

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES E AQUISIÇÕES – O CASO AMBEV

Daniel Pires Campos Ribeiro
Nº de matrícula 994708-9

Orientador: Jose Henrique Tinoco de Araújo

Dezembro de 2004

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos

Agradeço a meus amigos, a família que podemos escolher, por estarem sempre presentes em todos os momentos de minha vida, sejam estes bons ou ruins.

Índice dos Capítulos

| | |
|---|----|
| 1. Introdução | 6 |
| 2. Motivações dos Processos de Fusões e Aquisições..... | 9 |
| 3. Fusões e Aquisições no Brasil..... | 11 |
| 4. Tipos de operações..... | 15 |
| I – Tipos de Combinação..... | 15 |
| a. Fusão..... | 15 |
| b. Incorporação / Aquisição..... | 16 |
| c. <i>Holdings</i> | 16 |
| d. <i>Joint-Ventures</i> | 17 |
| e. Cisão..... | 19 |
| II- Classificação quanto à natureza da atividade econômica..... | 21 |
| a. Fusão Horizontal..... | 22 |
| b. Fusão Vertical..... | 23 |
| c. Conglomerados..... | 24 |
| 5. Etapas dos processos..... | 26 |
| I – Desenvolvendo um plano de ação..... | 26 |
| II – Avaliando o Candidato..... | 27 |
| a. Avaliação da Empresa / <i>Valuation</i> | 27 |
| b. <i>Due Dilligence</i> | 29 |
| III – Integração..... | 30 |
| 6. Criação da AmBev..... | 32 |
| 7. Fusões e Aquisições Subseqüentes..... | 37 |

| | |
|---|----|
| 8. A criação da InBev..... | 42 |
| I – A primeira troca de ações..... | 43 |
| II- A questão da Labatt..... | 43 |
| a. Argumentos e incorporação..... | 43 |
| b. A questão dos minoritários..... | 46 |
| III- Oferta pública de aquisições das ações ordinárias..... | 47 |
| 9. Perspectivas..... | 48 |
| 10. Conclusão..... | 50 |
| 11. Bibliografia..... | 52 |

1. Introdução

A globalização dos mercados pode ser encarada de diferentes modos pelas empresas: como inimiga ou aliada. A globalização permite a expansão da empresa em vários níveis, seja com a facilidade de compra de insumos ou venda de seus produtos.

Como estratégia para alcançar estas potenciais vantagens, as empresas se voltam para as operações de fusões e aquisições, como são referidas em geral qualquer tipo de associação de empresas com um objetivo econômico de conquista de sinergias, seja por meio de obtenção de economias de escala, redução de seu custo de capital, uma melhor posição no mercado, por obtenção de mais *market-share* ou até situações de pura reestruturação ou “aquisição” de tecnologia, usualmente feita por operações de *joint venture*, que têm um caráter mais “fluido”, sendo estruturas usualmente temporárias e de rápida constituição com controle compartilhado.

Apesar de não serem todas as tentativas de operações deste tipo que sejam consideradas um sucesso, grande parte realmente cria sinergias verificáveis, seja por aquisições horizontais, de empresas concorrentes, como aquisições verticais, de cliente/fornecedor. Existem várias referências bibliográficas neste sentido para o mercado brasileiro na década de 90, demonstrando desde os setores mais participativos até o grau de investimento estrangeiro.

Como ilustração de eficiência em fusões e aquisições, refletindo sua política de gestão do negócio, será usada a AmBev, maior empresa brasileira de bebidas, criada em 1999 com a fusão das cervejarias arquiinimigas à época, Brahma e Antarctica, demonstrando já um potencial de visão estratégica de mercado excelente. Apesar da tentativa de impedimento do negócio por protesto dos outros *players* do mercado, a operação foi aprovada pelo CADE, fazendo com que a AmBev pudesse assim dar prosseguimento aos seus planos de se concretizar como a Companhia de Bebidas das Américas, como diz seu nome.

Já em 2000, menos de 6 meses após a criação da empresa, a AmBev já anunciava aquisições de cervejarias na América do Sul, vindo ao longo dos anos estando presente em

praticamente todos os países da América do Sul, com exceção da Bolívia e Guianas, com participação significativa. Além da participação, a AmBev persegue primordialmente dois objetivos nos mercados internacionais: desenvolver os mercados ainda jovens e imaturos, aumentando o consumo per-capita e a margem de preço de acordo com o PIB per-capita do país, se houver margem disponível. Além disto, busca o desenvolvimento dos mercados de produtos que produzem alta margem para a companhia, principalmente o segmento superpremium de cervejas, além de isotônicos e chá gelado onde estes estão presentes.

Recentemente, a AmBev, por meio de aliança com a Interbrew, efetivamente toma o passo definitivo para se tornar a companhia de bebidas das Américas, incorporando a canadense Labatt como parte do processo de aquisição da InBev, que é como passou a se chamar a nova Interbrew. A AmBev permanece existente como subsidiária da *holding* InBev, que foi constituída a partir de uma complexa série de troca de ações.

Apesar da visão extraordinária da operação na ótica dos controladores, para os acionistas minoritários, portadores de ações preferenciais, sem direito a voto e para os quais a AmBev não oferece *tag-along*, garantia de pagamento de 80% do prêmio pago aos controladores no caso de troca de controle, o prisma foi outro. Com a emissão de ações preferenciais para a Interbrew como meio de pagamento para a incorporação integral da Labatt, os minoritários viram suas participações na empresa ser diluída, e o valor das suas ações cair em mais de 20% após o intensa alta na data de anúncio do acordo, que não se sustentou conforme a operação foi mais detalhada. Opostamente, as ações AmBev ON acumulam alta de mais de 40%.

Houve uma tentativa junto a CVM, liderada da Previ, um “grande minoritário” e de outros acionistas, somando 11%, de impedir a efetivação da operação, sem sucesso.

Apesar das oposições e críticas, que sempre vão existir partindo de alguma parte insatisfeita, é indiscutível que a criação da InBev é uma clara expansão global que a AmBev efetiva por meio de aliança global, refletindo o efeito da globalização em sentido literal em seus objetivos.

Neste trabalho serão discutidas as motivações, estruturas e tipos de processos de associação corporativa existentes e praticáveis no Brasil e no resto do mundo, além da caracterização da AmBev, desde sua criação e toda sua trajetória incorporadora, até atingir o cenário atual.

2. Motivações dos Processos de Fusões e Aquisições

Atualmente, não são apenas as condições do mercado nacional em que uma empresa participa que ditam a necessidade de expandir seu mercado, cortar custos ou tentar a conquista de novos nichos. Uma empresa que deseje continuar com uma boa lucratividade e permanecer entre as líderes de seu mercado, deve observar também como anda o seu negocio em uma ótica global.

O estabelecimento de alianças de qualquer grau de controle ou integração sejam elas fusões, aquisições ou parcerias, pode fazer com que empresas tenham tremendos ganhos em poder de mercado, seja pelo estabelecimento de ganho de *market-share*, redução de custos ou economias de escala.

Esta visão global pode ser motivada tanto por um bom desempenho, o que leva naturalmente a vislumbrar a expansão, quanto por um mau desempenho, fazendo com que o estabelecimento de alianças seja um caminho para a superação de dificuldades e a volta a lucratividade.

A busca incessante por maior competitividade pode ser enxergada também como resposta à globalização dos mercados, A globalização é fruto de um elo cada vez mais forte entre os mercados internacionais, proveniente de uma melhora nos sistemas de comunicação, evolução das técnicas de transporte e uma tecnologia de transações comerciais e financeiras cada dia mais velozes e seguras. Este elo entre mercados vem também de uma busca entre os países de facilitar e otimizar suas relações comerciais, com a criação de blocos de comercio, sejam FTA's (*Free Trade Agreements*), como o NAFTA, ou Uniões Aduaneiras como a União Européia.

O estabelecimento de blocos de comércio, em geral, possibilita o rompimento de barreiras tarifárias, de transporte e de trabalhadores. Estes fluxos livres cooperam para a internacionalização dos mercados e da produção.

A internacionalização dos mercados deixa de ser uma questão apenas comercial, mas se torna também uma questão cultural, onde os padrões internacionais de preferências do consumidor para alguns bens se tornam comuns.

Já a internacionalização da produção é proveniente de estratégias de negócio que buscam a redução dos custos, com o estabelecimento ou transferência de unidades de produção para países com maiores vantagens em termos de mão de obra barata, capital mais rentável ou até insumos locais que deveriam antes ser importados. A internacionalização da produção é um assunto que gera discussões acaloradas sobre exploração dos países menos desenvolvidos, sobretudo a respeito da questão da mão de obra (um caso ilustrativo é o das fábricas de produtos da Nike na Tailândia, China e Indonésia) e também sobre a “nacionalidade” do produto, questão importantíssima para que não sejam burladas as regras dentro de um bloco de comércio.

A globalização não é a única responsável pelos acordos de Fusões e Aquisições, mas existem também alguns fatores macroeconômicos que apontam nesta direção, segundo Héau (2001)¹ como, por exemplo: a desregulamentação de setores antes regulamentados, quebrando privilégios antes exercidos sob o amparo da lei, a privatização de empresas que eram estatais, como empresas de transporte, de indústria pesada e telecomunicações, abrindo novos espaços para o setor privado.

Alem disso, é frisado que existem oportunidades disponíveis que contribuem para a tomada de decisões visando Fusões e Aquisições, como a grande disponibilidade de intermediários financeiros (bancos atuando como corretores), liquidez proveniente do crescimento dos mercados de capitais e maior participação de acionistas buscando maiores dividendos para seus investimentos.

¹ Héau, Dominique – Mania de Fusões, em Fusões, Aquisições & Parceiras.

3. Fusões e Aquisições no Brasil

A globalização teve um papel importante nos processos de Fusões e Aquisições no Brasil desde a década de 90. Neste período houve um volume bastante significativo de operações desta natureza, seja para a afirmação no mercado interno ou para a expansão visando à conquista do mercado externo, frutos de grandes mudanças na conjuntura econômica do país naquela época, como “a estabilização monetária, o fim dos longos ciclos de hiperinflação, as reformas constitucionais de direção liberalizante, a desregulamentação dos mercados, a flexibilização das relações econômicas internacionais e a disposição em atrair capitais externos para investimentos produtivos somaram-se aos mais recentes fundamentos estratégicos e implicaram em um novo modelo de inserção do país na emergente economia globalizada”².

A criação do Mercosul em 1991 abriu as portas para empresas multinacionais explorarem o mercado sul americano e o surgimento do Real em julho de 1994 provocou o controle da inflação, a estabilização da moeda e aumentou o poder de compra dos consumidores. Estas duas mudanças foram extremamente importantes para atrair empresas estrangeiras para o mercado nacional, sendo mais um estímulo às F&A (Fusões e Aquisições).

Tabela 1 – Media e variação % das transações

| Ano | Total de Transacoes | Media Annual Acumulada | |
|----------------|---------------------|------------------------|------------------------|
| | | Ano a Ano | Taxa Anual de Variacao |
| 1990 | 186 | 186 | - |
| 1991 | 184 | 185 | -0,5% |
| 1992 | 252 | 207 | 11,9% |
| 1993 | 245 | 217 | 4,8% |
| 1994 | 218 | 218 | 0,1% |
| 1995 | 260 | 224 | 2,8% |
| 1996 | 349 | 242 | 8,0% |
| 1997 | 401 | 262 | 8,3% |
| 1998 | 363 | 273 | 4,2% |
| 1999 | 325 | 278 | 1,8% |
| Periodo | 2.783 | 278 | 5,7% |

Fonte: Barros (2001)

² Rosseti, Jose Paschoal, em Fusões, Aquisições e Parcerias, pág. 70.

Para ilustrar a importância cada vez maior das operações, se fizermos uma média do número de operações da década de 90, encontraremos 278 operações ao ano. Se dividirmos este montante pelo número de dias úteis do ano, consideramos a ocorrência de mais de uma transação por dia. O crescimento acumulado de 5,7% ao ano, segundo Rosseti, é maior do que a maioria dos indicadores macroeconômicos da época, salvo algumas exceções.

Apesar de percebermos diferentes momentos no processo de F&A no Brasil, é inegável sua tendência ascendente, que domina também as expectativas para a década atual. Segundo dados da KPMG Corporate Finance, o número de fusões e aquisições de empresas cresceu em torno de 20% nos três primeiros trimestres deste ano quando comparados com o mesmo período em 2003, constituindo um total de 199 operações.

A projeção de negócios (da mesma consultoria) de F&A para este ano é de 280. A quantidade de operações no terceiro trimestre, 76 no total, já é 15% superior ao do período anterior. Para 2005, a expectativa é que ocorram 305 operações de F&A, que deverão ser impulsionadas pela retomada do crescimento econômico, que vai gerar um aumento da renda disponível do consumidor, elevando os patamares de consumo.

A partir de dados fornecidos por diferentes fontes, podemos perceber que a indústria de Alimentos, bebidas e fumo esta sempre em primeiro ou segundo lugar em rankings de F&A nos últimos 10 anos.

Tabela 2 – Operações de F&A no Brasil 1992-2002

| Setor | Transacoes |
|-----------------------------------|-------------------|
| Alimentos, Bebidas e Fumo | 269 |
| Instituicoes Financeiras | 176 |
| Telecomunicacoes | 144 |
| Tecnologia da Informacao | 134 |
| Produtos quimicos e petroquimicos | 132 |
| Metalurgia e siderurgia | 122 |
| Seguros | 89 |
| Partes e pecas automotivas | 83 |
| Eletrico e Eletronico | 81 |
| Publicidade e Editoras | 80 |
| Outros | 998 |
| Total | 2.308 |

Fonte: KPMG Corporate Finance

Isto se dá principalmente porque estas empresas possuem gastos muito altos com Research & Development e também pelo crescente número de produtos disponíveis ao consumidor, o que leva as empresas a uma busca pela redução e otimização dos custos de produção e distribuição para que possam alocar parte destes recursos em outras áreas a fim de atingir cada vez mais fortemente o consumidor, com produtos novos, adequados às novas realidades do consumidor, como o desenvolvimento de bebidas light e diet para adequar os produtos a uma busca cada vez maior de produtos saudáveis, e marketing pesado para a divulgação de marcas novas ou reforçar as já existentes, visando conquistar o consumidor e estabelecer uma predileção pela marca para que as preferências do mercado se estabeleçam não apenas pela escolha de preços.

Com a retomada da estabilidade, é encorajado o aumento do investimento externo em empresas nacionais.

Das 199 operações já realizadas neste ano de 2004, 29% representam aquisições de empresas nacionais por empresas de capital estrangeiro, além de outros 31% representados por aquisições de empresas de capital estrangeiro sediada no país por outra empresa de capital estrangeiro, não envolvendo capital nacional. Se compararmos com o ano de 2002, somente 27% das aquisições foram feitas por companhias estrangeiras.

Tabela 3 – Participação do capital estrangeiro

| Ano | Transacoes com participacao Estrangeira (a) | Total das Transacoes (b) | Participacao (%) do capital estrangeiro (a/b) |
|----------------|---|--------------------------|---|
| 1990 | 56 | 186 | 30% |
| 1991 | 47 | 184 | 26% |
| 1992 | 83 | 252 | 33% |
| 1993 | 85 | 245 | 35% |
| 1994 | 79 | 218 | 36% |
| 1995 | 117 | 260 | 45% |
| 1996 | 178 | 349 | 51% |
| 1997 | 225 | 401 | 56% |
| 1998 | 221 | 363 | 61% |
| 1999 | 228 | 325 | 70% |
| Periodo | 1.319 | 2.783 | 47% |

Fonte: Barros (2001)

Esta maior “confiança” externa pode ser percebida na tabela acima, em que apesar de obtermos uma média de 47,4% de participação de capital estrangeiro, podemos observar que as taxas de participação externa são bem maiores nos últimos 3 anos da década, chegando a 70% no ano de 1999.

A queda brusca de investimentos estrangeiros pode ser atrelada à queda de confiança no país, tanto pela crise cambial que se instaurou no país quanto à insegurança dos investidores estrangeiros devido às eleições e à vitória de Lula, que não era bem visto externamente, o que levou os investidores a avaliar os investimentos no Brasil como arriscados demais.

Atualmente, diante de um cenário mais estável e passado o temor, podemos acompanhar a retomada do crescimento da entrada de capital estrangeiro no país.

4. Tipos de Operações

As operações de associação ou reestruturação corporativa não se limitam somente às operações de F&A, que têm características semelhantes, por isso a literatura geralmente as trata conjuntamente. Estas associações podem ser diferenciadas de várias formas: As formas de separação mais comuns são a separação quanto ao tipo de combinação ou quanto à sua natureza.

A diferenciação quanto ao tipo de combinação é a mais extensa e mais complexa, dadas as grandes divergências encontradas no meio a literatura específica e principalmente com a legislação brasileira, mais especificamente a Lei 6404/76 (Lei das S/A).

A seguir, serão descritos as principais divisões de associações conhecidas, por tipo de combinação e natureza da atividade econômica.

I. Tipos de Combinação

a. Fusão

Segundo o Art. 228 da Lei das S/A, “a fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.” É fácil perceber a diferença de conceitos entre o que a lei brasileira define e o que é doutrinado por autores populares, como Gitman (1997), que diz que “uma fusão ocorre quando duas ou mais empresas são combinadas e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas”, o que é definido na Lei das S/A como Incorporação, referida mais corriqueiramente como Aquisição.

Segundo a Lei das S/A, o que Gitman (1997) define como consolidação é de fato uma fusão, pois diz que “uma consolidação envolve a combinação de duas ou mais empresas para formar uma sociedade anônima completamente nova”.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2002), fusão é meramente a “absorção de uma empresa por outra. A empresa que procede à absorção conserva seu nome e sua identidade, e adquire todos os ativos e passivos da empresa absorvida. Após a fusão, a empresa absorvida deixa de existir como entidade separada.” Podemos ver que a definição é a mesma de Gitman (1998), assim como para a consolidação.

Segundo a definição contida na Lei das S/A, ao ocorrer uma fusão, as sociedades antigas deixam de existir para dar lugar a uma nova, normalmente prevalecendo o controle da maior ou mais próspera, por razões óbvias.

b. Incorporação / Aquisição

A definição pela lei societária brasileira para uma incorporação diz que “A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.” Permanece a identidade da empresa incorporadora, que absorve os ativos e passivos da adquirida, que deixa de existir juridicamente. As operações de incorporação são usualmente classificadas como aquisições. A diferença entre as duas será explicitada a seguir.

Mais uma vez há divergências: para Gitman (1997), que sequer cita os termos aquisição ou incorporação, a definição mais aproximada é a de fusão. Já para Ross, Westerfield e Jaffe (2002), existem dois tipos de aquisições: de ações e ativos, sendo a aquisição de ativos geralmente hostil e a aquisição de ativos exige acordo de acionistas, envolvendo transferência de ativos. Para estes autores, aquisição é o termo mais “vago” depois de *takeovers* que são interpretados como qualquer troca de controle dentro de uma empresa.

c. *Holdings*

Holdings são definidas como um caso diferente de fusões e incorporações, pois não há diluição jurídica de nenhuma das partes. A empresa controladora apenas participa, por meio de

investimentos na(s) controlada(s), em montante suficiente para ser definida como participação majoritária, não havendo conjugação ou diluição de ativos nem passivos.

A Lei das S/A define a controladora de uma holding como se segue: “Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

Podemos perceber que este conceito se aproxima bastante do de aquisição, onde a empresa controladora adquire a controlada, mas não a incorpora. Podemos agora traçar mais claramente uma definição das aquisições, diferenciando-as das fusões e incorporações mais claramente, pois não há diluição de ativos com a controlada. O termo incorporação deve ser usado somente quando restar apenas uma empresa que já existia anteriormente, quando na fusão existirá somente uma empresa inédita.

As operações de aquisições podem ser vistas como uma opção de estrutura que engloba as operações de incorporação e estruturas que estão montadas como *Holdings*: caso absorva-se a empresa adquirida, trata-se de uma incorporação. Caso contrário funcionará como uma *Holding*.

As operações de aquisições, muitas vezes estruturadas na compra do controle acionário da empresa adquirida, exigem alto grau de investimento e controle, além de demandar um processo de integração muito coeso e complexo, que não pode demorar muito para acontecer, para não colocar em risco a operação da nova empresa.

d. Joint Ventures

Joint Venture é um modelo de parceria empresarial, uma combinação onde os participantes não detêm o controle da firma em caráter individual, sendo mais caracterizado como uma “combinação de empreendimentos” ao invés de uma combinação de empresas em si. Segundo Rasmussen (1988), “*Joint venture*... significa fusão ou associação de capitais;

participação acionária; transação ou operação conjunta, na qual o aporte de capital pode ser um mix de bens tangíveis ou bens líquidos”.

Os incentivos principais para a formação de *Joint Ventures* são:

- i) a fuga dos riscos de investimentos diretos em filiais internacionais, com a diluição do montante inicial a ser investido a partir da divisão com outra (s) empresa(s);
- ii) a busca pela produção de economias de escala, ganhando com a associação escala financeira e tecnológica para a produção;
- iii) a diversificação dos riscos;
- iv) a obtenção de novos canais de fornecedores e distribuição;
- v) isenções fiscais ou tratamento político e fiscal diferenciado devido ao grande montante de investimento gerado.

Além disso, de acordo com Weston, Chung e Hoan (1990), as autoridades regulatórias de um país são mais inclinadas a permitir *Joint-Ventures* do que fusões ou aquisições, além da questão do aprendizado, tanto de mercado quanto tecnológico, que pode ser incorporado às empresas.

A formação de *Joint Ventures* é ideal para aderir a projetos que têm uma necessidade de implementação mais ágil e às vezes um caráter temporário. Este tipo de associação tem um caráter mais flexível, maleável, quando comparamos a outros tipos de associação “mais fraca” que as F&A já mais difundidos e absorvidos, como, por exemplo, o licenciamento da venda de marcas e patentes (especificamente na AmBev, temos os casos das cervejas Miller e Carlsberg, do refrigerante Pepsi e do Gatorade; a venda do *Lipton Ice Tea* é uma *Joint venture* com a Gessy Lever), que representa um baixo grau de investimento, controle e integração entre as empresas.

A *Joint Venture* pode ser configurada como uma união parcial sem que haja necessariamente subordinação societária (*joint ventures non corporate*)³, moldada para alcançar objetivos específicos e comuns de empresas que têm suas origens em países distintos sem a criação de uma nova empresa com identidade jurídica e sem aporte de capital, visando apenas um objetivo de curto prazo e usualmente temporário. Pode ser também definida com criação de novas instalações, aporte de capital e expectativa de lucro de longo prazo, como é o caso da Peugeot-Citroen.

A formação de *Joint Ventures* não é um tipo específico de formação de empresas que seja regido por um artigo específico da Lei das S/A, pois vai depender de como seus sócios optarão por fazer a divisão proporcional de controle para garantir a igualdade de todos os direitos e obrigações, sendo como uma empresa de Sociedade Anônima ou Limitada. Visto que não há existência de uma definição legal exata, mais uma vez a *joint venture* é encarada como um modelo de estratégia.

e. Cisão

Segundo o artigo 229 da Lei das S/A, a cisão é caracterizada por uma “operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão”.

A cisão de uma empresa, total ou parcial, muitas vezes é erroneamente associada a uma má gestão ou escassez de capital. Assim como operações de agrupamento em geral, as operações de cisão, podendo ser vistas como um “desagrupamento”, muitas vezes são parte de uma estratégia corporativa, classificada como alienação de investimentos. Segundo Gitman (1997), “diferente do fracasso em um negócio, os motivos para a alienação do investimento são frequentemente positivos gerar fundos para expansão de outras linhas de produção, livrar-

³ Conceito introduzido por Rasmussen (1988)

se de um setor que esteja em fraco desempenho, modernizar a empresa ou reestruturar os negócios da empresa de forma coerente com seus objetivos estratégicos”.

A cisão também pode ocorrer devido à percepção de que unidades produtivas são mais lucrativas separadamente, podendo direcionar o seu foco para problemas específicos de cada setor, com uma forma de gestão independente, sem comprometer os objetivos e resultados da corporação a que antes pertencia.

A literatura estrangeira sobre cisões separa-as em diversos tipos. Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999), existem 4 tipos de divisão:

i) venda de uma unidade operacional, seja por um montante monetário ou por meio de troca de ações com a empresa adquirente;

ii) *spin-offs*, que se caracterizam pela separação da empresa em subsidiárias e recebimento, pelos acionistas, de novas ações das companhias criadas, além da manutenção das ações da empresa original. Um caso para ilustrar é a Pepsi Co., que quer realizar um *spin-off* com suas cadeias de *fast-food* Taco Bell, Kentucky Fried Chicken (KFC) e Pizza Hut. A realização de operações de *spin-offs* implica a perda do controle das empresas vendidas.

iii) *equity carve-outs*: também referidos como *split-off IPO's (Initial Public Offer)*, são operações caracterizadas pela venda de apenas parte das ações para novos acionistas, com o objetivo principal de geração de caixa com a manutenção do controle. Além de manter o controle dos ativos e das operações da subsidiária, diferente do *spin-off*, onde o pagamento aos acionistas é feito com uma divisão pro - rata dos dividendos da controladora, segundo Weston, Chung e Hoan (1990), em uma operação de *carve-out*, o pagamento pelas ações lançadas a público é transformado em *cash* para a controladora,

iv) liquidação → a liquidação acontece quando os ativos de divisões separadas são vendidas separadamente, ao contrario de serem vistas como uma unidade operacional. Um

exemplo é a venda, pela United Airlines, de seus negócios que não eram essencialmente pertencentes à indústria aérea, como locadora de automóveis Hertz e a rede de hotéis Hilton.

v) *Hostile Takeovers* → Existe ainda a questão de *hostile takeovers*, não muito praticada no Brasil devido ao alto percentual necessário para a aquisição de controle. Quando não há acordo entre os acionistas, ocorre uma *tender offer*, que se caracteriza por uma oferta pública formal de aquisição, a um preço de compra acima do valor de mercado. Além disso, pode ocorrer a oferta *two-tier*, onde os acionistas que aceitarem o acordo primeiro terão preferência por um prêmio mais alto.

A questão de defesa contra os *hostiles takeovers* é muito interessante, dado os diversos mecanismos de defesa criados pelas empresas. De acordo com Gitman (1997), existem diversos métodos, como por exemplo: o *white-knight* consiste em uma estratégia da empresa para ser adquirida por uma empresa mais interessante do que a que fez a *tender offer*, dado que ela já sabe que vai acabar sendo adquirida de qualquer maneira; *poison pills* como cláusulas contratuais visando tornar a empresa desinteressante em caso de tentativa de controle; *greenmail*, definido como a compra de um grande bloco de ações para impedir o *takeover*; *golden parachutes* são cláusulas de pagamento de quantias absurdas aos executivos chave da empresa em caso de troca de controle, causando uma saída de caixa muito grande pela potencial adquirente; *shark repellents* são efetivas cláusulas contratuais impedindo a troca de controle.

II. Classificação quanto à natureza da atividade econômica

Como foi constatada que a variedade de tipos de operações possíveis proveniente de associações empresárias é muito grande e algumas diferenças são de caráter minucioso, vamos nos referir posteriormente a estes tipos de operações como operações de Fusão. Caso seja relevante, será especificado que tipo de operação foi realizada em cada caso.

a. Fusão Horizontal

A fusão horizontal combina duas empresas competindo por um mesmo mercado, numa mesma linha de negócios, como se deu a criação da AmBev. A fusão horizontal busca o atingimento de patamares superiores de economias de escala. Esta busca muitas vezes pode comprometer a competitividade no mercado em que a fusão ocorre, como aconteceu no caso da criação da AmBev, quando ficou caracterizado que a empresa possuiria mais de 70% de *market-share* de cerveja no Brasil. Sendo assim, estas operações quase sempre são analisadas por um órgão regulador de concorrência, que as aprova, com ou sem restrições, ou proíbe a união, como no caso da proibição da aquisição da Garoto pela Nestlé.

Muitas vezes as fusões horizontais ocorrem por ser mais barato e eficiente comprar ou se juntar a uma estrutura já eficiente do que criar uma nova. Além disto, os aspectos de eliminação de um concorrente, obtenção de diversas vantagens econômicas, tais como a maior capacidade de financiamento e investimento e a imposição de barreiras à entrada de novos concorrentes - que necessitarão de um volume de recursos muito alto para ingressarem no mercado -, também são importantes.

De acordo com Rosseti (2001), os custos de Pesquisa e Desenvolvimento são em grande parte responsáveis pela busca de fusões e aquisições no setor líder de F&A no Brasil na década de 90, de químicos, farmacêuticos e petroquímicos. Além disto, aponta também a “diluição de riscos e complementação de capacitações tecnológicas” como motivos. Já para o setor de alimentos, bebidas e fumo são apontados como motivos principais: “a compressão de margens, resultante da maior elasticidade-preço da procura e da competição mais acirrada, ambas traduzidas por um leque mais aberto de produtos ofertados. As fusões surgiram então como respostas às exigências crescentes de redução dos custos totais médios de produção”.

É importante salientar que no caso da AmBev estes argumentos são válidos, mas manifestam apenas alguns dos objetivos da fusão. O próprio nome da nova companhia já sugere objetivos mais audaciosos, como ser uma companhia presente em todas as Américas, além de ser uma das companhias mais rentáveis em termos de EBTIDA e EVA.

b. Fusões Verticais

As fusões verticais caracterizam-se pela associação de diferentes empresas que atuam em diferentes etapas do mesmo processo produtivo, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), o que é bem semelhante ao exemplo dado por Gitman (1997), que diz que uma fusão vertical ocorre quando uma empresa adquire um fornecedor ou cliente, como por exemplo, um produtor de aço adquirindo uma mina de carvão, ou ainda uma refinaria adquirir uma indústria petroquímica exploradora.

Os incentivos para as fusões verticais são muitos, com a redução da pesquisa de preços, emissão de pagamentos ou cobranças, além da redução de custos de comunicação e uma operação de logística mais organizada e precisa, com uma previsão mais precisa devido ao fluxo mais eficiente de informações, mais rápidas e mais corretas.

Existem ainda outros argumentos, segundo Weston, Chung e Hoan (1990), como a dissolução das incertezas de fornecimento e estoque no caso de uma “retro-integração” (termo utilizado para *backward integration*). Há questões bastante interessantes levantadas pelos autores sobre fusões verticais, tanto em retro como em pro-integração (*backward e forward integration*, no sentido de se integrar com um fornecedor ou cliente), para o bem estar da sociedade.

Pode haver a criação de um monopólio de insumos, com uma empresa que dominando o mercado de suprimentos vendendo-os para as outras indústrias que a utilizam como insumo a um preço maior, reduzindo seu bem-estar e podendo até praticar preços superiores aos usuais como meio de expulsão das empresas com menos capacidade. Como o bem estar da sociedade vai depender do nível de preços praticados após a expulsão de outras firmas do mercado, o efeito é ambíguo, pois é dependente das condições dos mercados de oferta e demanda.

Em geral, quando existe o monopólio em uma das fases do processo produtivo, uma fusão vertical gera efeitos anti-competitivos, por razões já citadas anteriormente. Além disso, é sugerido que isto aumente as barreiras de entrada a novas empresas, pois elas teriam que entrar

nos dois estágios simultaneamente ou ocorresse a entrada de duas empresas diferentes nos dois estágios simultaneamente, para que elas não sejam muito prejudicadas pela monopolistas.

c. Conglomerados

A união de empresas que não têm seus negócios não relacionados constitui a formação de um conglomerado. Um conglomerado usualmente tem duas características fundamentais, com a exigência de diversas capacidades em setores diferentes, além de ser criado sempre com associações externas, sem o desenvolvimento de subsidiárias próprias.

Segundo Gitman (1997), “o benefício-chave da fusão do tipo conglomerado está em sua habilidade de reduzir o risco pela fusão da empresas com padrões cíclicos ou sazonais diferentes, de vendas e lucros”. Mais uma vez, Weston, Chung e Hoan (1990) vão além, não só nos argumentos como também nas divisões, distinguindo entre conglomerados puros, de extensão geográfica e de extensão de produtos, que é geralmente citado na literatura como fusão circular ou concêntrica, definida como “a aquisição de uma empresa que está na mesma indústria... mas não está na mesma linha de negócios”⁴, não sendo nem um fornecedor nem um cliente, com a vantagem de usar os mesmos canais de venda e distribuição para atingir os clientes.

A diferenciação feita entre conglomerados financeiros e gerenciais é feita baseada nas decisões operacionais. Ambas assumem responsabilidade e o controle financeiro das empresas, mas num conglomerado financeiro não há influencia em decisões operacionais, o que ocorre em um conglomerado gerencial, ou administrativo. Os conglomerados financeiros são usualmente comparados como investimentos, enquanto o outro vai além do investimento em si, buscando o aumento da produtividade das empresas. Os conglomerados administrativos fornecem uma base para a teoria das associações empresarias em geral, ao utilizar um centro corporativo como forma de criação de sinergias, que se tornou palavra chave no assunto. A definição de sinergia se aproxima de rendimentos crescentes de escala, guardadas as devidas

⁴ Gitman (1997), pág. 732

restrições: a sinergia ocorre quando uma empresa criada a partir de uma associação se beneficia do impacto da mais eficiente e a produtividade se torna maior que a soma das partes individuais.

Estes benefícios são estendidos a todas as companhias participantes mediante o comando e diretrizes de uma Administração Central, assim como ocorre com a AmBev, que tem toda uma execução de padrões e um processo de vendas rigorosamente idêntico em todos os locais atuantes, diretrizes estas frequentemente revistas e repassadas pela AC (Administração Central), localizada em São Paulo a todas as suas vendas terceirizadas e Centros de Distribuição Direta (CDD's) próprios.

5. Etapas do Processo

Os processos de fusões e aquisições seguem primordialmente algumas etapas básicas e interdependentes, como por exemplo: a avaliação ou identificação do candidato em que há a intenção de compra, a avaliação da possível aquisição, o processo de *due dilligence*, o acordo de aquisição e a integração entre as empresas, que pode ser a etapa mais complicada devido a vários motivos.

I. Desenvolvendo um plano de ação

Um plano deve ser traçado desde a identificação de uma oportunidade de negocio a partir de critérios pré-definidos para o atingimento de certos objetivos. A partir daí segue-se uma série de etapas interligadas, podendo até se sobrepor, devido ao dinamismo com que os processos ocorrem.

De acordo com Weston, Chung e Hoan (1990), independente do motivo que leva à aquisição, seja a busca de economias de escala, maximização de valor para os acionistas, domínio de canais de distribuição, aumento de *market-share* ou apenas uma adaptação ao mercado e a seu concorrentes, os processos devem necessariamente seguir uma linha de etapas.

Antes de qualquer ação concreta, deve haver uma boa razão e um excelente planejamento para todo o processo. Um processo de F&A não é justificável somente quando existe uma oportunidade. Nas operações de maior sucesso, as oportunidades são criadas, a partir do fim, praticamente dominante, de criar mais valor para os acionistas.

Algumas operações de F&A ocorrem sem sucesso, em todos os aspectos econômicos, o que se dá, na maioria das vezes, devido a uma falha de planejamento para a criação de uma fusão estrategicamente estruturada. A nova estrutura impacta fortemente na sua saúde financeira e logicamente, nos resultados da empresa. Um processo bem organizado gera mais oportunidades de flexibilidade mediante situações “inoportunas” ou imprevistos. O processo

de aquisição é muito dinâmico, podendo ter alterações substanciais em seus objetivos e conseqüentemente, suas táticas ou manobras.

O desenvolvimento de um plano de aquisição deve contribuir para a elaboração de uma estratégia global de negócios da empresa, incluindo a mensuração do quanto esta vai contribuir para a realização dos objetivos estratégicos da empresa. É preciso ter um cuidado especial para não ser iludido com vantagens que são frequentemente confundidas com “objetivos não estratégicos”, como o excesso de liquidez, maior capacidade de captação de empréstimos, e muitas outras características desejáveis. É importante frisar que estas são vantagens a serem obtidas por meio de um gerenciamento eficiente, o que pode ocorrer por meio das operações em questão, mas não devem ser encaradas como objetivo destas.

Após a identificação de uma oportunidade, é estabelecido o contato entre as empresas e começa a negociação dos termos, como preço de aquisição e forma de pagamento, além de manutenção de patentes, marcas, processos e até executivos. Se a empresa adquirente constituir um plano realmente eficiente, estes termos já estarão pré-estabelecidos, ficando pendente apenas uma negociação em caso de discordância com a empresa adquirida.

II. Avaliando o candidato

A avaliação de um candidato inclui não apenas a avaliação financeira (*valuation*), mas também o entendimento profundo de todo o seu negócio, além do processo de *due dilligence*, também caracterizado como uma auditoria do comprador, para verificar o maior número de informações possíveis.

a. Avaliação da Empresa / Valuation

A questão de como medir realmente se uma associação empresarial vai agregar valor ao acionista é muito difícil de ser mensurada. Além de existirem sinergias dificilmente mensuráveis, ainda permanece a questão de qual acionista efetivamente vai ser beneficiado. No caso AmBev/Interbrew, os acionistas minoritários que possuíam ações preferenciais se

sentiram prejudicados, enquanto os acionistas que possuíam ações ordinárias ganharam muito com o prêmio recebido por seus papéis.

O processo de avaliação da empresa remete ao porque da operação, voltando ao assunto das razões de fusões e aquisições, agora sendo feita a análise específica de cada empresa, do que pode isto agregar, se o *market-share* adicionado será representativo e qual o custo destas vantagens.

Segundo Bernhardt (1994), a parte mais importante de negociação de termos vem a ser o preço da transação, pois esta só acontecerá se houver um acordo entre as partes. É de extrema importância que o adquirente seja rígido em quantificar as sinergias provenientes da composição, para não haver sobre-estimacao.

Às vezes, a aquisição a “preço errado”, um preço maior que a avaliação de mercado, pode ser justificado pela adição de *market-share* (somente se esta adição de *share* levar a uma participação do mercado que a torne participante dominante ou gere um aumento da margem de lucros significativa) da empresa adquirente. É um tipo de aquisição que ocorre frequentemente em *takeovers* hostis.

Usualmente, o escopo de preço de negociação é determinado pelo valor *stand alone* da companhia alvo e de seu valor combinado com a companhia adquirente, a partir de uma variedade de modelos de *valuation*. A discussão de métodos de avaliação não é objetivo deste trabalho, por isso apenas serão citados alguns métodos usualmente utilizados pelo mercado.

O modelo de fluxo de caixa descontado avalia a empresa baseada em fluxos de caixa livre, medindo sua capacidade de gerar caixa no futuro, com a vantagem de refletir bem as oportunidades e permitir ajustes, com as desvantagem de exigir um conhecimento profundo da empresa e ser parcialmente subjetivo a visões de desempenho da empresa. Já o modelo de comparação de múltiplos de mercado traz a vantagem de refletir a atual situação do mercado, mas fica sujeito a diferentes objetivos de empresas semelhantes. A comparação de múltiplos de transação faz uma análise baseada em operações similares da indústria, refletindo a

percepção de estratégia dos investidores, tentando revelar seus objetivos. As desvantagens residem no problema de que poucas operações são realmente comparáveis, e que mais uma vez pode haver diferentes percepções de empresas e performance de mercado.

É fundamental que esta precificação ocorra de modo adequado, preferencialmente com o auxílio de instituições sólidas e especializadas no assunto, como diversos bancos de investimentos. O processo de *valuation* também é muito importante para a etapa seguinte de *due dilligence*, pois será o referencial de preço para os auditores se nortearem. Por isto é feita uma avaliação de profunda de operações, produtos, mercados e concorrentes, além de toda a parte financeira.

b. Due Dilligence

Antes da etapa de *due dilligence* ser iniciada, normalmente é feita uma “carta de intenção” entre as empresas envolvidas, que descreve a intenção das empresas de firmar o acordo e dá exclusividade para a empresa parceira de fechar o negocio, impedindo outra empresa de fazê-lo por um determinado período de tempo.

O processo de *due dilligence* consiste em absorver o máximo de informações possíveis sobre a empresa, sendo feita uma análise profunda sobre a empresa a ser adquirida, onde são examinadas e analisadas todas as suas operações, demonstrações financeiras, além de todos os aspectos fiscais e legais da operação, para que seja confirmado o valor da empresa como avaliada, sem nenhum tipo de obrigação, risco ou algo que desabone a empresa que não tenha sido explicitado anteriormente,

Todo o processo de *due dilligence* pode ser caracterizado como uma auditoria feita pela empresa adquirente para confirmar todos os aspectos avaliados anteriormente sem o privilegio de acesso às informações da companhia alvo. Estas informações podem representar algo bastante diferente do que foi previamente divulgado para a empresa adquirente e resultar em mudanças de preço, em qualquer direção, ou até desistência da efetivação da proposta, caso as discrepâncias sejam muito graves.

III. Integração

Uma vez concluídas todas as etapas anteriores e a efetivação da operação em questão, inicia-se a etapa mais complexa de um processo deste tipo: a integração entre as empresas.

A integração se inicia, ainda que não explicitamente, desde o primeiro contato entre as empresas. Isto envolve questões culturais e históricas, muitas vezes reunindo empresas que travaram batalhas durante décadas, como foi o caso das ex arquiinimigas Brahma e Antarctica. Se do ponto de vista financeiro a integração se trata apenas de consolidação de demonstrativos, operacionalmente e principalmente culturalmente entre os funcionários, a integração não é nada fácil de se obter.

De acordo com Robers (1994), não há uma fórmula para a integração, pois não há dois processos ou compradores idênticos, sendo impossível definir um padrão para uma integração de sucesso. Apesar disto, um plano de integração, que envolva pessoas, processos e tecnologias, pode ser desenvolvido para fazer com que a integração ocorra da melhor maneira possível.

Segundo Senn (1994) existe um problema muito grande de assimilação por parte dos funcionários de uma nova unidade, sem a rivalidade anterior, com casos clássicos de rivalidade de “nós contra eles”, levando inclusive a situações caracterizadas como “vencedores *versus* perdedores”. Esta forma de pensar dos funcionários gera problemas de saída da empresa, caso alguém se veja como perdedor, causando a perda de pessoas chave e a queda da produtividade proveniente da rivalidade, o que pode muitas vezes prejudicar os processos e as relações dentro da empresa.

A questão cultural pode se tratar de uma pequena sobreposição de fatores, a absorção total de uma cultura pela outra u até a criação de uma nova cultura totalmente independente das anteriores. Para os funcionários, esta assimilação de cultura pode ser um problema grave. Uma analogia interessante é o modo como algumas pessoas enxergam uma figura com um desenho ambíguo: assim que o desenho é percebido de uma maneira, é difícil fazer com que

esta mesma figura seja vista da outra forma possível, que pode ser a visão da outra empresa, gerando assim um bloqueio para a mudança desejada.

No caso da criação da AmBev em 1999, uma operação caracterizada pela lei brasileira como uma fusão (a Antarctica e a Brahma deixaram de existir, para surgir uma empresa com uma nova identidade jurídica), por exemplo, hoje em dia o número de profissionais provenientes da Brahma é muito maior do que os vindos da Antarctica, justamente porque a “cultura” da Brahma prevaleceu com uma postura mais agressiva nos negócios e uma maior dedicação ao trabalho do que o que os trabalhadores da Antarctica estavam acostumados.

Outra questão delicada é a de sobreposição de cargos, além da questão de remuneração e benefícios dos funcionários. É muito raro não acontecerem demissões, pois sinergias de pessoal, especialmente de altos cargos executivos, que podem ser aproveitadas são um fator de economia importante para a nova empresa. Além disso, a questão de remuneração é também muito importante, pois não há certeza dos funcionários se suas tarefas continuarão idênticas, de como seu desempenho será avaliado, como será o sistema de remuneração e benefícios e principalmente, se a longo prazo, o funcionário continuará empregado. Tudo acaba se resumindo a uma grande questão para os funcionários, se eles estarão melhores ou piores com a fusão.

Ainda segundo Senn (1994), pode ser descrito um “ciclo emocional de mudanças”, consistindo em 5 fases: na primeira fase, o “otimismo desinformado,... as pessoas estão entusiasmadas com o novo empreendimento e ainda não enfrentaram os desafios e complicações. A fase 2 é de pessimismo informado, quando estão sendo enfrentados todos os problemas”. A terceira fase é decisiva: ou o pessimismo se instala definitivamente ou ocorre o compromisso com a mudança, levando ao “otimismo informado” e à satisfação com a nova estrutura.

A questão cultural da InBev não deve ser muito problemática, pois a cultura de gestão da AmBev é vista como um ponto de sinergia a ser agregado à nova companhia, apesar de haver alguns pontos em que a InBev leva vantagem.

6. Criação da AmBev

A AmBev foi criada em 1999, através da fusão entre as duas maiores cervejarias do Brasil na atualidade, a COMPANHIA CERVEJARIA BRAHMA, ou Brahma, e a COMPANHIA PAULISTA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE BEBIDAS E CONEXOS, mais conhecida por sua principal marca, a Antarctica. Por se caracterizar de um processo de fusão propriamente dita, a AmBev tornou-se a controladora de ambas as empresas, que se tornaram subsidiárias, por meio de troca de ações das empresas por ações da AmBev.

É importante frisar que antes da criação da AmBev, a Antarctica desfez a *joint-venture* que havia firmado com a empresa americana Anheuser-Busch, em 1996 para a produção da cerveja líder mundial Budweiser por meio da empresa Budweiser Brasil Ltda. e para o incremento das marcas de cerveja e refrigerantes da Antarctica no mercado externo.

A fusão das empresas, incluindo todas as fases ocorreu desde o anúncio da operação de troca de ações em 1º de julho de 1999 e troca de ativos, avaliados em R\$8,1 bilhões, segundo demonstrações financeiras de 1998, até 14 de setembro de 2000. Vale lembrar que o processo de integração, apesar de se tratar de uma fusão horizontal, foi um pouco difícil inicialmente, dado que havia uma extrema rivalidade entre as marcas, segundo testemunhos de funcionários oriundos de ambas as empresas, com mais de 10 anos em cada uma delas, incluindo o tempo de trabalho na AmBev.

A aprovação pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) da fusão, em 30 de março de 2000, se deu baseada em testes como o do “monopolista hipotético”, que consiste em uma metodologia para a “aferição do grau de substitutabilidade entre bens e serviços. Segundo esta metodologia, o mercado relevante é definido como o menor grupo de produtos e a menor área geográfica necessários para que um suposto monopolista esteja em condições de impor um... aumento de preços”⁵. Esta análise foi feita a fim de identificar a dimensão do produto e a dimensão geográfica do mercado relevante que o suposto

⁵ Relatório da SEAE (Secretaria de Acompanhamento Econômico) para dar o seu parecer AmBev.

monopolista (AmBev) dominaria, caso não houvesse opção dos consumidores para substituírem os produtos que sofreram incremento de preço. Vale lembrar que a AmBev é grande produtora também de refrigerantes, líquidos NANC (Não Alcoólicos e Não Carbonatados) e água, que também foram levados em consideração na análise, com exceção de NANC, pois não havia produção conjunta.

A produção de malte, sempre para consumo próprio para a fabricação de cervejas, obviamente também não foi levada em consideração por não atingir de forma alguma os consumidores.

Alem deste teste, foram feitas muitas outras considerações, como a distinção tanto da categoria de cervejas (*superpremium, premium, standard e low price*), como da segmentação de pontos de venda (frio, quente, auto-serviço) e embalagens para que possam ser estabelecidas prioridades de análise mediante as participações de cada combinação no mercado. Para tal foram aproveitadas análises anteriores já feitas pelos conselheiros do CADE quanto à substitutabilidade entre (i) cervejas e outras bebidas alcoólicas; (ii) bebidas alcoólicas e não alcoólicas; (iii) diferentes tipos e (iv) diferentes categorias de cerveja.

Para substitutabilidade entre cerveja e outras bebidas alcoólicas, foram aproveitados os estudos de Kenneth Elzinga⁶ e Douglas Greer⁷, que concluem que a elasticidade cruzada da demanda entre cerveja e outras bebidas alcoólicas é baixa, que significa que outras bebidas não são substitutas próximas da cerveja. Os mesmos estudos foram utilizados para concluir que bebidas não alcoólicas não são boas substitutas para cerveja.

Relativamente aos diferentes tipos e categorias de cerveja, o CADE decidiu não segmentar o mercado de cerveja a não ser que fosse estritamente necessário. Como molde, foi tomado o mercado a frio de cerveja inteira, consumido prioritariamente no segmento frio, nas categorias bar/barzinho e boteco, segundo a própria classificação da AmBev atual, que responde pela maior geração de margem bruta para a companhia.

⁶ The Beer Industry. In the Structure of the American Industry, Walter Adams ed., MacMillan, 1990.

⁷ Beer: Causes of Structural Change. In Industries Studies, Larry Duetch ed., Prentice-Hall, 1993.

No estudo encomendado pela Brahma e pela Antarctica para apresentação ao CADE na época da fusão, elaborado por Issler e Resende (1999), “Estimativas Econométricas da demanda por cerveja no Brasil”, os autores apresentam a elasticidade-preço cruzada da demanda entre as marcas Brahma, Antarctica e Kaiser no mercado de cervejas, lata e inteira (garrafa de vidro 600ml).

O estudo prova que as marcas Brahma, Antarctica (a marca Skol não foi analisada no estudo econométrico, apenas na coleta de preços) possuem preços relativos bem próximos, indicando marcas semelhantes, e que os preços de outras marcas do segmento, na época Kaiser e Schincariol, são diferentes, indicando marcas distintas daquelas outras, constituindo dois nichos de mercado diferentes, com cervejas substitutas entre si em cada nicho, não entre eles.

Os resultados da análise de elasticidade cruzada mostram que para cerveja inteira, a marca Brahma substitui a Antarctica tanto no longo quanto no curto prazo. Os resultados para Kaiser mostram que não é possível aceitarmos a hipótese que esta cerveja seja substituta de qualquer uma das marcas AmBev, tanto no curto quanto no longo prazo. As conclusões diretas apontam para o fato de que qualquer alteração de preços entre estas duas marcas será compensada pela demanda na outra marca.

Já para os resultados do mercado de cerveja em lata, a Kaiser se apresenta como substituta para as marcas Antarctica e Brahma, sendo a concorrência mais aberta. No entanto vale ressaltar que o mercado de cerveja inteira representa mais de 70% do mercado de cerveja total no Brasil e para a análise do CADE, foi levado em conta apenas o mercado de cerveja de embalagem retornável no segmento frio.

Existe atualmente uma estratégia da AmBev para manter distintos os preços de cada marca em cada região do Brasil conforme sua demanda, mantendo a faixa de preço em cada PDV (ponto de venda) dentro de uma relatividade máxima, para garantir que não haja um “descolamento” das marcas e a sobreposição destas sobre o nicho de uma outra da AmBev, a fim de evitar a concorrência predatória interna. A relatividade de refrigerantes não é aplicável,

pois há uma diversidade muito maior de embalagens, o que dificulta a orientação para o PDV e a visibilidade pelo consumidor.

Quanto a análise de refrigerantes, apesar do poder de mercado da AmBev ser grande, o *market-share* da Coca-Cola continua muito superior, ficando apenas o item relativo à distribuição a ser discutido neste aspecto.

A aprovação pelo CADE, assim como o relatório do SEAE, indicou a aprovação com restrições, exigindo a venda de uma marca, Skol (o relatório do SDE recomendava a venda de uma das três marcas principais, o que foi veementemente contestado pela AmBev, pois a nova empresa seria menor do que a Brahma), justamente para evitar que a AmBev “ganhasse duas vezes” com um aumento de preços: o incremento relativo ao aumento de preço e o incremento de migração da demanda, porque a rivalidade apresentada pela Kaiser e pela Schincariol não era suficiente para atrair os consumidores que preferem as marcas AmBev. Além disto, foi recomendada a venda de duas plantas de fabricação, em um prazo inferior a 6 meses, além da revisão do contrato Brahma/Miller. A AmBev se compromete a vender a marca Bavária e todos os ativos ligados a esta.

Em 19 de abril de 2000, a AmBev assina um termo de compromisso com o CADE, estabelecendo as medidas acordadas necessárias para que o acordo não seja defeito, sendo elas:

- a) viabilização de um novo concorrente no prazo de 8 meses a partir da data de assinatura o acordo, o que exigia:
 - i. venda da marca Bavária;
 - ii. compartilhamento da rede de distribuição por 4 anos (prorrogável por mais 2);
 - iii. venda de 5 fábricas, uma em cada região do país;

- b) Acesso à sua rede de distribuição (distribuição compartilhada) para uma marca de cerveja de cada região com participação igual ou inferior a 5%, a ser definida por leilão;
- c) Impossibilidade de fechar ou vender fábricas nos próximos quatro anos sem oferecê-las ao mercado anteriormente, por via de leilão público;
- d) Manutenção do nível de emprego; Instauração de programas de retreinamento e recolocação para os trabalhadores que perderem o emprego após a fusão nos cinco anos subseqüentes ao da assinatura do acordo se perderem sua posição devido à fusão;
- e) Desobrigação de contratos de exclusividade em pontos de venda, a não ser que os investimentos feitos pela AmBev caracterizem a maioria dos ativos do PDV ou no caso em que o administrador do julgar a exclusividade como estratégica.

Em 15 de setembro de 2000, os ADR's (*American Depositary Receipts*) da Bolsa de Nova York (NYSE) da Brahma, negociados desde 1997, são agora substituídos pelos da AmBev.

Em 6 de novembro de 2000, a Molson Inc. faz um acordo de compra da marca Bavária com a AmBev, pelo valor de US\$ 98Mi + US\$ 23 Mi adicionais a cada 0,5% de share da Bavária, sendo o adicional máximo de US\$ 155 Mi. Na época, o share da Bavária caiu de 7% em seu pico, para 3,3%. O acordo é aprovado pelo CADE em 7 de dezembro de 2000 e concluído uma semana depois com a Molson Inc. Em 30 de março de 2002, a Molson decidiu antecipar a rescisão do contrato de distribuição com a AmBev para firmar outro com a Coca-Cola. Dessa maneira, em 2002, 2 anos antes do imposto pelo CADE, a AmBev conclui todo o processo de transferência de ativos e operações relacionadas à marca Bavária.

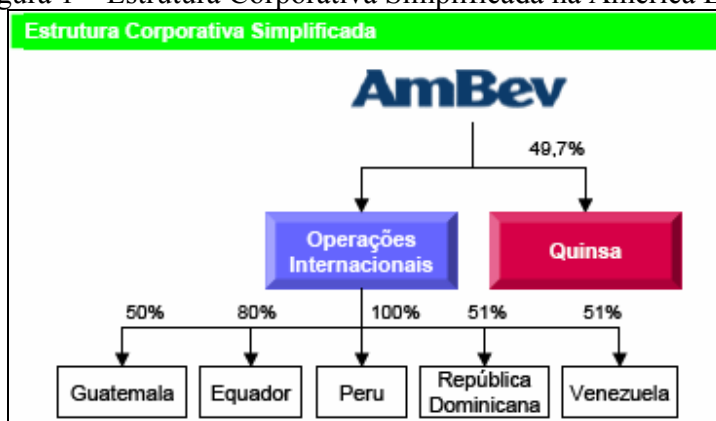
7. Fusões e Aquisições Subseqüentes

A partir da fusão em que foi criada, a AmBev seguiu alinhada com os seus objetivos de se tornar a Companhia de Bebidas das Américas, realizando diversas operações, em sua maioria aquisições, para se tornar a maior cervejaria da América Latina. Além de adquirir algumas empresas, a AmBev firmou uma série de acordos com diversas empresas com vários objetivos estratégicos, como a redução de custos de distribuição e compra de suprimentos (insumos para a produção ou não), além de licenciamentos e franquias para o enriquecimento do seu portfólio, principalmente relativos a produtos de alta margem, como Gatorade e Lipton Ice Tea, por exemplo.

A seguir serão descritos os diversos processos que tomaram forma a partir da postura agressiva de investimentos da AmBev para a expansão de seus mercados na América do Sul, organizados em ordem cronológica a partir de seu início, compreendendo seu desfecho, mesmo que este sofra um desfecho posterior ao início do próximo evento.

Podemos dividir as operações da AmBev na América Latina em duas partes como esquematizado na figura 1: primeiramente, onde a AmBev participa com “braços próprios”, além da participação através da Quinsa, que será devidamente explicada posteriormente.

Figura 1 – Estrutura Corporativa Simplificada na América Latina



Fonte: AmBev; Elaboração: Citigroup.

Em 1996 a Brahma firmava contrato com a *Cerveceria Nacional*, uma das maiores cervejarias da Venezuela, para produção e distribuição de cerveja, acordo este que passou para o nome da AmBev com seu surgimento. Ainda em 1999, ano de sua criação, a AmBev firmou junto à PepsiCo. um contrato de exclusividade de produção, distribuição e venda dos refrigerantes da Pepsi no Brasil. Além disto, foi celebrado um acordo de para a comercialização do Guaraná Antarctica em 175 países. Em 2001, o contrato foi estendido e passou a conter também os produtos da linha de bebidas isotônicas Gatorade. Esta parceria foi analisada e aprovada, com restrições, pelo CADE, pois a AmBev já possuía a marca da mesma linha, Marathon, que juntamente com o Gatorade e outras bebidas pertencentes a este nicho de mercado (isotônicos artificiais), representa 93,7% de *market-share*. A AmBev via o mercado de isotônicos como integrado ao isotônicos naturais (produtos derivados de côco) e alegava que desta maneira, seu share seria de apenas 46%. A aprovação do CADE foi condicionada à alienação da marca Marathon e seus ativos.

Em 2000, juntamente com o Grupo Danone, forma uma *joint venture* (participa com 26,3%) e adquire 57,34% da Companhia Salus S/A, líder do mercado uruguaio de água mineral e segundo maior *market-share* no segmento de cervejas, com 24%. A AmBev toca a parte relacionada a cervejas, enquanto a Danone o faz no segmento de água mineral.

Em novembro de 2000, a AmBev se junta à Souza Cruz para a criação de uma subsidiária que funciona por meio de um portal B2B (*business-to-business*) para a compra de materiais e serviços que não têm participação direta na produção dos produtos finais. A associação das empresas gera uma escala maior e compras mais eficientes, gerando um aproveitamento melhor das suas cadeias de suprimentos, além da melhoria do gerenciamento de estoques.

Em fevereiro de 2001, a AmBev anuncia a concretização da compra de 95,4% da *Cerveceria & Malteria Paysandú S/A* (Cympay), do Uruguai, conquistando mais 24% do mercado de cerveja, dobrando sua participação no mercado cervejeiro do país.

É importante frisar que em março de 2001, a Brahma se fundiu com a Antarctica, que mudou de nome, passando a se chamar COMPANHIA DE BEBIDA DAS AMÉRICAS (CBB), que foi incorporada à Holding como uma subsidiária operacional, fato este que não teve impacto financeiro sobre a mesma, dado que ambas as empresas já eram subsidiárias desta. A CBB é responsável por toda a gestão de operações nacionais, enquanto as operações internacionais ficam a cargo da AmBev. Como parte das exigências do CADE, a AmBev passa a compartilhar sua rede de distribuição com a Dado Bier.

Ainda em 2001, a AmBev adquire os ativos da *Cerveceria Internacional* no Paraguai, que consistiam em uma fábrica de cerveja que comporta a produção de 15,7% do mercado paraguaio de cerveja, onde concentrou a produção das marcas que eram exportadas para aquele país, Brahma e Ouro fino, que representavam apenas 2,7% do mercado.

Uma parceria visando melhores práticas relacionadas a suprimentos foi instituída em parceria com a *Femsa Cerveza*, detentora de 45% do mercado mexicano de cerveja em 2001.

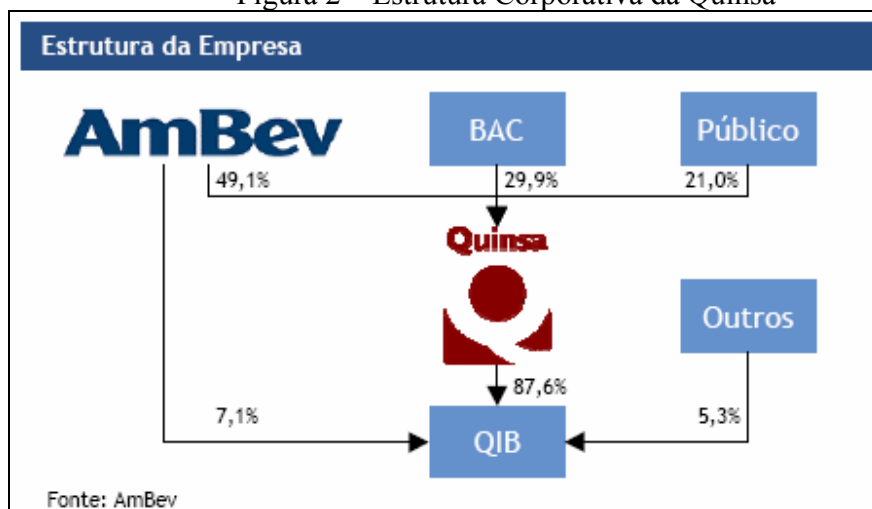
Em maio de 2002 é dado o primeiro grande passo internacional desde sua formação, com o anúncio da parceria com a *Quilmes Industrial S/A* (Quinsa) para a integração das operações do Cone Sul, onde a Quinsa possui enorme participação (Argentina – 76,5%, Bolívia – 97,7%, Paraguai – 88,3%, Uruguai – 95,5% e Chile 10,1%)⁸. Esta operação foi digna de julgamento pela justiça argentina, pois a Quinsa possuía a maioria de participação no mercado argentino e seria somado aos 17% da Brahma, concentrando demais o mercado em um só grupo.

A Heineken, maior cervejaria holandesa, que na época detinha 15% da *Quilmes International Bermuda* (QIB), controlada pela Quinsa conforme mostra a figura 2, contestou a operação na justiça argentina, alegando ter preferência em acordos por já ser parceira da empresa. Posteriormente, a Heineken vende integralmente sua parte à *Beverages Associates*

⁸ Relatório do JPMorgan, elaborado em Junho 2004 – Pág. 50, para a avaliação da Labatt, a pedido da AmBev.

Corp (BAC) e desiste dos processos em andamento, liberando a BAC para a venda de 8,6% das ações da QIB para a AmBev.

Figura 2 – Estrutura Corporativa da Quinsa



No início de 2003 o governo argentino aprovou a fusão com diversas restrições, como a venda de marcas e fábricas dentro de um período de 12 meses. Após a aprovação e conclusão do acordo, a AmBev controla, direta e indiretamente, 50,11% da QIB, empresa que realiza as operações de cerveja da Quinsa.

Em julho de 2002, a AmBev aumenta a participação na Cervejaria Astra, localizada no Maranhão, de 73,13% para 93,61%, por meio de sua controlada principal, a CBB.

Na Guatemala, em outubro de 2002, se concretiza a formação de uma *joint-venture* chamada *Cerveceria Rio*, constituída com a *Central América Bottling Corporation* (Carbcorp), a maior engarrafadora e distribuidora da PepsiCo na América Central, para a construção de uma fábrica no país para abastecimento local e regional do mercado próximo (Honduras, El Salvador, Nicarágua e Belize), em que a Carbcorp já está presente com refrigerantes. A AmBev está presente com a cerveja Brahma, comercializada sob o nome Brava, com 25% do mercado, constituindo a segunda maior fatia local.

Em outubro 2003, após anunciar seu interesse no mercado peruano, a AmBev compra os alguns dos ativos da *Embotelladora Riviera*, fabricante e distribuidora de bebidas presente no maior mercado peruano, no norte do país e na capital, Lima, adquirindo a franquia local da PepsiCo. Segundo pesquisas da AmBev, estas duas regiões correspondem a cerca de 80% do mercado peruano de cerveja e refrigerante. Além disto, a AmBev também anunciou, em fevereiro do mesmo ano, a construção de uma fábrica de cerveja no país, que junto com a *Embotelladora Riviera*, trará grandes sinergias no que tange à produção e distribuição de cervejas e refrigerantes. A estrutura montada no Peru garantirá ainda o abastecimento a países vizinhos, como o Equador.

Já em dezembro de 2003, adquire a *Cerveceria SurAmericana (Cervesur)*, segunda maior cervejaria equatoriana, com 6% de share no maior mercado do país, em Guayaquil. Segundo o relatório da APSIS (2004), as estimativas da Ambev dizem que a capacidade da fábrica adquirida é abastecer cerca de 30% do mercado de cerveja equatoriano, o que mostra uma capacidade ociosa muito grande da indústria. Além disto, segundo dados de consumo per-capita, foi constatado que o mercado equatoriano ainda tem muito a se desenvolver, com um índice de consumo de 23 litros /ano, enquanto no Brasil, país, segundo dados do Sindicerv, este índice chega a 47 litros /ano, o que ainda pode ser desenvolvido, se comparados os custos da cerveja na saída da fábrica e com o consumo per-capita em outros países, como os Estados Unidos, com 84 litros /ano.

Em fevereiro de 2004, a AmBev adquire 51% da *Embotelladora Dominicana* (Embodom), que possui uma fabrica em Santo Domingo, capital do país e parcela do mercado mais significativa. Com o aporte adicional de US\$ 10Mi em dinheiro (além do pagamento de US\$ 60 Mi) e o término da construção de uma fábrica (exclusiva para a fabricação de cerveja) com o capital da AmBev, esta passará a deter 66% de participação na Embodom, que atualmente é a maior engarrafadora da Republica Dominicana, exclusiva da PepsiCo, que lhe garante a liderança no mercado nacional de refrigerantes.

A justificativa para a conquista destes novos mercados é sua imaturidade, com um consumo per capita ainda muito baixo, potencial a ser facilmente desenvolvido.

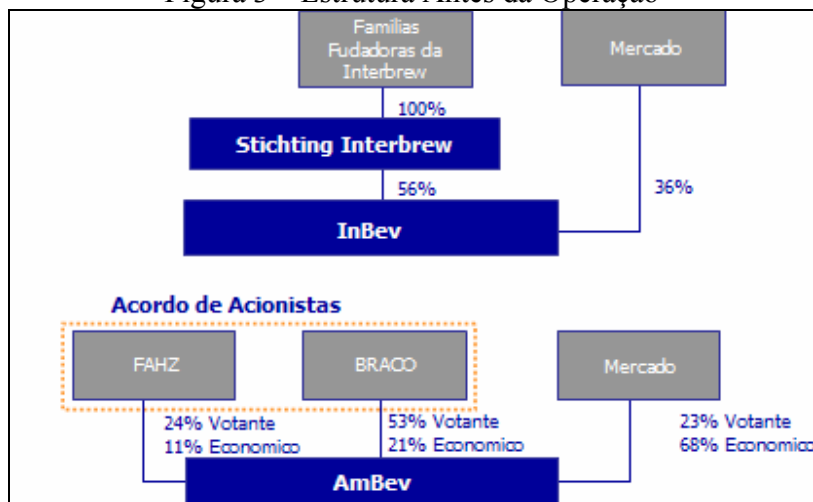
8. A criação da InBev

Em 01 de março de 2004, a AmBev publicou um fato relevante, confirmando que estava negociando com a Interbrew uma possível associação. Dois dias depois, é publicado outro fato relevante, anunciando a criação da maior cervejaria do mundo em volume produzido, na ocasião ainda chamada de InterbrewAmBev, com dois anúncios principais: a criação de três marcas globais, Stella Artois, Beck's e Brahma, além do compartilhamento igualitário do controle no conselho da nova empresa. A estimativa de sinergias operacionais e comerciais anuais chega a atingir impressionantes cifras de US\$ 350 Milhões. A nova empresa terá diversas vantagens como estar presente como líder ou vice-líder em mais de 20 mercados mundiais, além do aumento da capacidade financeira e do portfólio de produtos e a economia em licenciamentos de marcas.

Para a efetivação da operação, que não envolveu dinheiro, foi determinada a troca de ações e ativos em várias etapas, para constituir diferentes incorporações e troca de controle, além de uma oferta pública de ações, conforme exigência da lei brasileira.

O controle acionário da AmBev, antes da operação, é compartilhado entre a Fundação Antonio e Helena Zerrenner (FAHZ), BRACO e ações pertencentes ao público, conforme a figura 3, que informa a estrutura e devidas participações percentuais.

Figura 3 – Estrutura Antes da Operação



Fonte: AmBev

A operação foi classificada, desde seu anúncio como de baixo risco CADE, pois nem a Interbrew nem a Labatt tem participação significativa no Brasil. Cabe apresentar da mesma maneira a aprovação no Brasil da fusão Molson-Coors. A Molson está presente no Brasil por meio da Bavária, comprada da AmBev em 2000.

I. A primeira troca de ações

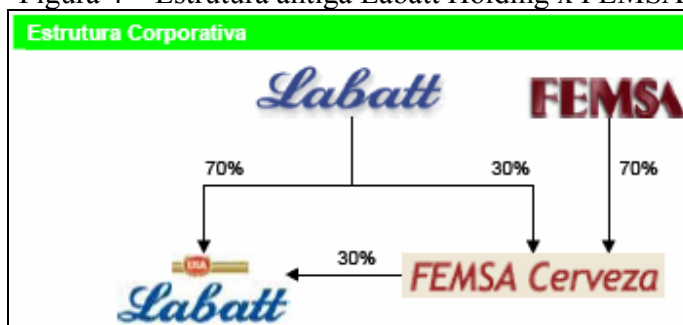
Na primeira etapa, houve a troca de ações entre a Interbrew e os controladores da BRACO, com a emissão de 141,7 milhões de ações da Interbrew para os controladores da BRACO, em troca de 100% da participação destes na AmBev. A FAHZ não se envolveu na troca de ações. Este montante representa 24,6% do capital total da InBev.

II. A questão da Labatt

a. Argumentos e incorporação.

Na segunda etapa, a AmBev emite 19,3 bilhões de ações em troca da incorporação da *Labatt Brewing Company Limited* (Labatt), subsidiária integral da Interbrew no Canadá. Um fato relevante aconteceu antes do desfecho da operação. Como podemos observar na estrutura da figura 4, a seguir, o controle da Labatt USA (LUSA) não era integral da Labatt. A *Fomento Economico Mexicano S/A* (FEMSA), que inicialmente tinha entrado com recurso para tentar impedir a troca de controle da *FEMSA Cerveza*, logo depois entrou em acordo com a Interbrew, pelo qual a Labatt cede seus 30% de participação na *FEMSA Cerveza* em troca dos 30% desta na LUSA, tornando as duas holdings, Labatt e FEMSA totalmente dissociadas. Os antigos direitos de distribuição das marcas da *FEMSA Cerveza*, detidos pela LUSA, são transferidos a uma subsidiária da *FEMSA Cerveza*. Além dos ativos, a AmBev incorpora também uma dívida de aproximadamente US\$ 1 bilhão.

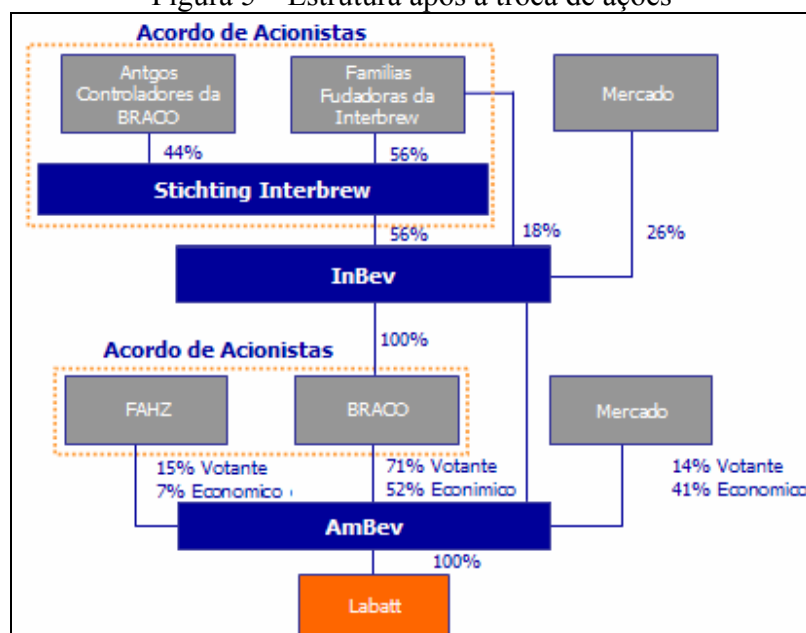
Figura 4 – Estrutura antiga Labatt Holding x FEMSA



Elaboração: Citigroup

A nova estrutura societária agora segue o esquema apresentado na figura 5, com as respectivas percentagens de controle, econômico e votante.

Figura 5 – Estrutura após a troca de ações



Fonte: Ambev

Apesar das reclamações, a aquisição da Labatt vai trazer muitas vantagens à AmBev. A estrutura canadense da Labatt garante a ela o status de segunda maior cervejaria do Canadá, com 43% de share, 8 fábricas, 62 marcas domésticas e 18 importadas, incluindo a licença de produção e distribuição da Budweiser, cerveja líder mundial, da Anheuser-Busch. Segundo relatório do JPMorgan, sua margem de EBTIDA é maior que a média do setor na América do Norte.

A atratividade da Labatt se dá por diversos motivos. Além de consistir efetivamente a AmBev presente nas 3 Américas, fazendo jus a seu nome, existe um mercado muito atrativo, com um consumo per capita baixo e com potencial para um aumento de preços. Historicamente, o mercado de cerveja no Canadá vem crescendo constantemente segundo o Euromonitor, e as projeções são positivas, da ordem de 2,2% para os próximos 5 anos. Este crescimento ocorre justamente no segmento que a AmBev deseja explorar, o *superpremium* e as cervejas importadas (produtos de alta margem), vislumbrando uma boa oportunidade para a nova marca mundial Brahma.

As sinergias operacionais, como redução de custos, impostos e despesas são muito grandes, além de compras, maior eficiência de produção, economias administrativas e logísticas. O licenciamento de marcas sem a necessidade de pagamento de *royalties* também é captado como sinergia operacional, que totalizam US\$ 190 Milhões por ano, cerca de US\$ 1,180 Milhões em valor presente.

As sinergias financeiras são fantásticas. Com a incorporação da Labatt, a AmBev passa a ter grande parte de sua receita em moeda forte, reduzindo o risco cambial de suas operações na América Latina, com moedas mais frágeis e instáveis. Além disso, a empresa não fica totalmente atrelada ao risco país, sendo mais um aspecto de diversificação do risco. A AmBev pode usar a Labatt como veículo de alavancagem caso ocorra algum problema na América do Sul, além de reduzir seu custo de capital. Outra vantagem é o aumento do patrimônio líquido da empresa, podendo pagar juros sobre o capital próprio mais elevados. As vantagens financeiras, avaliadas em cerca de US\$ 798 Milhões, somadas às operacionais, chegam à cifra de quase US\$ 2 Bilhões em valor presente em sinergias a serem captadas.

Com a incorporação, a Labatt responderá por quase 10% do volume da AmBev, e juntas serão a segunda maior empresa das Américas, em volume e EBTIDA, atrás da Anheuser-Busch, fabricante das duas cervejas líderes mundiais, Budweiser e Bud Light. A marca em seguida é a Skol, da AmBev, com a Brahma em nono e a Antarctica em décimo - nono.

A AmBev salta do sexto para o terceiro lugar em lucratividade medida pelo EBTIDA, ficando atrás mais uma vez da Anheuser-Busch e da *South African Breweries - Miller* (SAB Miller), sendo a Labatt responsável por cerca de 31% desta margem.

b. A questão dos minoritários

A questão da aquisição da Labatt foi polêmica entre a mídia e os acionistas minoritários. A emissão de 11,4 bilhões de ações preferenciais acabou diluindo a participação relativa dos minoritários na AmBev. Na Assembléia Geral de 27 de agosto de 2004, houve 11% dos votos contra a transação, constituídos totalmente por acionistas minoritários, entre eles a Previ, questionando principalmente o preço do negócio, e o *Bank of New York*, além de seis outros fundos internacionais.

Resumidamente, o que o corre foi que o prêmio pago aos controladores, dividendos aos acionistas da BRACO e da FAHZ aumentado de 27,5% para 35% do lucro líquido ajustado na primeira AGE a ser celebrada, não foi distribuído aos acionistas, que acabaram tendo sua participação diluída com a emissão de ações como meio de pagamento pela Labatt. Esta notícia fez com que depois da alta inicial dos papéis preferenciais da AmBev, houvesse uma queda de mais de 30% destes. Apesar dos gastos efetuados pela AmBev para a recompra de ações, os que ainda permanecem com o papel observam um valor inferior ao anúncio do acordo, com perdas em dólar de aproximadamente 20%, enquanto os detentores de ações ON tiveram um ganho de 42%.

Na Interbrew não houve alarde, pois os minoritários possuem 26% das ações, impedindo qualquer ação de troca de controle, que exige no mínimo 75% das ações. Dessa maneira, os acionistas preferenciais acabam tendo os mesmos direitos que os ordinários. As ações da Interbrew, desde o anúncio da parceria, sofreram alta de 8%.

III. Oferta pública de aquisição das ações ordinárias.

Em seguida, conforme a lei brasileira exige, foi iniciado pela InBev uma oferta pública para a aquisição das ações ordinárias ainda restantes no mercado, em até 30 dias depois da conclusão da transação, supervisionado pela CVM. É exigido também, pela regra do *tag-along*, que seja oferecido nesta oferta pública, um preço correspondente a 80% do preço oferecido aos controladores da BRACO na data da troca das ações.

Outra questão dos minoritários, além da diluição de capital, reside também no problema do *tag-along* não ser oferecida aos acionistas preferenciais, que acabam não recebendo nenhum prêmio proveniente da troca de controle, diferente dos acionistas detentores de ações ordinárias.

9. Perspectivas

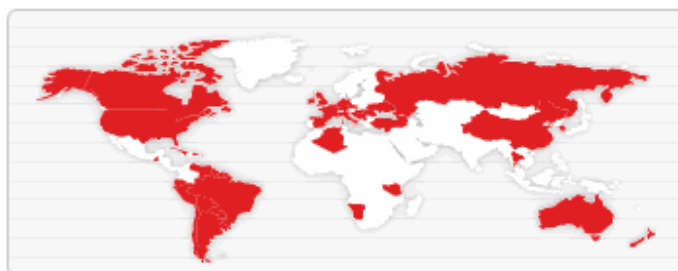
Com uma fatia de cerca de 14% do mercado de cerveja mundial, a InBev, hoje a maior cervejaria do mundo em termos de volume produzido, continua a expandir seus mercados. Atuando agora com mais voracidade no mercado asiático, já presente na China e na Coréia do Sul, a InBev tenta cada vez mais não só aumentar sua participação nos mercados existentes como também desenvolver os mercados considerados ainda “imatuross”, como representados pela Guatemala, o Equador e a China para a AmBev, além do desenvolvimento de segmentos específicos, como o *superpremium* no Brasil e a conquista de maior share no mercado de cervejas importadas pelos EUA, país sede da Anheuser-Busch, atualmente a cervejaria mais lucrativa do mundo, meta que a InBev definiu a ser batida nos próximos 5 anos, elevando sua margem de 25% para 30%, superando a margem da Anheuser-Busch dos atuais 28%.

O desenvolvimento destes mercados não é por acaso, já que o segmento *superpremium* é o que traz as mais altas margens para a companhia, bem maiores do que as do portfolio *mainstream*.

A AmBev passa a representar para a InBev 33% das vendas, 42% do EBTIDA e 51% de seu lucro operacional. A questão de alinhamento de interesses se dá pela divisão igualitária do Comitê de Convergência, com o mesmo número de conselheiros e membros de cada uma das empresas. Além disto, os executivos principais das companhias detêm cerca de 8% de todo o capital preferencial da AmBev.

A InBev acredita que a transação posiciona a nova empresa em uma posição de aliança global que a torna líder absoluta e incontestável na indústria, tendo uma melhor posição do que qualquer um de seus competidores do mercado de cerveja. A figura 6 ilustra todos os mercados onde a InBev está presente, seja por meio de instalações próprias ou licenciamentos.

Figura 6 – Presença Global da InBev.



Além disso, também quer agregar cada vez mais valor a seus acionistas, superando o patamar da empresa *South American Breweries - Miller* (SAB Miller), hoje líder em rentabilidade no setor de cervejas no mercado de ações. Nos últimos anos a Interbrew vinha obtendo o melhor crescimento de lucro por ação da indústria de cerveja, com uma rentabilidade de 24,6%.

Dessa maneira podemos esperar cada vez mais aquisições e projetos cada vez mais agressivos em termos de metas de *market-share* e rentabilidade. Desde a compra da Labatt, a Interbrew já havia desembolsado cerca de US\$ 15 bilhões em 45 operações de F&A e *joint ventures*.

10. Conclusão

As operações de associações entre as empresas, sejam elas fusões, aquisições ou incorporações, hostis ou não, acontecem atualmente não apenas como oportunidades de melhores negócios, como busca de economias de escala, redução do custo de capital ou expansão de mercado, mas acabam por ser também uma estratégia para sobrevivência, tanto das empresas que adquirem quanto para as empresas que são adquiridas, que se permanecessem sozinhas, na conseguiriam sobreviver em mercados cada vez mais complexos, com os impactos da globalização atuando em todas as frentes, seja na forma e preço como os insumos são comprados, mas também em seus clientes e consumidores.

Vimos que uma empresa pode ter muito sucesso a partir de diversas operações neste sentido, buscando adaptar-se cada vez mais à nova realidade de um mercado que caminha para ser literalmente global, existindo realmente esta perspectiva bem palpável, além de meros planos de expansão. Cinco anos após sua criação, a AmBev hoje, depois de diversas fusões e incorporações, hoje é *benchmark* mundial no setor de bebidas, não só em estilo de gestão, como também em lucratividade. Tal excelência levou ao interesse de uma outra empresa de porte semelhante a aceitar se associar com a AmBev, criando imediatamente a maior cervejaria do mundo em volume produzido, com sinergias anuais de aproximadamente US\$ 200 Milhões a serem capturadas. Como parte do processo, a AmBev incorpora a canadense Labatt, um ex-subsidiária de sua controladora, com impressionantes sinergias em valor presente da ordem de US\$ 2 bilhões, conquistando todas as Américas com parcelas de mercado quase sempre dominantes e uma lucratividade bastante satisfatória, a ser sempre melhorada, devido ao vislumbre de expansão dos mercados mais rentáveis, além do amadurecimento do segmento premium, que abrange a maior parte dos consumidores.

As decisões empresarias envolvendo operações de F&A não devem estar limitadas apenas a quais empresas adquirir, ou a que preço. Deve ser elaborado todo um plano de estratégias, para que a operação possa ser concluída com eficiência e rapidez. É fundamental também que a motivação da operação não seja por uma oportunidade de “aquisição a bom preço” ou aumento do poder financeiro da empresa, o que são boas conseqüências, mas não

devem ser colocadas como razões para o negócio em si, pois operações deste tipo exigem profunda integração das empresas, mesmo que sejam feitas associações “mais fracas”, como uma *joint ventures* ou um conglomerado, onde não há relação intrínseca entre os negócios das empresas.

A análise do caso de extraordinário sucesso da AmBev é apenas um de muitos casos que ocorrem com frequência, mas que se destaca por saltar aos olhos por diversos fatores de sucesso atrativos, além de tamanha agressividade e excelência de gestão, atraindo constantemente a atenção da mídia e de interesse de investidores. Ocorrem anualmente diversas de outras operações nos mais diversos setores, envolvendo fusões horizontais, verticais, cisões e a realização de *joint-ventures*.

É muito importante frisar que os impactos das operações desta natureza não têm apenas impacto nas empresas, mas também existem impactos na sociedade, como algumas vezes ocorre problemas sociais, muito além da adaptação de cultura, podem ocorrer muitas demissões e reestruturações que levem ao desemprego.

As operações de F&A aparecem como opção de crescimento, de “comprar ao invés de criar”, podendo oferecer não somente atrativos relativos a preços e tempo de investimento, mas também expandindo o leque de negócios das empresas em vários horizontes, oferecendo cada vez mais vantagens para as empresas que têm o pioneirismo para se arriscar a formar estruturas com poder de competitividade global.

11. Referencias Bibliográficas

- Ernst & Young. Mergers & acquisitions. 2nd. ed. - New York: Wiley c1994. 336p. ISBN 0471578185 (enc.)
- Robers, Philip D.. Postmerger Integration, 1994. In: Ernst & Young. Mergers & acquisitions. 2nd. ed. - New York: Wiley c1994. 336p. ISBN 0471578185 (enc.)
- Senn, Larry E.. Culture, 1994. In: Ernst & Young. Mergers & acquisitions. 2nd. ed. - New York: Wiley c1994. 336p. ISBN 0471578185 (enc.)
- WESTON, J. Fred (John Fred),; CHUNG, Kwang S.; HOAG, Susan. Mergers, restructuring, and corporate control. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice-Hall, c1990. 762p. ISBN 0135771722 : (enc.)
- BARROS, Betania Tanure de. Fusões, aquisições e parcerias. São Paulo: Atlas, 2001. 185 p. ISBN 8522429545
- Dupas, Gilberto. O Brasil, suas empresas e os desafios da competição global. 2001. In : BARROS, Betania Tanure de. Fusões, aquisições e parcerias. São Paulo: Atlas, 2001. 185 p. ISBN 8522429545
- Héau, Dominique. Mania de Fusões. 2001. In: BARROS, Betania Tanure de. Fusões, aquisições e parcerias. São Paulo: Atlas, 2001. 185 p. ISBN 8522429545
- Rosseti, Paschoal. Fusões e Aquisições no Brasil: as razões e os impactos. 2001. In: BARROS, Betania Tanure de. Fusões, aquisições e parcerias. São Paulo: Atlas, 2001. 185 p. ISBN 8522429545
- Bernhardt III, Richmond G.. The Aquisition Process: A Program for Success, 1994. In: Ernst & Young. Mergers & acquisitions. 2nd. ed. - New York: Wiley c1994. 336p. ISBN 0471578185 (enc.)
- Willie, Ricardo – Mercado de cerveja no Brasil: um Estudo Econométrico, Dissertação de Mestrado, Dezembro de 2001.
- GITMAN, Lawrence J.,. Princípios de administração financeira. 7.ed. São Paulo: HARBRA, c1997. 841p. ISBN 8529400607 (broch.)

- BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. Financial management: theory and practice. 9th ed. Fort Worth: Dryden Press, c1999. 1087, 82 p. ISBN 0030243998

- RASMUSSEN, U. W. Holdings e joint ventures: uma análise transacional de consolidações e fusões empresariais. São Paulo: Aduaneiras, 1988. 172p

- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração financeira: corporate finance. 2.ed. Sao Paulo: Atlas, 2002. 776p. ISBN 8522429421

- CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) – www.cade.gov.br

- SEAE (Secretaria de Acompanhamento Econômico) www.fazenda.gov/seae

-SDE (Secretaria de Direito Econômico)

- SINDICERV – Sindicato Nacional da Indústria da Cerveja – www.sindicerv.com.br

- KPMG Corporate Finance

- AmBev e AmBev RI (Relações com Investidores) www.ambev.com.br , www.ambev.com.br/investidores

- InBev www.inbev.com