para resultados negativos do ponto de vista de criação de valor.

Com base nos estudos de casos efetuados, pode-se afirmar que a principal motivação para as transações analisadas seria a criação de valor entendido de forma ampla, podendo ser traduzido numericamente ou por ganhos tais como de competitividade, posicionamento de mercado ou liderança, abrangência, sustentabilidade ou sobrevivência, entre outros. A análise de criação de valor de uma combinação empresarial deveria, portanto, estar associada ao objetivo estratégico de longo prazo da operação, que parece ser o aspecto fundamental da decisão de efetuar ou não uma transação de fusão ou aquisição.

Infere-se dessa forma, que ao avaliar um processo de M&A, é de extrema importância que se levem em consideração os motivos que resultaram em tal processo. A avaliação da eficácia ou não de uma operação deve relacionar-se eminentemente ao objetivo traçado. É, portanto, imperativo que se tenha clareza quanto ao propósito da operação, bem como que custos e benefícios sejam claramente definidos. Não se deve, contudo, perder de vista a perspectiva da criação de valor.

Como exemplo, pode-se mencionar o caso do Banco Santander, cuja estratégia de crescimento está em consonância com os aspectos mencionados. A aquisição do Banespa pelo Santander foi fortemente questionada pelo mercado, e a maioria das avaliações efetuadas não concluiu positivamente sobre criação de valor. Contudo, graças à sua estratégia de expansão geográfica, o Santander está hoje entre as maiores instituições financeiras da América Latina.

Para o Banco Itaú, similarmente ao Santander, as operações de M&A ao longo de sua história foram utilizadas como estratégia de crescimento de longo prazo e de posicionamento ou liderança em mercados definidos pela instituição como estratégicos. Essas operações, em especial a do Unibanco, permitiram que fosse alcançado um porte que garante maior capacidade de penetração no mercado, maior acesso a capitais e principalmente menor vulnerabilidade à concorrência, posicionando o banco entre os *top players* no mercado financeiro global.

Demirbag *et al*. (2007), afirmam que criação de valor é dificilmente prevista ou garantida numa operação de M&A, e concluem que a decisão de realizar ou não a transação deve

considerar os objetivos da administração ou dos acionistas da empresa, sendo que sobrevivência é o principal deles. Nos casos estudados, pode-se inferir que sobrevivência desempenhou importante papel para a decisão por parte de alguns dos *players* envolvidos nas transações.

Nos casos de Sadia e Aracruz, considera-se que o benefício financeiro está entre os principais ganhos obtidos com a operação, comparável aos benefícios operacionais, incontestáveis e de grande relevância, tais como porte para competir globalmente, maior poder de mercado, ganhos de escala, com consequente diminuição de custos e aumento do valor agregado, entre outros. Para ambas as empresas, após a combinação pode-se observar significativa melhora da situação financeira, refletida pelo indicador da relação entre capital de terceiros e capital próprio. Cabe ressaltar que elevados níveis de endividamento usualmente se traduzem em maior custo de capital e, portanto, menor retorno para os acionistas. Como ressalta Seth (1990, p.432), há dois tipos de decisões estratégicas intrinsecamente diferentes que uma empresa pode mudar numa combinação empresarial com vistas a obter sinergias e criação de valor: as financeiras e as operacionais. Para as duas transações, as combinações exercem papel fundamental em possibilitar mudanças tanto operacionais quanto financeiras que certamente beneficiarão as empresas resultantes da operação.

Outro aspecto ressaltado na literatura é a importância do tamanho relativo entre as empresas envolvidas na *merger*. Embora haja controvérsias e alguns autores defendam maior simplicidade de operações que envolvem duas empresas de portes significativamente diferentes, autores como Seth (1990) e Shelton (1988) concluem que em associações de empresas relacionadas (horizontais), ganhos de sinergia estão primariamente relacionados ao tamanho relativo entre as duas partes, isto é, pode-se afirmar que o ganho será maior quanto maior a relação entre os portes das empresas. Esse aspecto é, portanto, favorável em todos os casos analisados, dado o tamanho relativo entre as empresas.

No que respeita ao processo de decisão e efetivação da *merger* (integração das empresas), é possível identificar um padrão de comportamento das empresas: a ideia de fusões ou aquisições é conduzida por avaliações estratégicas e oportunidades que aparecem, e são efetuadas avaliações quantitativas e qualitativas da potencial combinação.

Análises quantitativas consideram *performance* histórica da companhia, situação financeira, avaliação de sinergias potenciais e os métodos tradicionais de avaliação de empresas. Aspectos qualitativos analisados envolvem escolher um candidato adequado para a *merger* do ponto de vista dos objetivos estratégicos da empresa, análise do tipo de serviços ou produtos oferecidos, clientes, participação de mercado, *expertise*, cultura da organização (com enfoque em *fit* cultural), *core values* e *fit* organizacional.

Na negociação, foi ressaltada a importância de flexibilidade para que se possam avaliar as demandas de todas as partes envolvidas, chegando-se, mesmo em casos de operações de aquisições, a um formato que inclui a presença de acionistas da empresa adquirida e ou redução de participação e poder dos principais acionistas.

Na condução da integração, todas as empresas enfatizaram a importância da rapidez das decisões, ampla comunicação aos empregados, envolvimento da alta administração e acionistas, necessidade de especial atenção à retenção de recursos humanos considerados chave na organização e clientes. Todas as empresas utilizaram-se de consultores externos para auxiliar no processo. Como destacam diversos autores, uma integração bem sucedida depende de se reconhecer sua importância desde o início do processo.

Um aspecto não mencionado explicitamente nas entrevistas, mas implícito em todas, é o reconhecimento do valor da outra organização. É fundamental que os objetivos da transação para ambas as empresas sejam claramente definidos e comunicados. Em especial em aquisições, é vital que sejam comunicadas aos empregados as competências às quais se atribui valor e que devem ser mantidas, no sentido de otimização dos resultados obtidos. Visa-se, com isso, evitar fuga de talentos, o que pode se traduzir em perda de clientes, e, portanto, perda de valor da empresa.

Com base na literatura e nos casos estudados, observam-se alguns elementos presentes em combinações empresariais de sucesso, e que podem, portanto ser considerados de grande relevância para uma operação bem sucedida. Entre eles, destacam-se:

- objetivo claro da operação, inserido no planejamento estratégico da empresa. A estratégia é a base que permite a identificação de quais as melhores alternativas para uma operação de fusão ou aquisição;

- planejamento estratégico que permita identificação de *strategic fit*. Empresas similares ou complementares tendem a enfrentar menos conflitos na fase de integração, que, portanto, tende a ser menos custosa e a possibilitar que os benefícios decorrentes da transação sejam maiores e mais rapidamente alcançados;
- nova visão para a empresa formada. A nova visão deve contemplar o que a organização pretende se tornar sob as perspectivas dos diferentes *stakeholders* - clientes, acionistas, fornecedores e colaboradores. Deve fornecer a direção para a determinação de objetivos amplos, que permitam que sejam definidos funções e objetivos de cada departamento no sentido de atingir o objetivo da organização.
- avaliação do potencial de crescimento do negócio, fundamental para o sucesso da operação;
- planejamento estratégico formal para a integração, com definição de metas, objetivos e prazos. Metas numéricas de resultados desejados e prazos nos quais se espera sejam atingidos permitem avaliação da transação e maior clareza sobre resultados alcançados;
- foco na integração. Idealmente, a integração deve ser planejada antes da operação e na ocasião do anúncio devem ser estabelecidas prioridades, de forma que cargos e pessoas possam ser definidos rapidamente;
- rapidez nas decisões. Decisões rápidas contribuem para se evitar perdas de talentos e clientes, e reduzem o *stress* e a insegurança, evitando dispersão de energia, que deve ser focada na obtenção dos benefícios da *merger*;
- liderança no processo e definição de responsabilidades. As integrações mais efetivas são as conduzidas por líderes e times designados, aos quais são atribuídas responsabilidades na integração;
- capacidade administrativa para consolidar organizações e arbitrar divergências;
- fixação de um modelo de gestão conjunta, especialmente no caso de fusões;
- cultura organizacional-comprometimento com uma nova cultura. A integração cultural é um dos maiores desafios de uma fusão ou aquisição, dado que dela depende a medida em que os ganhos de sinergia são realizados. Por isso é importante que a integração seja planejada, e que seja delineada uma nova cultura desde os primeiros passos do processo. Culturas similares ou tolerância a dissimilaridades tendem a facilitar e agilizar o processo, bem como a reduzir seus custos e perdas de talentos;
- identificação e captura de sinergias (operacionais e/ou financeiras), fundamental para que se possa minimizar problemas e perda de *timing* na captura de sinergias;
- percepção pelos executivos e funcionários dos desafios estabelecidos para o novo negócio e

- capacidade de aprendizado. Cada processo de combinação empresarial traz um conjunto de experiências e ensinamentos que deve ser revisado, avaliado e, dentro do possível organizado para permitir maior compreensão sobre o que funcionou bem e o que deve ser melhorado. Isso permite acúmulo de experiência que pode ser um importante diferencial para as próximas operações.

As limitações do presente estudo, a saber, o pequeno número de casos estudados, restritos a alguns setores e a um dado momento da economia, a utilização de alguns dos métodos de avaliação (limitação conceitual), a dificuldade na obtenção de dados sobre o tema fusões e aquisições e o curto período de análise após a transação não permitem a generalização dos resultados obtidos. Cabe ressaltar ainda que as entrevistas foram concedidas por executivos das empresas que não necessariamente tomaram parte das decisões das operações, o que pode afetar a compreensão de suas reais motivações.

Como sugestão para trabalhos futuros, caberiam estudos quantitativos e qualitativos de longo prazo de operações de fusões e aquisições envolvendo maior número de empresas, de entrevistados por empresa, e maiores períodos de análise, visando abordar todos os aspectos mencionados nesta pesquisa na busca de se obter resultados mais concretos sobre o alcance dos objetivos da transação e criação de valor.

REFERÊNCIAS

ACIONISTA. Setor papel e celulose. 2005. Disponível em: <http://www.acionista.com.br/setor/dt_02_08_05_papel_e_celulose.htm> Acesso em: 01/06/2010.

AGÊNCIA Estado de Notícias. Disponível em: <http://agenciaestado.com.br.> Acesso em: 15/09//2008.

AGÊNCIA Reuters de Notícias. Disponível em: < www.reuters.com.> Acesso em: 17/09/2008.

ALLEXPERTS**.** ***Mergers and Acquisitions***. Disponível em: <http://en.allexperts.com/e/m/me/mergers_and_acquisitions.htm> Acesso em: 12/11/2009.

ALMEIDA, Júlio Gomes. O problema do financiamento de longo prazo. **Terra Magazine** de 19/01/2010. Disponível em <http://terramagazina.terra.com.br//interna/0,,OI4212945-EI6613,00-O+problema+do+financiamneto+de+longo+prazo.html> Acesso em: 08/04/2010.

ALMEIDA, Ricardo J. **Influência dos direcionadores de valor sobre o índice de avaliação relativa de empresas VE/LAJIDA**. In: IV Seminários em Administração FEA/USP – SEMEAD. São Paulo, 1999. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ALTUNBAS, Y.; IBÁÑEZ, D.M. *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe. Working paper series*. **European Central Bank**, n.398, October, 2004.

ANDRADE, Vagner R.A. **Efeitos da diversificação no valor das empresas no mercado de telecomunicações.** São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://teses.usp.br.> Acesso em: 24/05/2010.

ANTUNES, M. T. P. **Capital intelectual**. São Paulo: Atlas, 2000.

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre**. Estrutura e análise de balanços**. 5ª.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

_____. **Finanças corporativas e valor**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSOCIAÇÃO Dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais. Disponível em: <http://www.apimecmg.com.br.>Acesso em: 13/03/2008.

ASSOCIAÇÃO Brasileira de Celulose e Papel - BRACELPA. Disponível em: <www.bracelpa.org.br> Acesso em 08/10/2009.

ASSOCIAÇÃO Brasileira de Normas Técnicas. NBR 653.4-1 Avaliação de Bens- Parte 4- empreendimentos. Rio de Janeiro, 2001.

ASSOCIAÇÃO Brasileira Técnica de Celulose e Papel - ABTCP. O Setor de papel e celulose e suas características. Disponível em:< http://www.ciflorestas.com.br> Acesso em: 29/10/2009.

AUSTER, E.; SIROWER, M. (2002). *The Dynamics of Merger and Acquisition Waves: A Three-Stage Conceptual Framework with Implications for Practice.* ***Journal of Applied Behavioral Science,*** v.38, n.2, ABI/INFORM/Global, p.216–244. Jun/2002.

AYALA, Alexandra. ***Merger performance in the European banking industry****: an integrated approach.* Netherlands, 2005. *Degree of Doctorate in Economics.* University of Utrecht.

BAIN & COMPANY. ***The 10 steps to successful M&Aintegration***. Disponível em: http://www.bain.com/bainweb/Publications/brief_detail.asp?id=27326&menu_url=briefs%2Easp Acesso em 23/06/2010.

BARROS, Betania T. **Fusões e Aquisições no Brasil –** Entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003.

BANAL-ESTAÑOL, A.; SELDESLACHTS, J. *Merger failures*. *Social Science Research Network. Working Paper Seri*es, April/ 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=721481> Acesso em 03/05/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: < http://www.bcb.gov.br/htms/Deorf/e88-2000/texto.asp?idpai=relsfn19882000> Acesso em: 03/02/2010.

BBC NEWS. Disponível em:< http://news.bbc.co.uk/2/hi/8317072.stm> Acesso em:01/06/2010.

BEINHOCKER, Eric. D. ***The origin of wealth***: *evolution, complexity, and the radical remakings of economics*. Boston: Harvard Business School Publishing, 2006.

BENDER, Ruth; WARD, Keith. ***Corporate Financial Strategy***. 2nd. ed. U.S.A: Butterworth-Heinemann, 2005. Disponível em: <http://books.google.com> Acesso em: 01/07/2009.

BESANKO, D. *et al*. **A economia da estratégia.** 3ª. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BIESHAAR, H. *et al*. Fusões e aquisições que geram valor. ***HSM Management.*** Ano5, n. 27, Jul/Ago/ 2001. Disponível em: <http://www.distefanoconsultoria.com/artigoshsm/Fusoeseaquisicoesquegeramvalor.pdf > Acesso em: 25/11/2009.

BMF/BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoEvolucaoDiaria.aspx?Indice=Ibovespa&idioma=pt-br.?>Acesso em 15/06/2010.

BRASIL, BNDES. **Fusões e aquisições no setor de alimentos**. Informe Setorial abril/1999. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/publica/Setorial/gs1_15.exe> Acesso em: 22/10/2009.

BRASIL. Secretaria de Assuntos Estratégicos. IPEADATA. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=916390203&Tick=1265372362205&VAR_FUNCAO=Ser_MUso%28%29&Mod=M> Acesso em: 14/06/2010.

BRASIL, H. G. **Avaliação moderna de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

BRASIL FOODS S.A. – Disponível em: <http://www.perdigao.com.br/empresasperdigao/paginas.cfm?area=0&sub=1. >Acesso em: 23/10/2009.

BRASIL. **Ministério de Justiça.** Disponível em: <http://www.mj.gov.br/data/Pages/MJ29715BC8ITEMIDCEF35B5AB2E84F6A8CA8858B129BB4EFPTBRNN.htm> Acesso em: 11/09/2009.

BRASIL. Presidência da República**. Legislação 6404, 11.638, 11.941.** Disponível em: <http://www.presidencia.gov.br/legislacao/> Acesso em: 11/09/2009**.**
BREALEY, R. *et al*. ***Principles of Corporate Finance*** – 9th. ed. New York: Mc Graw Hill, 2008.

BREALEY, R.; MYERS, S.C. ***Principles of Corporate Finance*** – Intl. ed. New York: Mc Graw Hill, 1996.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L.C.; EHRHARDT, M.C. **Administração Financeira**: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2008.

BRITO, G.A.S.; BATISTELLA, F.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. **Anais Eletrônicos**...Curitiba: ANPAD, 2004. 1 CD-ROM. 12 p.

BROZEN, Yale. ***Mergers in perspective*.** Washington, D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1982.

BUSINESS AND TECHNOLOGY LINKS. ***Valuation of private companies***. Disponível em: <http://www.geocities/abatl/valuation> Acesso em: 02/04/2008.

CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Fusões, aquisições, e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.10, n.2, p.17-38,Abril/Junho/2003. Disponível em: < http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n2art2.pdf> Acesso em: 08/04/2010.

_____. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001**. Revista de Administração - RAUSP.** São Paulo, v.42, n.4, p.468-481, Out/Nov/Dez 2007.

CARVALHO, O.; VIANA, O. Ecodesenvolvimento e equilíbrio ecológico: algumas considerações sobre o Estado do Ceará. **Revista Econômica do Nordeste**. Fortaleza, v. 29, n. 2, abr./jun. 1998.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** São Paulo: Saraiva, 2009.

CERBASI, G.P., **Metodologia de determinação de valor de empresas:** Uma aplicação no setor de Geração de Energia Elétrica. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://teses.usp.br> Acesso em: 16/04/2008.

CHANDLER, A.D. ***Strategy and structure*****:** *chapters in the history of industrial enterprise***.** Cambridge: The Massachusetts Institute of Technology Press, 1990.

CHATTERJEE, S. *et al*. *Cultural differences and shareholder value in related merger***. *Strategic Management Journal,*** v.13, n. 5, New Jersey, ABI/INFORMA Global, p.319-334, Jun/1992.

CHERYL, A.B.**.** *Five steps to successful mergers and acquisitions***. Workspan Magazine,** February, 2005. Disponível em: <http://www.humansynergistics.com/news/documents/FiveStepstoSuccessfulMergers.pdf> Acesso em 14/07/2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: < www.cvm.org.br > Acesso em: 12/03/2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Disponível em: <http://www.cpc.org.br> Acesso em: 13/03/2009.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 7a. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, T. *et al*. **Avaliação de Empresas** – ***Valuation*** – Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3ª. ed. São Paulo: Pearson Education, 2006.

COSTA JR., J.V. **Retornos anormais *versus performances* operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006**. São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://teses.usp.br.> Acesso em: 16/06/2010.

CORNELL, B. ***Corporate Valuate Tools for Effective Appraisal and Decision Making*****.** New York: McGraw Hill, 1994.

CRESWELL, J.W. ***Research Design:*** *Qualitative, Quantitative and mixed methods approach*. 3rd. ed. USA: Sage, 2009. Disponível em: <http://books.google.com.br> Acesso em: 17/08/2009.

DAMODARAN, Aswath . ***The value of synergy***. New York: Stern School of Business, 2005. *Working Paper Series*. Disponível em:< http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf >Acesso em: 20/05/2010.

_____. **Avaliação de investimentos**. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

_____. ***The dark side of valuation***: *firms with no earnings, no history and no comparables*. New York: New York University, 2002. *Working Papers Series*. Disponível em: <http:/www.Stern.nyu.Edu/~adamodar>. Acesso em: 22/09/2008.

_____. *Country risk and company exposure: theory and practice.* ***Journal of Applied Finance*****.** Tampa [S1], v.13, n.2, p.63 -76, fall 2003.

_____. ***Measuring company exposure to country risk*:** *theory and practice.* New York: New York University, 2003. *Working Paper Series*. Disponível em: <http:/www.Stern.nyu.Edu/~adamodar> Acesso em: 12/05/2008.

_____. **Finanças Corporativas**. 2ª. ed. Porto Alegre: Bookman, 2007.
_____. ***Valuation in Brazil***. Disponível em: <http:/www.Stern.nyu.Edu/~adamodar> Acesso em: 12/05/2008.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU, **Fusões e Aquisições** – Experiências e estratégias. Disponível em: < http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Fusoes%20final.pdf>Acesso em: 02/02/2009.

DEMIRBAG, M. *et al*. *Performance of mergers and acquisitions in the pharmaceutical industry: a comparative perspective***. *Multinational Business Review,*** ABI/INFORM Global, v.15, n.2, p.41-61, 2007.

DIEESE - **O desempenho das empresas do setor de alimentação.** Florianópolis, abril/2009**.** Disponível em: <http://www.dieese.org.br > Acesso em 23/10/2009.

DUNCAN, W. **Sete características das mais bem sucedidas operações de M&A.** Disponível em <http://ezinearticles.com/?Seven-Characteristics-of-the-Most-Successful-MandA-Companies&id=1460041> Acesso em: 25/06/2010.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. S**. Capital intelectual**. São Paulo: Makron Books. 1998.

ECONOMÁTICA. Disponível em: <http://www.economatica.com/> Acesso em: 05/04/2009.

ELKINGTON, J. **Canibais com Garfo e Faca.** São Paulo: Makron, 2001.

FARIA Jr., J.A. e PAULA, L.F. Fusões e aquisições bancárias e a evolução da eficiência técnica dos maiores bancos privados no Brasil. *In*. XXXVII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 2009, Foz do Iguaçu, 2009, **Anais Eletrônicos...** Foz do Iguaçu, 2009. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/ 000-940cdeb9d0f2cdca003770c6f1bdd3ea.pdf> Acesso em: 03/02/2010.

FERNANDEZ, P. ***Company valuation methods***: *The most common errors in valuations*. *Working Paper*. Barcelona, 2002. University of Navarra. Disponível em: < http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf> Acesso em: 08/04/2008.

FIBRIA. Disponível em:< http://www.fibria.com.br/pt/> Acesso em 03/11/2009.

FINKELSTEIN, Sydney. **Por que executivos inteligentes falham.** São Paulo. Mbooks, 2007.

FOLHA de São Paulo Online. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u404302.shtml> Acesso em: 15/09/2009.

FOWLER, K.; SCHMIDT, D.R. *Determinants of tender offer post-acquisition financial performance*. ***Strategic Management Journal***, New Jersey, v.10, n.4, p.339-350, 1989.

FREITAS, Henrique *et al*. O método de pesquisa *survey*. **Revista de Administração - RAUSP**, São Paulo, v.35, n.3, p.105-112, julho/setembro 2000.

GAMA, Marina M. **A teoria antitruste no Brasil: fundamentos e estado da arte**. Belo Horizonte, UFMG/Cedeplar, 2005.
_____. **Teoria e práxis da defesa da concorrência no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Economia) apresentada ao Centro de Desenvolvimento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2005.

GIL, Antônio C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.
_____. **Notas de Aula**. São Paulo, 2008.
_____. **Estudo de Caso**. 6ª. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira,** 12ª. ed. São Paulo: Pearson, 2010.

GOLBE, D.L. and WHITE, L.J. *Catch a wave: The time series behavior of mergers.* ***Review of Economics and Statistics*****.** Cambridge: MIT Press**,** v. 75, p.493-497, 1993.

GONÇALVES, A. P.; SOUZA, M. T. S.; PEREIRA, R. S. Auditoria como vantagem competitiva. **CADMA**, Rio de Janeiro, 2006.

GREGORIOU, Greg N.; RENNEBOOG Luc. *International mergers and acquisition activity since 1990***.** ***Recent Research and Quantitative Analysis,*** London: Elsevier Science and Technology - Academic Press, 2007. Disponível em: < http://www.sciencedirect.com/science/book/9780750682893> Acesso em: 05/11/2008.

GUERRERA, Francesco. *Welch Denounces Corporate Obsessions*. **Financial Times**. Disponível em: < www.ft.com > Acesso em: 14/04/2009.

HABECK, M. M.; KRÖGER, F.; KRÄM, M.R. ***Seven rules for successful post merger integration.*** New Jersey**:** Pearson Education Limited; 2000.

HÉAU, Dominique. **Manias de Fusões e Aquisições em bairros.** B.T. (organizadora). **Fusões, Aquisições e Parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001.

HENDRICKSON, James. *Mergers and acquisitions as a vehicle to create value in uncertain times.* ***The electricity journal.*** v.16, I.6, p.66-75, July 2003. Disponível em:< http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6VSS-48VTK34-5&_user=10&_coverDate=07%2F31%2F2003&_rdoc=1&_fmt=high&_orig=search&_sort=d&_docanchor=&view=c&_searchStrId=1347859760&_rerunOrigin=google&_acct=C000050221&_version=1&_urlVersion=0&_userid=10&md5=5a18a715cb558ea456970c7897cb4ed8> Acesso em: 25/05/2010.

ÍNDICE SETOR 2009. Disponível em: <http://www.acionista.com.br/setor/250509> Acesso em: 30/10/2009.

IT WEB. Disponível em: < http://www.itweb.com.br/noticias> Acesso em: 10/02/2009.

ITAÚ-UNIBANCO. Disponível em: <http://ww13.itau.com.br/portalri/index.aspx?idioma=PORT> Acesso em: 28/10/2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio *et al*. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**, 7.ed., São Paulo: Atlas, 2007.

KPMG - **Relatório de Fusões e Aquisições da KPMG**, disponível em: <http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes> Acesso em: 29/10/2009.

KALPIC, Brane. *Why bigger is not always better: the strategic logic of value creation through M&As.* ***Journal of Business Strategy***, v.29, n.6, p.4-13, 2008.

KAPLAN, R.S.; NORTON, D. P. **A estratégia em ação – *Balanced Scorecard***. 23 ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KIVES, Raul. **Avaliação econômica de empreendimentos de base industrial de capital fechado**. Florianópolis, 2004. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção). Universidade Federal de Santa Catarina. Disponível em: <http://www.teses.eps.efsc.br.>Acesso em: 05/05/2008.

KRAVET, T.D. ***Accounting conservatism and acquisition decisions****: value-destroying acquisitions and risky acquisitions.* Washington, 2009. *Dissertation (Doctor of Prhilosophy).* University of Washington.

KLÖECKNER, Gilberto O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração – RAUSP**, São Paulo, v.29, n.1, p.42-58, Jan/Mar 1994.

_____. Estudos de evento: a análise de um método. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 1995, João Pessoa. **Anais**... João Pessoa: ANPAD, p.261-270, 1995.

LAKATOS, Eva M.; MARCONI, M.A. **Metodologia Científica**. 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

_____. **Metodologia do trabalho científico**. 7ª. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

LARSSON, R.; FINKELSTEINS, S. *Integrating strategic, organizational and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization*. ***Organization Science***, v.10, I.1, p.1-26, 1999.

LAMOREAUX, N.R. ***The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904.*** Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

LEE, K.; PENNINGS, J.M**.** ***Mergers and acquisitions****: strategic-organizational fit outcomes. Working paper series.* University of Pennsylvania. Pennsylvania, 1996.

LIMA, Edmilson. **Pesquisa Qualitativa**. Disponível em: <http://home.furb.br/edmilsonlima> Acesso em: 18/06/2008.

LINDQUIST, Tim M., *Growth through acquisitions*. ***The CPA Journal*.** New York, v.77, n.7, p.56-59, ABI/INFORM Global, July/2007.

LINDQVIST, J.; ASHBERG,S. ***Mergers and Acquisitions in a new economy***- *An opportunistic approach towards organizational changes*. *International management master thesis*. Sweden, 2000. School of Economics and Commercial law, Göteborg University.

LIPTON, Martin. *Merger waves in the 19th, 20th and 21st centuries*. ***The Davies Lecture*** . *Osgoode Hall Law School.* York University. September, 2006. Disponível em: < http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/ > Acesso em: 15/07/2009.

LOPEZ, L.F. O que está acontecendo no setor de alimentos? **BRASIL ALIMENTOS**, n. 30, Julho/agosto 2005. São Paulo: Editora Signus. Disponível em: <http://signuseditora.com.br> Acesso em: 28/10/2009

LUBATKIN, Michael. *Mergers and the performance of the acquiring firm***. *The Academy of Management Review*.** Wichita: Wichita State University**,** v.8, n.2, p.218-225, ABI/INFORM Global, April/1983.

MACARINI, J.P. **A política bancária do regime militar**: o projeto de conglomerado (1967-1973). Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 124, Campinas, jan/ 2007. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto124.pdf > Acesso em: 29/01/2010.

MACKINLAY, A.C. *Event studies in economics and finance*. ***Journal of Economic Literature***. Pittsburg, PA, v.35, n.1, p.13-39, 1997. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2729691> Acesso em: 19/10/2009.

MALHOTRA, Naresh K., **Pesquisa de Marketing**, 4ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2008.

MARINHO, Bernadete L. Notas de Aula. São Paulo, 2008.

MARKS, M.L.; MIRVIS, P.H. ***Joining forces: making one plus one three in mergers, acquisitions and alliances***. San Francisco: Jossey Bass, 1998.

MARTINS, Eliseu (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira**: as finanças das empresas sob condições inflacionárias. São Paulo: Atlas, 1993.

MARTINS, Gilberto. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

_____. **Manual para Formatação e Edição de Dissertações e Teses**. Comissão de Pós-Graduação da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, 2008. Disponível em:< http://eac.fea.usp.br/metodologia/> Acesso em: 20/02/2009.

MARTINS, Natanael. A reforma da Lei das Sociedades Anônimas**:** Lei 11.638/2007 e seus impactos na área tributária. In: Rocha, Sérgio André (Org.) **Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A. São Paulo**: Quartier Latin, 2008.

MARTOS-VILA, Marc. ***A search for corporate control****: a framework to the study of friendly mergers and acquisitions.* Princeton, 2007. *Dissertation (Doctor or Philosophy).* University of Princeton.

MATHIAS, Alberto B. e Pasin, Rodrigo M. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração de Empresas – RAUSP**, São Paulo, v.36, n.1, p.5-13, Jan/ Mar 2001.

MATHIAS, Alberto Borges. Itaú e Unibanco anunciam fusão. **Correio de Uberlândia**. Disponível em: <http://www.correiodeuberlandia.com.br/texto/2008/11/04/32935/itau_e_unibanco_anunciam_fusao.html> Acesso em: 05/12/2008.

MATSUKASA, J. *Did tough antitrust enforcement cause the diversification of American corporations*? ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, Seattle, v.31, p.283-294, 1996.

MATTAR, Fauze N. **Pesquisa de Marketing**, v.1, 6ª- ed. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. Pesquisa de Marketing. V2. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MEDEIROS, R. **Fusões e Aquisições**. Disponível em: <http://www.artigos.com/artigos/administracao/fusoes-e-aquisicoes-1623/artigo/ > Acesso em: 23/11/2009.

MERGERS & ACQUISITIONS - Publicação da *Association for Corporate Growth*- disponível em: <www.majournal.com./200707> Acesso em: 08/09/2008.

MINARDI, A.M.A.F. **Teoria das opções aplicada a projetos de investimento.** São Paulo, Atlas, 2004.

MÜLLER, A.N.; TELÓ, A. Modelos de avaliação de empresas**. Revista FAE.** Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dezembro, 2003**.** Disponível em: <http//:www.fae.edu/publicacoes/revista_da_fae> Acesso em : 21/05/2008.

MUNIZ, Ian; CASTELLO BRANCO, A. **Fusões e Aquisições -** Aspectos Fiscais e Societários. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007.

NEILL, James. ***Qualitative versus Quantitative Research****: key points in a classical debate.2007*. Disponível em: <http://www.wilderdom.com/research/QualitativeversusQuantitative Research.html > Acesso em: 03/03/2009.

NELSON, Ralph L. ***Merger movements in American industry*****.** Princeton: Princeton Unity Press, 1959.

NEWS ARCHIVES**.** ***M&A History***. Disponível em: <http://www.google.com/archivesearch?q=M%26a+history&ie=UTF-8&oe=UTF-8&btnG=Search+Archives> Acesso em 03/11/2009.

O ESTADO DE SÃO PAULO. Disponível em:< http://www.estadao.com.br/noticias/>

Acesso em: 14/10/2009.

OLIVEIRA, Ricardo M Fundamentos do Imposto de Renda. In: Rocha, Sérgio André (Org.) **Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A.** São Paulo: Quartier Latin, 2008.

PÁDUA, E. M. M. **Metodologia de pesquisa:** abordagem teórico-prática. 13ª ed. Campinas: Papirus, 2007.

PARANÁ-ONLINE. Disponível em**: <** http://parana-online.com.br/colunistas/311/70971/> Acesso em: 01/10/2009.

PASIN, Rodrigo M. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor.** São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://teses.usp.br.> Acesso em: 04/04/2008.

PATERSON, Kimberly. *Courting Employees* , ***Best´s Review***, v. 100, iss. 12, April 2000.

PERES, M.M.; FAMÁ, R. **Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais.** VI Seminário de Administração FEA/USP – SEMEAD. São Paulo, 2003. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

PETMEZAS, Dimitris. *What drives acquisitions? Market valuations and the bidder performance***. *Journal of Multinational Financial Management*.** Surrey, n.336, 2008. Disponível em:< www.elsevier.com/locate/econbase> Acesso em: 17/06/2009.

PIRES, J.C.L.; DORES A.B. **Fusões e aquisições no setor de telecomunicações**: características e enfoque regulatório. Textos para discussão 83. Rio de Janeiro, 2000. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/td/td/conhecimento-83.pdf.> Acesso em: 15/10/2009.

PNQ. **Modelo de Excelência do PNQ**. Disponível em: <www.fnq.org.br.> Acesso em: 14/04/2008.

POPE, C.; MAYS, N. *Reaching the parts other methods cannot reach: an introduction to qualitative methods in health and health service research.* ***British Medical Journal***, London, n.311, p.42- 45,1995.

PORTAL DA ADMINISTRAÇÃO. Disponível em: <www.administradores.com.br> Acesso em: 07/04/2008.

PORTAL EXAME. Disponível em: <http://portalexame.abril.com.br/ > Acesso em: 26/10/2009.

PORTER, Michael. **Estratégia Competitiva**: técnicas para análise das indústrias e da concorrência, 30ª ed. São Paulo: Campus, 2004.

PRÊMIO QUALIDADE BRASIL. Disponível em: <http://www.premioqualidadebr.org.br/premi.htm.> Acesso em: 21/05/2008.

PRICE WATERHOUSE-COOPERS. **Relatório de Fusões e Aquisições no Brasil.** 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009. Disponível em: < http://www.pwc.com> Acesso em: 03/06/2010.

PRIETO, V.C. *et al*. Fatores críticos na implementação do *Balanced Scorecard*. **Gestão & Produção**. São Carlos, vol.13, n.1, Jan./Abr. 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-530X2006000100008> Acesso em: 10/06/2008.

PORTAL BRASIL. Disponível em: <http://www.portalbrasil.net/> Acesso em 14/06/2010.

RAMEZANI, C.A.; SOENEN, L.; JUNG, A. *Growth, corporate profitability, and value creation*. ***Financial Analysts Journal***, Charlottesville, vol. 58, n.6, p.56-67, Nov/Dec.2002.

RAMASWAMY,K. *The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the U.S. banking industry*. ***Academy of Management Journal,*** v.40, n. 3. New Jersey, ABI/INFORMA Global, p.692-715, Jun/1997.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

RÉA PATROCÍNIO, Maurício *et al*. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração - RAUSP**. São Paulo, v.42, n.2, p.205-215, Abr/mai/jun 2007.

REVISTA FAE BUSINESS. Disponível em : <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_fae_business/n3_setembro_2002/ambiente_economico4_fusões_e_aquisicoes_no_brasil.pdf >Acesso em: 07/02/ 2009.

RHINOW, Guilherme. **O desafio de gestão da mudança em combinações empresariais: a indústria de ciências da vida.** São Paulo, 2006. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://teses.usp.br > Acesso em: 30/04/2008.

RICARDO, David. **Princípios de economia política e de tributação**. 3ª ed. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

ROCHA, F.; IOOTY, M.; FERRAZ, J.C. Desempenho de fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, 2001. Disponível em: <http//www.ie.ufrj.br/revista/pdfs/desempenho_das_fusoes_e_aquisicoes_na_industria_brasileira_na. decada_de_90_a_otica_das_empresas_adquiridas_pdf> Acesso: 06/06/2010.

ROCK, Milton L. ***The mergers and Acquisitions Handbook*.** U.S.A.: McGraw-Hill, 1994.

RODRIGUES DE PAULA, L.F. Tamanho, dimensão e concentração do sistema bancário no contexto de alta e baixa inflação no Brasil. **Nova Economia**. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v.8, n.1, p.87 – 116, 1998. Disponível em:

<http://www.ie.ufrj.br/moedas/pdfs/dimensao_tamanho_e_concentracao.pdf> Acesso em: 27/01/2010

ROESCH, Sylvia M. A. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**, 2ª. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira.** 2ª. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2009.

SÁ, G. T. de. **Administração de investimento:** teoria de carteiras e gerenciamento do risco. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

SABÓYA, E. Brasil se mantém entre os maiores produtores de papel e celulose**. Revista Brasil Alemanha.** Disponível em: <http://www.revistabrasilalemanha.com.br> Acesso em: 20/08/2009.

SADIA S.A. Disponível em:< http://ri.sadia.com.br/sobre-a-sadia/linha-do-tempo.jsp.> Acesso em: 28/10/2009

SALVATO, C.; LASSINI, U.; WIKLUND, J. *Dynamics of external growth in S.M.E.s: a process model of acquisition capabilities emergence.* ***Schmalenbach Business Review***: Düsseldorf, v. 59, p. 282-286,288-289,291-305 (22 pp.), July 2007.

SAMUELS, J.M.; WILKES, F.M. ***Management of company finance***. 6ª ed. London, International Thomson Business, 1996.

SCHIEHLL, E. ***The interdependence between performance measurement systems, governance structure and firm performance.*** Montreal, 2001. *Degree of Doctor of Philosophy in Business Administration.* École des Hautes Études Commerciales.

SAVÓIA, José R.F. Notas de aula. São Paulo, 2008.

SELDEN, L.; COLVIN, G. *Mergers and Acquisitions needn't be a loser's game.* Boston: ***Harvard Business Review,*** June 2003.

SETH, Anju. *Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues.* ***Strategic Management Journal,*** v.11, n. 2, New Jersey, ABI/INFORM Global, p.99-115, Feb/1990.

_____. *Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation*. ***Strategic Management Journal,*** v.11, n. 6, New Jersey, ABI/INFORM Global, p.431-446, Oct/1990.

SHELTON, L.M. *Strategic business fits and corporate acquisition: empirical evidence*. ***Strategic Management Journal,*** v.9, n. 3, New Jersey, ABI/INFORM Global, p.279-287, May/Jun/1988.

SIGMA PROJECT. Disponível em:
< http://www.projectsigma.co.uk/toolkit/SustainabilityIssues.asp> Acesso em: 06/05/2008.

SINDEPRESTEM – A economia brasileira e o setor de trabalho temporário e de serviços terceirizáveis. **Pesquisa Sindeprestem e Relatório Fecomércio.** Disponível em: <http://sindeprestem.com.br/v2/cms/UserFiles/File/PesquisaCenarioEconomico20082009.pdf> Acesso em: 09/10/2009.

SINDICATO DOS BANCÁRIOS. Disponível em: <www.spbancarios.com.br> Acesso em: 20/02/2009.

SKANDIA. **Grupo *Skandia***. Disponível em: < http://www.skandia.pt.> Acesso em: 02/06/2008.

SMITHSONIAN.com. Disponível em: <http://www.smithsonianmag.com/history-archaeology/1907_Panic.html> Acesso em: 17/08/2009.

SOLNIK, Bruno. *Why not diversify internationally rather than domestically?* ***Financial Analysts Journal***. Charlottesville, [S.1.], v. 51, n. 1, p. 89-94, jan/feb 1995.

SOUSA, Almir F.; ALMEIDA, Ricardo J. **O valor da empresa e a influência dos *stakeholders***. São Paulo: Saraiva, 2006.

STEGER, U. *The transformational merger*. ***Financial Times Mastering Management Review***. London, n. 30, p. 46-50, 1999.

STEWART, G. B. ***The Quest for Value***. USA: Harper Collins, Publishers, 1991.

STRAGE, Mark. ***Acquisition and Merger Negotiating Strategy.*** New York: Presidents Publishing House, 1971.

SUDARSANAM, S. ***Creating Value from Mergers and Acquisitions****: The Challenges.* Harlow. U.K.: Prentice Hall/Financial Times, 2003.

TANURE, Betânia e CANÇADO, Vera. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas -RAUSP,** São Paulo**,** v.45, n.2, p.10-22. 2005.

THOMSON Financial. Disponível em: < http://www.thomsonreuters.com> Acesso em: 03/11/2009.

TOWNSEND, James B. *et al*. *Corporate Mergers And Acquisitions: One more wave to consider*. ***Business Horizons***, Indiana, Jan/Feb 1997.

VALOR Econômico Online. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/> Acesso em 27/10/2009.

VAN HORNE, J.C. ***Financial Management and policy****, 12.ed.* London: Prentice-Hall International, 2004.

VIEIRA FILHO, Luiz S.; MANENTE, Mariano. **O ágio de participações societárias** – Tratamento fiscal e impactos da Lei 11.638/07 e da MP 449/08. Artigo não publicado. São Paulo, 2008.

_____.**Ágio ganha novo tratamento com a edição do CPC15.** Disponível em: <www.ey.comn/Publication/vwLUAssets/TaView_25/$FILE/tax_view_25.pdf.> Acesso em: 18/08/2009.

WASHBURN, Nathan T. ***Firm performance in strategic management research.*** Arizona, 2007. *Degree of Doctor of Philosophy in Business Administration.* Arizona State University.

WASSERSTEIN, B. ***Bid deal:*** *2000 and beyond*. New York: Warner Books, 2000.

WERNKE, Rodney; LEMBECK, Marluce. Valor econômico adicionado (EVA). **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, ano XXIX, n.121, p.84-90, jan./fev. 2000.

WOOD JR., Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P. Fusões e Aquisições no Brasil- **Revista de Administração de Empresas – RAE,** São Paulo, v.2, n.4, p.41-45. Nov/2003 – Jan. 2004.

YAHOO Notícias <Disponível em: http://br.news.yahoo.com> Acesso em: 10/11/2009.

YIN, Robert K. *The case study crisis: some answers.* ***Administrative Science Quarterly.*** Ithaca: Cornell University, v.26, mar.1981.

_____. **Estudo de Caso.** 3ª. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F.- **EVA e gestão baseada em valor –** Guia Prático para implementação, Porto Alegre: Bookman, 2003.

ZWEIG, G. P.L. *The case against mergers.* USA: ***Business Week***, p.122 a 130, October/1995.