

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES E AQUISIÇÕES NA DÉCADA DE 90.

Diogo Rodrigues da Silva

No. De matrícula 9915436

Orientador: José Henrique Tinoco

Junho 2003

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES E AQUISIÇÕES NA DÉCADA DE 90.

Diogo Rodrigues da Silva

No. De matrícula 9915436

Orientador: José Henrique Tinoco

“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”.

Junho de 2003

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

Agradeço a Fernanda do Nascimento Facury, Mariana Rodrigues da Silva e ao professor José Henrique Tinoco pela atenção disponibilizada durante a composição do presente trabalho.

Índice

I – Introdução.....	6
II – Globalização e seus Impactos.....	7
III – Conceito de Fusões e Aquisições.....	10
IV – Estratégias de Internacionalização.....	13
V – Motivo das Fusões e Aquisições.....	18
VI – Pontos de Análise para Fusões de Empresas.....	21
VII – Determinação do Valor da Empresa.....	23
VIII - Alternativas de Troca de Controle no Brasil.....	26
IX - Fusões e Aquisições no Brasil.....	28
X - Barreiras às Fusões e Aquisições.....	32
XI - F&A no Mundo - Um Breve Balanço do Final da Década.....	34
XII - O Caso AMBEV.....	35
XIII - Fusões e Aquisições e Empregos.....	40
XIV - Conclusão.....	42
XV - Bibliografia.....	43

Índice de Figuras

Figura 1

Número de Fusões e Aquisições no Brasil Fonte: Securities Data Company.....	28
--	----

Figura 2

Volume de Fusões e Aquisições no Brasil Fonte: Securities Data Company.....	29
--	----

Figura 3

Empresas por Setores Fonte: KPMG.....	29
--	----

Figura 4

Evolução de operações de F&A nos anos 90 Fonte: Ferraz & Iooty (2000).....	31
---	----

Figura 5

As maiores cervejarias do mundo Fonte: Central de Cases ESPM / EXAME.....	36
--	----

Figura 6

Participação no mercado de Cervejas e Refrigerante (1999) Fonte: Nielsen.....	38
--	----

Figura 7

Decisão do CADE

I – INTRODUÇÃO

Diante do processo da globalização econômica, as empresas brasileiras se viram obrigadas a iniciar um processo de Fusões e Aquisições para se tornarem mais competitivas superando assim o cenário de com concorrência mundial. Este processo tem forte evidência no Brasil na década de 90, onde empresas de grande porte se uniram para superar a concorrência externa e se firmarem de vez no mercado nacional. Nesta década verificamos que há um caráter distinto dos observados nas décadas precedentes em função da sua intensidade, da maior magnitude dos valores envolvidos (negócios superiores a 15 milhões) e da concentração em setores intensivos em informação, comunicação e serviços financeiros. Desde 1995 o Brasil ocupa o primeiro lugar na América Latina em número de operações deste tipo.

A estratégia de fusão das empresas visando se expandir no exterior se justifica por uma maior qualidade e produtividade que elas adquirem. Outros fatores positivos como: redução dos riscos inerentes ao investimento, melhor focalização, modernização de parques industriais, ganhos de sinergia e conseqüentemente um maior rendimento, também são gerados por fusões e aquisições. Os mercados consumidores, diante da centralização dos negócios em empresas, obtêm ganhos devido à redução dos preços em conseqüência da redução dos custos das empresas.

Este processo, entretanto, tem algumas conseqüências negativas, pois com a reestruturação das empresas vemos uma piora no desemprego e na desigualdade social. As incorporações também têm como conseqüência o enfraquecimento das economias periféricas e o fortalecimento das centrais, proporcionado pela remessa de royalties as matrizes das novas empresas.

Este trabalho tem como objetivo desenvolver o contexto e as características das fusões e aquisições bem como os seus impactos no campo social e econômico. Veremos que o estudo

deste processo é de extrema importância para entendermos a evolução da economia brasileira na década de 90 e na atualidade.

II - GLOBALIZAÇÃO E SEUS IMPACTOS

A modernização da comunicação criou um elo entre os diversos países. Não só as informações se difundem de uma maneira mais rápida como os meios de transporte têm se aprimorado cada vez mais, o que reduziu os custos de transação, ajudando a quebrar as barreiras geográficas nas operações financeiras, o que gera um grau de integração e internacionalização mundial sem precedentes. Tais fatores permitiram a interligação dos mercados financeiros em tempo real e a descentralização das atividades produtivas das firmas, potencializando suas capacidades de diversificação, expansão e geração de vantagens competitivas.

Dessa forma, imensos conglomerados financeiros - combinando atividades bancárias, gerenciais, mercadológicas e tecnológicas - adotaram estratégias globais de concorrência na sua atuação empresarial.

Com o processo de abertura dos mercados, as oportunidades de negócios passaram a ser mais intensas e rápidas, os consumidores mais exigentes e a concorrência mais acirrada. Em decorrência da globalização as empresas pertencentes a países com problemas econômicos, fragilizaram-se. Com uma forte concorrência em preços e qualidade dos bens e serviços, aliada a uma falta de visão dos executivos, que mantinham um parque industrial envelhecido e o capital de giro aplicado em especulação financeira, fizeram com que essas empresas fossem adquiridas por grupos interessados na exploração do mercado.

Sob o enfoque econômico, a globalização tem transformado a vida das empresas na medida em que permite que a produção e a distribuição de bens de relativa homogeneidade possam ser feitas em maiores quantidades, levando a ganhos de economia de escala. As empresas passam, assim, a buscar um modelo de empresa global.

Surgiram dessa forma conglomerados empresariais para desafiar as novas normas de comércio internacional. Entretanto, as empresas que não se modernizaram não puderam enfrentar a forte concorrência de preço e qualidade e acabaram por perder seus mercados consumidores.

Essas megas organizações estrangeiras em países periféricos não dão chance de competição às empresas domésticas que ainda não possuem um parque industrial moderno que as possam colocar em um nível de competição. Esse processo de sobreposição aos produtos internos desses países causam impactos no campo econômico e social ao agravar o problema do desemprego e da distribuição de renda, já que essas empresas demandam mão-de-obra qualificada. As economias centrais se fortalecem em detrimento do enfraquecimento das periféricas como consequência da remessa de royalties as matrizes das novas empresas estrangeiras.

Para os consumidores este processo de globalização trouxe benefícios já que, com uma maior concorrência entre as empresas do mundo, os preços baixaram e a qualidade dos produtos aumentou. Além disso o serviço pós-venda ficou mais eficiente.

O advento da globalização da economia, pela primeira vez na história da humanidade, tornou o mundo um só mercado. Apesar de o protecionismo de mercados domésticos ainda existir em caráter restrito em certas regiões e países do mundo, cada dia mais as empresas se internacionalizam, deslocando-se para as mais longínquas regiões do globo terrestre. Neste cenário de globalização, as empresas buscam paulatinamente aumentar sua participação em mercados em que já atuam, além de ingressar em novos mercados. O ingresso em novos mercados visa, por um lado, obter economias de escala na produção e, por outro lado, aumentar a fatia de participação em mercados promissores, chamados de emergentes. A literatura geralmente descreve as seguintes estratégias de internacionalização: licenciamento, *joint-venture*, alianças estratégicas, investimento direto solo e fusões e aquisições internacionais

É muito comum encontrar-se referências de que o processo de globalização é um fenômeno diretamente ligado ao progresso da tecnologia de comunicações e de informática, assim como da mobilidade intercontinental do capital. Entretanto, o significado de globalização é muito mais complexo e dinâmico. Essa complexidade permite que se examine o tema abordando-o através de diversas dimensões, como por exemplo, a econômica, a política, a social, a legal e a cultural (Bauman, 1994). Zini e Arantes definem globalização como a ampliação das trocas entre os povos de diferentes países sob o instituto do capitalismo (Zini e Arantes, 1996). Ohman (apud Bauman, 1995) acredita que a chamada globalização é apenas uma nova etapa de um processo maior de internacionalização da vida econômica, social, política e cultural dos povos.

Dentro deste enfoque, podemos entender a globalização como um estágio mais avançado do processo histórico de internacionalização que se caracteriza por diversos aspectos:

A) Forte aceleração da mudança tecnológica;

- B) Forte difusão de um novo padrão de organização da produção e da gestão;
- C) Fenômeno da concentração dos mercados dentro de blocos regionais;
- D) Notável intensificação dos investimentos diretos no exterior pelos bancos e dos investimentos transnacionais pelos chamados países centrais.

- Globalização de Mercados:

A globalização dos mercados refere-se à transformação de um sistema econômico em que os mercados domésticos são entidades distintas, isoladas umas das outras por barreiras alfandegárias, distância geográfica, tempo e cultura, para um outro sistema em que os mercados domésticos estão se fundindo em um único mercado global.

De acordo com esta visão, os gostos e preferências dos consumidores em diferentes países estão convergindo para um padrão global. Em algumas indústrias, já não se pode falar em um mercado doméstico, mas em um mercado global. As marcas Coca-Cola, Levi's, Sony e MacDonalds, em suas respectivas atividades, são exemplos dessa tendência (Hill, 1991).

- Globalização de Produção

A globalização de produção refere-se à tendência que tem sido observada de um aumento do número de empresas que estão transferindo parte de sua produção para várias localidades ao redor do globo terrestre. Estas transferências visam aproveitar as diferenças entre os países em termos de custos e qualidade dos fatores de produção como trabalho, energia, terra e capital.

Como conseqüência, já não podemos falar em produtos oriundos de uma nacionalidade estrita. Ao invés disto, estamos consumindo hoje *global products*. É importante ressaltar que a globalização da produção não é um fenômeno que ocorre apenas com as grandes corporações. Pequenas e médias empresas também estão engajadas na produção global (Hill, 1991).

III - CONCEITO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Fusão, sob a ótica financeira, ocorrem *strictu sensu* quando duas ou mais empresas são combinadas resultando em uma empresa que mantém a identidade de uma delas. A outra empresa desaparece sobre o aspecto jurídico, embora os ativos humanos e matérias com as quais tenha ingressado na fusão, agora sejam geridos pela outra empresa (Brealey e Myers, 1995). No enfoque dos autores de finança, existe outra definição chamada de Consolidação¹. Esta ocorre quando empresas são combinadas para formar uma inteiramente nova. Segundo Gitman (1988) a nova empresa formada normalmente absorve os ativos e os passivos das companhias, das quais é formada. As antigas companhias simplesmente deixam de existir. As fusões geralmente ocorrem quando as empresas combinadas são de uma mesma natureza. Em geral são efetivadas emitindo-se um certo número (ou fração) de ações da nova, em troca de cada ação da antiga companhia em poder dos seus acionistas. O número de ações emitidas para cada antiga pode diferir, dependendo de diferenças no tamanho das empresas que se fundem.

Aquisição é bastante parecido a uma fusão com a exceção de que quando uma ou mais empresas se incorporam, a empresa resultante mantém a identidade de uma das incorporadas. Elas ocorrem com a compra de um número significativo de ações pela empresa adquirente como forma de um investimento. As aquisições geralmente estão confinadas à combinação de duas empresas que são desiguais em tamanho, sendo costume manter a identidade da maior, incorporando-se os ativos e passivos da menor. A aquisição pode ser usada por uma grande empresa para obtenção quer dos ativos, quer das ações ordinárias de uma empresa menor. A empresa maior paga pela aquisição de outra em dinheiro ou em ação preferencial ou ordinária.

Há duas diferenças básicas entre fusões e aquisições: Uma delas é que, nas fusões cria-se uma nova companhia e nas aquisições uma das companhias combinadas continua existindo. A segunda é que, nas fusões, as ações ordinárias são trocadas por ações ordinárias enquanto que,

¹ A lei 6404/76 que rege as sociedades por ações no Brasil usa esta definição de Fusões.

nas aquisições, pode-se envolver troca de dinheiro, ações, debêntures ou títulos de dívida pelos ativos ou ação ordinária da outra parte interessada na combinação.

Como estas operações são bem similares, a maioria dos pesquisadores do assunto costumam tratá-las como operações de "fusões e aquisições" ou reestruturações corporativas. Este trabalho seguirá a mesma linha.

As formas mais importantes que o processo de fusão pode assumir são: a fusão horizontal, a fusão vertical e a fusão de conglomerados (Brealey e Myers, 1995).

Em uma fusão horizontal, as empresas atuam na mesma linha de negócios. As razões que normalmente explicam este tipo de fusão são as economias de escala e a redução de custos. Um exemplo deste tipo de estratégia nos Estados Unidos foi a fusão entre a Chrysler e a American Motors².

A fusão vertical caracteriza-se quando as empresas que se fundem estão em etapas diferentes de determinado processo de produção. A fusão de uma empresa fabricante de massas alimentícias e um moinho de trigo configura-se em um exemplo de fusão vertical. A compra da Pão Americano S.A. pelo grupo Bunge & Born argentino é um exemplo de fusão vertical. O objetivo neste caso é diminuir custos de transação externos devido a imperfeições de mercado assim como buscar economias de escala através de operações integradas e sistêmicas, como planejamento de estoques e de produção, transporte etc.

A fusão por conglomerados é a combinação de empresas em negócios não relacionados. A fusão da RJR com a Nabisco pode ser citado como um exemplo de fusão por conglomerados.

Existem alguns tipos de fusões, entre elas pode-se citar as fusões entre fracas. Nesta parceria companhias financeiramente frágeis se juntam com objetivo de adquirirem uma melhor posição frente ao mercado, muitas das vezes as dificuldades aumentam e esta parceria acaba fracassando.

As fusões de apoio e suporte são aquelas em que uma empresa fraca se associa a uma outra mais forte visando melhorar suas capacidades. A maior empresa nem sempre está disposta a passar seus conhecimentos para a mais fraca neste tipo de aliança, já que esta tem menor poder nas negociações.

Quando concorrentes diretos decidem se juntar, chamamos esta fusão de colisão entre concorrentes. Dentro desta aliança os empresários têm como objetivo obter sinergia em curto prazo e ganhar uma maior fatia do mercado. Entretanto se os sócios visam expandir sua atuação em um mesmo setor na mesma área geográfica o conflito entre eles se torna evidente.

No caso de vendas disfarçadas uma empresa frágil se une a uma mais forte que na maioria das vezes é ou se tornará sua concorrente direta. Neste caso as empresas mais fracas devem ter

² Ambas do setor automobilístico. Hoje a Mercedes adquiriu a Chrysler.

em mente que com o passar do tempo seu poder de barganha será cada vez menor e, portanto, devem desde já procurar saídas que possam preservar um valor justo no futuro.

Fusões entre iguais que se complementam englobam apenas empresas fortes. A maior característica deste tipo de fusão é que ambos os parceiros não mantêm um intuito de administrar ou comprar o negócio do outro.

Evoluções para uma venda acontecem quando existem dois sócios fortes e compatíveis. Com o passar do tempo tensões competitivas podem se desenvolver, e o resultado disso é a venda de uma das partes para o outro.

IV - ESTRATÉGIAS DE INTERNACIONALIZAÇÃO

Veremos agora estratégias de internacionalização usadas pelas empresas como forma de ingresso em novos mercados, especialmente as fusões e aquisições. As principais estratégias de internacionalização são: o investimento solo, a aquisição internacional, a fusão internacional, a formação de *joint-ventures* internacionais e as alianças estratégicas para cooperação internacional.

IV.1 Investimento Solo Internacional

O investimento direto solo é a transferência de conhecimentos e habilidades de uma organização para um país estrangeiro por meio de um investimento direto e sem a ajuda de parceiros. Quando a empresa escolhe esta estratégia, ela geralmente funda uma subsidiária no país em que quer ingressar, normalmente enviando um indivíduo ou um pequeno grupo de indivíduos para implantar o negócio. Este grupo contrata pessoas de origem local e gradualmente estabelece e desenvolve o negócio. Esta forma de internacionalização é normalmente a mais lenta. Os riscos de insucesso são altos quando os fundadores da subsidiária não conhecem bem o mercado e o ambiente econômico, político e cultural do país em que estão ingressando.

Portanto, ao escolher a forma de ingresso, fatores como diferenças de ambiente político, econômico e cultural entre o país de origem da empresa, ou os países em que ela já possui experiência, e o novo mercado em que ela quer atuar devem ser cuidadosamente considerados.

Mesmo que sempre exista a possibilidade de escolher empregados provenientes da população local, buscando os mais apropriados a se adaptarem a cultura da empresa, nem sempre é possível garantir que choques culturais entre estes funcionários e a empresa não ocorram. Além dos choques culturais, o conhecimento adequado do ambiente é vital para que as decisões empresariais possam ser adequadamente tomadas, evitando-se erros de avaliação empresarial tão comuns nos dias de hoje.

Na estratégia de investimento direto solo, normalmente, a cultura da subsidiária fundada será a combinação de elementos domésticos (valores culturais dos empregados) e de elementos corporativos (valores empresariais).

As empresas interessadas em efetuar investimento direto solo devem possuir, segundo a literatura, as seguintes qualidades (Hill,1991):

- 1) Alta capacidade de explorar suas vantagens competitivas;
- 2) Alta capacidade de adaptação aos mercados locais;
- 3) Alto grau de conhecimento do mercado em que atuam;
- 4) Alto grau de controle dos custos de produtos e da qualidade;
- 5) Alto grau de controle das atividades de marketing;
- 6) Alto potencial absoluto de vendas.

As desvantagens em se escolher o investimento direto solo são:

- 1) Alto risco econômico e político;
- 2) Alto grau de comprometimento de recursos financeiros e de pessoal;
- 3) Alto grau de conhecimento do mercado estrangeiro requerido.

IV.2 Aquisição Internacional

Outra forma de investimento direto pode ser uma aquisição internacional. Neste caso também ocorre uma transferência de conhecimentos e habilidades de uma organização para outra de outro país. A aquisição de uma empresa local é uma estratégia para internacionalização de empresa muito utilizada. O conhecimento de mercado e o conhecimento do ambiente político, econômico e cultural por parte da empresa adquirida tende a diminuir o risco da empresa adquirente. Por outro lado, embora as aquisições no exterior sejam a forma mais rápida de expansão internacional, o risco de choques culturais entre a empresa adquirida e a empresa adquirente é muito grande.

Para administrar este risco o importante é tratar a empresa adquirida como um ativo em uma carteira de investimento, deixando a administração local continuar a gerir a subsidiária. Entretanto, embora a manutenção da administração local possa trazer diminuição do risco cultural, a intenção da empresa adquirente muitas vezes é o de gerir com seu próprio pessoal a nova empresa adquirida. As empresas interessadas em efetuar aquisições internacionais também devem possuir as qualidades requeridas para empresas que pretendem montar sua operação sozinhas (Hill,1991):

- 1) Alta capacidade de explorar as vantagens competitivas;

- 2) Alta capacidade de adaptação aos mercados locais;
- 3) Alto grau de conhecimento do mercado ganho;
- 4) Alto grau de controle dos custos de produtos e da qualidade;
- 5) Alto grau de controle das atividades de marketing;
- 6) Alto potencial absoluto de vendas.

As desvantagens em se escolher a aquisição internacional como estratégia de entrada são:

- 1) Alto risco econômico e político;
- 2) Alto grau de comprometimento de recursos financeiros e de pessoal;
- 3) Alto grau de conhecimento do mercado estrangeiro requerido.

IV.3 Fusão Internacional

Uma fusão com uma outra empresa também é uma forma de investimento internacional. Estas guardam certa semelhança com a estratégia de aquisição internacional. Uma importante diferença é que a dimensão das empresas envolvidas neste processo de fusão, normalmente é equivalente. Além disso as empresas originais desaparecem dando lugar a uma nova empresa que agrupa os ativos materiais e humanos das empresas anteriores. A literatura reporta um grau muito grande de insucessos quando a empresa resultante da fusão é gerida por apenas uma das partes anteriores. Normalmente, o corpo diretivo das duas empresas antigas deve participar da gestão da nova empresa resultante desse processo de fusão. A literatura reporta que as taxas de sucesso em fusões internacionais são pequenas não superando 25% (Grunberg, 1994).

No caso das fusões internacionais, ocorre também uma transferência de conhecimentos e habilidades de uma organização para outra de outro país, embora ocorra em contrapartida um aprendizado mútuo de outras técnicas e conhecimentos importantes.

As empresas interessadas em efetuar fusões internacionais devem buscar outras empresas com as quais possam fundir-se (Hill, 1991):

Esta forma de entrada apresenta algumas vantagens:

- 1) Alta capacidade de explorar as vantagens competitivas;
- 2) Alta capacidade de adaptação aos mercados locais;
- 3) Alto grau de conhecimento do mercado ganho;
- 4) Alto grau de controle dos custos de produtos e da qualidade;
- 5) Alto grau de controle das atividades de marketing;
- 6) Alto potencial absoluto de vendas.

As desvantagens em se escolher as fusões internacionais são:

- 1) Alto risco econômico e político;
- 2) Alto grau de comprometimento de recursos financeiros e de pessoal.

IV.4 - *Joint-Ventures* Internacionais

É uma sociedade entre duas empresas, uma local e outra estrangeira, freqüentemente estabelecendo uma nova entidade jurídica autônoma separada das duas anteriores que continuam a operar em seus respectivos países. Ocorre neste caso a criação de uma nova empresa, com vida jurídica própria.

Uma joint-venture pode ser totalmente montada a partir do nada em um país, ou ainda pode ser baseada em ativos que uma das empresas porventura tenha em um dado país. Neste caso ocorre também uma transferência de cultura de uma das empresas que participam da joint-venture para a nova empresa.

As *joint-ventures* apresentam um risco cultural menor que a das fusões e aquisições internacionais, pois as empresas decidem através de acordos com que ativos elas desejam ingressar para a formação da nova empresa. A literatura tem constatado que as joint-ventures administradas por uma das partes têm mais chances de sucesso que aquelas que repartem a administração.

Algumas vantagens da *Joint-Venture* como modo de entrada são (Hill, 1991):

- 1) Alta capacidade de superar barreiras de entrada;
- 2) Baixo risco político e econômico;
- 3) Alta capacidade de adaptação ao mercado local;
- 4) Baixo conhecimento do mercado externo requerido;
- 5) Alto conhecimento do mercado estrangeiro ganho;
- 6) Alto grau de controle das atividades de marketing;
- 7) Alto potencial absoluto de vendas.

Como desvantagens podemos citar:

- 1) Alto nível de investimento de recursos financeiros e de pessoal requerido;
- 2) Alto potencial para criar competidores.

IV.5 - Alianças Estratégicas

Embora a definição de aliança estratégica não seja uniforme podemos dizer que se trata de um acordo por meio do qual duas ou mais empresas ou organizações passam a trabalhar juntas formal ou informalmente, combinando seus recursos e técnicas de forma a obter ganhos de inovação, produtividade e eficiência visando a conquista de novos nichos de mercado. Estes acordos de cooperação parcial que as empresas podem formar para melhorar seu desempenho em mercados internacionais representam a forma mais prudente de internacionalização. Sem montar uma nova empresa, as partes concordam em colaborar em produtos específicos e em mercados para mútuos benefícios. Como os riscos são limitados ao projeto em questão, esta é uma maneira segura para aprender uns com os outros.

Vantagens das alianças estratégicas (Hill,1991):

- 1) Rápida preparação para entrar em um novo mercado;
- 2) Traz incorporado linhas de produtos complementares;
- 3) Proporciona à companhia estrangeira, produtos com credibilidade instantânea no novo mercado quando combinado com os produtos das empresas domésticas;
- 4) Proporciona novos mercados e informações para ambas as partes;
- 5) Expansão de pesquisa e desenvolvimento disponível e de recursos de marketing;
- 6) Reduz riscos econômicos e políticos³.

³ Texto Alberto Sanyuan Suen e Hebert Kimura - FEA/USP

V - MOTIVOS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

O maior objetivo dessas negociações é a busca de uma maior rentabilidade diante da realidade econômica. A economia internacional passou por diversas transformações sociais e econômicas na última década gerando necessidades de reestruturação nas empresas que visavam sua permanência no mercado. A principal transformação é a liberalização dos mercados por meio da redução das barreiras ao fluxo de bens, serviços e capitais bem como as inovações tecnológicas. As fusões têm tido grande participação e importância nesse processo de reestruturação. A evolução de uma taxa de 42% e um volume de transações equivalente a US\$3.4 trilhões entre 1979 e 1999 podem indicar estas negociações como uma saída para sobreviver a estas transformações.

Nesse contexto as fusões e aquisições visam melhorar a atuação das empresas diante do novo cenário econômico de acirrada concorrência empresarial, buscando penetração em mercados cujas barreiras foram diluídas, oportunidades de investimentos, reposicionamento na esfera global, redução de custos, economias de escala, sinergias e ganhos de natureza financeira.

Gitman (1988) observou que as companhias que desejam crescimento rápido podem julgar que alguma forma de combinação atenderá a este objetivo. Se uma empresa que deseja expandir suas operações nas áreas de produtos existentes, ou possivelmente de novos produtos, puder encontrar um sócio adequado à combinação, poderá evitar muito dos riscos que correria ao tentar atingir o mesmo objetivo através do crescimento interno. Os riscos associados ao planejamento, elaboração e venda de novos produtos são eliminados se a empresa puder adquirir uma outra em plena atividade, além de remover um concorrente potencial do mercado.

Fusões e aquisições podem gerar crescimentos horizontais, quando se combinam empresas do mesmo ramo de negócio, crescimentos verticais, quando uma empresa adquire fornecedores de suas matérias primas ou compradores de seus produtos acabados, e crescimentos conglomerados onde há combinação de empresas em negócios desvinculados.

Com as fusões as empresas podem contar um maior ativo de produção. Seus parques industriais passam a contar com novas tecnologias à medida que as informações de eficiência são compartilhadas entre elas. Essa modernização demanda uma mão-de-obra mais qualificada e dessa forma os trabalhadores passam por uma reciclagem através de cursos especializados em suas áreas de atuação, tornando a mão-de-obra brasileira mais qualificada.

Como sempre inovações geram reduções de custos e portanto a otimização dos recursos utilizados na produção possibilitando uma redução dos preços a qual viabiliza a competição da companhia em um mercado internacional. A qualidade vem como consequência imediata desse processo de modernização industrial e de especialização técnica dos trabalhadores impulsionando ainda mais as empresas a competir no exterior com produtos melhores que se alinham às exigências dos consumidores internacionais.

Segundo Ross (1995), as fusões e aquisições são formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, aumentando, dessa maneira, a eficiência da economia como um todo. As sinergias decorrentes das fusões se devem a economias de escalas resultantes da redução do custo indireto da empresa, conseqüentemente, elevando o seu lucro a um nível superior a soma de seus lucros como empresas independentes.

Com um parque industrial moderno, mão-de-obra qualificada e um ganho de sinergia pode-se gerar uma maior produtividade, adicionando isto a uma melhor qualidade, um aumento da oferta de produtos e do volume de vendas no mercado é uma consequência esperada.

Quando há aquisição de uma nova empresa as áreas geográficas de atuação das vendas (pontos de distribuição) são adquiridas. Com esta maior área de atuação, as empresas aumentam sua carteira de clientes. Se a empresa tem prestígio no mercado mas não tinha estrutura para se modernizar e enfrentar a concorrência, esta aquisição tem como objetivo a exploração de sua posição no mercado.

Com as fusões os clientes podem ser melhores atendidos pela formação de gigantes setorializados pois as empresas se especializam em determinadas áreas melhorando a qualidade do produto e o preço.

Juntas as empresas possuem um maior capital em ativos (maior caixa) e podem obter fundos com maior facilidade através de um maior poder de empréstimo. Um outro fator financeiro seria a questão fiscal, pois uma empresa com prejuízo fiscal compensável em períodos subsequentes, poderia adquirir uma empresa lucrativa, a fim de utilizar a dedução do prejuízo, e obter um melhor planejamento fiscal e tributário.

A união de duas empresas pode proporcionar aos proprietários maior liquidez devido à maior negociabilidade associada às ações de empresas maiores. Todos esses fatores contribuem para uma valorização da empresa.

Fusões também acontecem como forma de arbitragem. Em algumas ocasiões uma empresa é adquirida e vendida em curto prazo gerando ganho para a controladora, entre o preço de compra e o preço de venda. Nesta situação existem duas hipóteses: adquirida com resultado ruim, e é vendida após reestruturação, com resultado bom; ou é aquela que, após ser adquirida, é vendida em partes por um valor superior.

VI - PONTOS DE ANÁLISES PARA FUSÕES DE EMPRESAS

Em uma negociação de fusão e aquisição é preciso levar em conta algumas variáveis financeiras relevantes para diminuir as chances de fracasso e atingir os objetivos da operação.

Deve-se estudar os efeitos que uma fusão pode causar sobre o LPA (lucro por ação) com o intuito de reduzir a sua variabilidade e buscar crescimentos em longo prazo de modo a elevar o preço de mercado nas ações da empresa.

É importante considerar os dividendos por ação a serem pagos após as negociações. Os dividendos antes da fusão devem ser mantidos para estabilizar o preço de mercado das ações da empresa.

Ao escolher um sócio apropriado para fusão ou uma companhia para aquisição tenta-se analisar as possibilidades de maximização de preço de mercado das ações pois somente se o preço destas forem elevados em longo prazo é que os objetivos da operação foram atingidos.

Se a aquisição tem como objetivo levantar fundos o valor pago pelas ações da empresa a ser adquirida deve-se basear nos seus balanços, enfatizando os valores de livro da empresa já que essas empresas estão sendo adquiridas não pelo seu potencial de lucro, mas pelo seu montante de ativos.

O processo de avaliação também leva em consideração a alavancagem financeira que uma fusão ou aquisição pode resultar pois os investidores determinam o valor da ação descontando os dividendos futuros a uma taxa dependente do risco da empresa. Se esta se alavancar mais os dividendos serão descontados a uma taxa mais elevada pelos investidores. O efeito líquido será uma redução no valor das ações dos proprietários, caso não se espere que os lucros cresçam suficientemente para contrabalançar o maior risco.

A diferença entre ativo e passivo, ou seja, patrimônio líquido, mostra o valor contábil da empresa podendo gerar conclusões bastante relevantes para as negociações. Além de ativos

também se adquire capacidade de geração de caixa nestas operações. O lucro da empresa é sempre um referencial para se medir a capacidade de pagamento da empresa.

VII - DETERMINAÇÃO DO VALOR DA EMPRESA

1) Técnicas de Avaliação de Empresas Médias e Grandes

O Valor a ser pago, por uma empresa ou por um produto e serviço, varia em função de quem é o comprador, das informações que possui e do processo pelo qual é determinado o valor. O valor a ser pago por uma empresa pode mudar, dependendo das hipóteses feitas pelo comprador em potencial a respeito do desempenho esperado para ganhos futuros e o fluxo de caixa proveniente de uma aquisição - Ernest e Young (1992). Sendo assim um levantamento inicial de informação se faz necessário e a seqüência de dados a seguir fornece a base para a avaliação.

a) Produtos e Mercados

- Divisão de volume, margens por linha de produtos, como base para determinação do crescimento das vendas, (tanto de produtos existentes como novos)
- Necessidades e custos para Marketing e Vendas futuras.
- Tendências para preços, margens, futuras restrições e oportunidades.

b) Operações e Organização

- Componentes, atuais e esperados da estrutura de custos.
- Necessidades e custos das pessoas-chaves.
- Custos de mão-de-obra, necessidades esperadas e relacionamentos.

c) Finanças

- Necessidades de dispêndio de Capital.
- Necessidades de Capital de Giro e o impacto do crescimento.
- Custos que permanecem, crescem e declinam após a aquisição.
- Sinergias que podem reduzir custos.

d) Indústria e Concorrência.

- Ações dos concorrentes que podem afetar os preços ou a demanda.
- Tendências gerais da indústria que podem afetar receitas ou custos.

Embora perguntas específicas devam ser respondidas em cada segmento do processo de avaliação todas elas têm como um objetivo comum de assegurar que a aquisição potencial deva ser suficientemente compreendida para que se possa julgar se os ganhos históricos reportados constituem a base certa sobre a qual se pode avaliar a empresa, ou se são necessários ajustes para que aquele número reflita razoavelmente a verdade.

Esse processo de avaliação também deve resultar na compreensão dos mercados e da indústria da empresa visada, com precisão suficiente para se poder modelar vários cenários de desempenho futuro. Os vários componentes de custos devem ser entendidos para se poder modelar as vendas e os custos administrativos sob diferentes hipóteses de receitas. As mudanças nas relações de custos podem elevar ou reduzir de forma significativa os fluxos de caixa gerados pela empresa. As necessidades de Capital de Giro e de Capital Imobilizado, projetadas para o futuro, também são críticas, uma vez que terão impacto sobre os fluxos de caixa gerados ou sobre aqueles que serão necessários para que as metas de vendas e ganhos sejam atingidas.

As técnicas para a avaliação de empresas médias e grandes são:

- a) Análise de Fluxo de Caixa Descontado: a maior parte das empresas que possuem estratégias voltadas para aquisições baseia-se na técnica do fluxo de caixa descontado para analisar as operações. Essa técnica leva em conta que uma unidade monetária hoje vale mais que uma unidade monetária recebida daqui a um ano, acompanhando o custo do dinheiro neste período, visto que o custo de oportunidade do negócio em si tende a render mais. A utilidade desta técnica depende das seguintes variáveis:
- Período de Projeção: Varia de negócio para negócio, porém considera-se geralmente o intervalo de 5 a 10 anos.
 - Necessidade de Reinvestimento: deve-se abater do LAIR (Lucro após Imposto de Renda) a necessidade de reinvestimento para ativos fixos, capital de giro ou ambos. Há como se definir, em termos históricos, a depreciação, dispêndio com ativos fixos e de capital.
 - Valor residual: No final do período projetado, a empresa adquirida terá um valor residual que pode ser calculado de várias maneiras. As duas formas mais comuns são o método da perpetuidade e abordagem do multiplicador. O método da perpetuidade capitaliza o fluxo de caixa/lucro projetada do último ano pela data de desconto, como se fosse uma anuidade. A abordagem do multiplicador aplica uma relação preço/lucro ao lucro líquido do último ano. Quanto mais alta a taxa de desconto, mais baixa será a relação efetiva P/L.

- Taxa de Desconto: Também chamada como custo de capital é usada no cálculo do valor presente do fluxo de caixa de cada ano podendo ser derivada de vários lugares, inclusive do próprio plano estratégico da empresa, o qual pode identificar as taxas de custo de oportunidade para qualquer investimento.
- b) Análise de Transações Comparáveis: Muitas vezes, o mercado oferece exemplos de transações consumadas dentro da mesma indústria da aquisição em potencial. O objetivo geral da abordagem de transações comparáveis é identificar alguma relações entre preços com relação preço/lucro e relação a preço pago/ valor contábil.
- c) Análise de Empresas Comparáveis: Outra alternativa para o comprador é avaliar como o valor da aquisição em potencial se compara com os preços de mercado de empresas de capital aberto, sujeitas a tendências econômicas e riscos semelhantes. Esta abordagem é semelhante ao método de transações comparáveis naquilo que ela identifica uma relação de preço e a aplica aos lucros ou ao valor contábil da aquisição em potencial.
- d) Valor Contábil ou Valor Contábil Ajustado: Este método pode fornecer um ponto de partida para a discussão da avaliação. Trata-se porém de um conceito baseado em contabilidade que não necessariamente reflete poder de geração de lucros. Os princípios contábeis geralmente aceitos podem permitir o uso dos métodos de depreciação acelerada ou métodos de cálculos de estoque alternativos, os quais podem não refletir o valor real desses ativos. Analogamente, o valor de ativos intangíveis pode não se refletir no balanço, mas pode contribuir para um desempenho superior de lucros para a empresa. Os ativos intangíveis conforme Horngreen (1985), são o "good wil" ou fundo de comércio, a marca, nome da companhia junto a clientes, fornecedores e bancos, patentes, etc...

VIII - ALTERNATIVAS DE TROCA DE CONTROLE NO BRASIL

As alternativas de troca de controle no mercado internacional podem ser divididas em negociação direta, aquisição via bolsa e aquisição via oferta pública. No Brasil mesmo com as particularidades da legislação e das características do mercado de capitais, é possível operarmos com estas mesmas modalidades.

- A) **Negociação Direta** - nesta modalidade, o investidor (pessoa física ou jurídica) negocia diretamente com o controlador da empresa-alvo, o qual poderá ser também pessoa física ou jurídica. O investidor estende a oferta via instrumento de oferta pública aos acionistas minoritários, se tratar de companhia aberta⁴, ocasião em que não haverá direito de recesso, se ao contrário, for outra modalidade societária, poderá ou não ser exigido o aval de todos os sócios/acionistas, podendo implicar recesso. A negociação direta pode ser realizada utilizando-se dinheiro, ações, títulos ou uma combinação destes. Quando quem adquire é uma S.A.⁵ é exigida uma Assembléia - Geral Extraordinária.
- B) **Aquisições Via Bolsa** - a regulamentação do mercado de Capitais - a resolução 168, de 1968, estabeleceu que as empresas de capital aberto deveriam ter no mínimo 20% de suas ações ordinárias distribuídas pelo público e um aumento gradativo desse percentual até 49%. A lei 6.404/76 eliminou esta exigência de modo a incentivar a abertura do capital e autorizar a empresa a abrir o capital com até 2/3 de ações preferenciais. Com isso, com apenas metade mais um dos 33.3% de ordinárias ou 16.7% do capital total - é possível ter-se o controle de uma companhia. Portanto esta modalidade de aquisição via bolsa é viável. Entretanto, devido à pequena quantidade de ações ordinárias disponíveis para serem negociadas em bolsa, fica difícil viabilizar esta modalidade.
- C) **Oferta Pública** - Neste caso o investidor adquire o controle de uma companhia aberta, voluntariamente procedendo em oferta pública para aquisição do controle, independente do aval do controlador. A forma de aquisição pode ser em dinheiro ou troca de ações. A

⁴ Conforme prevê o art. 254 da lei 6404/76

⁵ Conforme prevê o art. 256 da lei 6404/76

oferta pública também é uma complementação da negociação direta das companhias abertas, para se estender a oferta a todos acionistas.

D) Privatizações⁶ - Estas tem sido feitas utilizando-se essencialmente as chamadas "Moedas de Privatização", negociadas com deságios significativos e que somente têm liquidez nestes processos⁷. Mas vemos que os compradores não são unicamente investidores compulsórios que precisam desfazer-se dessa "Moedas de Privatização" para adquirir liquidez. O que acontece na prática é que os compradores têm utilizado suas reservas de moeda corrente (Reais) para comprar as moedas de privatização com deságio e com elas adquirir as estatais em leilões específicos.

⁶ PND - Programa Nacional de Desestatização do Governo Federal que define a forma pela qual as empresa públicas podem se tornar privadas.

⁷ Relatório do Depto de Corporate Finance da Prince Waterhouse, 1992.

IX - FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

Com a abertura da economia brasileira e a liberalização das importações a partir de 1991, o consumidor brasileiro passou a ter acesso a produtos mais baratos e melhores. Em julho de 1994 temos o surgimento do plano Real o que possibilitou o controle da inflação e, como consequência, um crescimento da taxa de consumo, com o ingresso de novos 30 milhões de consumidores ao mercado. Com formação do Mercosul em 1991 vemos que houve um aumento ainda maior o que atraiu investidores e empresas estrangeiras ao Brasil. Com isso, o país tornou-se um mercado emergente extremamente atrativo para as empresas estrangeiras, principalmente por configurar-se em um mercado com grande potencial e relativamente pouco explorado. Observando a figura 1, podemos verificar o crescimento expressivo das fusões e aquisições no Brasil neste período. Observamos um crescimento extremamente elevado do número de fusões e aquisições ocorridos no Brasil principalmente após o plano Real.

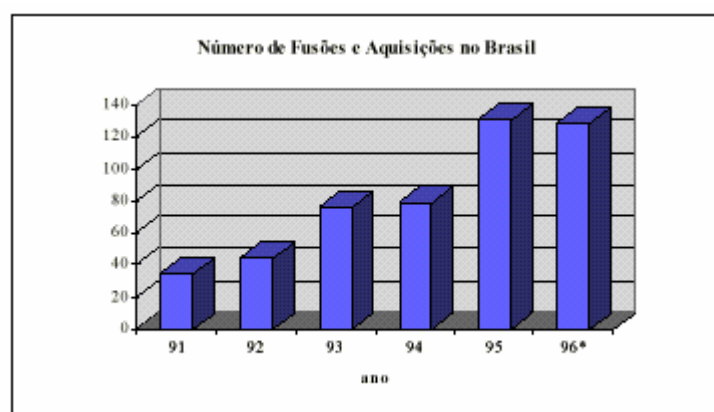


Figura 1: Número de Fusões e Aquisições no Brasil

Fonte: Securities Data Company

Observamos ainda, figura 2, que não foi só o número de operações que aumentaram. Este aumento foi em número e volume.

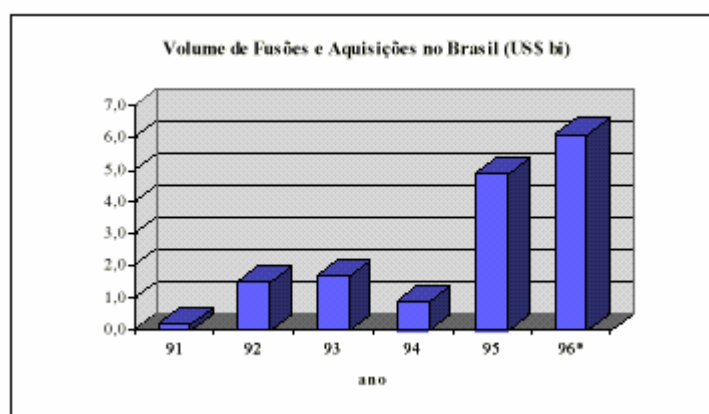


Figura 2: Volume de Fusões e Aquisições no Brasil

Fonte: Securities Data Company

Considerando agora os diversos setores, figura 3, que sofreram estes processos, podemos concluir que esta onda de fusões e aquisições não aconteceram somente em setores que propiciassem uma maior atratividade. Existem, portanto, circunstâncias estruturais, não somente conjunturais ou específicas que promove a entrada de empresas estrangeiras no Brasil através de fusões e aquisições

Setor	Empresa comprada	Pais de origem	Empresa compradora	Pais de origem
Alimentício	Biscoitos Aymoré	Brasil	Danone	França
Eletrodomésticos	Refrigar	Brasil	AB eletrolux	Suécia
Informática	Edisa	Brasil	Hewlett Packard	EUA
Industrial	Extramultus - correias	Brasil	Farbo	Suíça
Químico	Drogasil	Brasil	Elaborate Co.	EUA
Seguros	Vera Cruz Seguradora	Brasil	Mapire International	Espanha
Financeiro	Banco geral do Comércio	Brasil	Banco Santander	Espanha

Figura 3

Fonte: KPMG

Tendo visto todo o processo de globalização entendemos melhor as atuais e crescentes operações de fusão e aquisição. Assim, o investidor brasileiro, pode preparar-se para o aumento da competição interna e para uma eventual internacionalização em busca de novos mercados.

Alguns estudos apontam que o caso brasileiro apresenta distintas institucionalidades em relação aos estudos principalmente de origem norte-americanos. Em primeiro lugar, as operações de fusões e aquisições no Brasil nos anos 90 não correspondem, ao contrário do caso norte americano, a um movimento tradicional da economia uma vez que as mesmas ocorreram em meio a um contexto bastante particular, qual seja o de estabelecimento de um novo regime de regulações e incentivos, marcado pela prioridade à estabilidade macroeconômica e pela liberalização da economia. Dentro deste novo contexto institucional, merecem destaque, além do

processo de privatização, as importantes mudanças de natureza patrimonial, que igualaram o tratamento entre empresas estrangeiras e de propriedade local:

- Extinção, em 1991, das restrições à entrada de empresas transnacionais (ETN's) no setor de informática;
- Eliminação, em outubro de 1993, do limite imposto à participação do capital estrangeiro no processo de privatização;
- Eliminação, por meio de uma emenda constitucional de 1994, da possibilidade legal de estabelecimento de diferenciação entre empresas nacionais e estrangeiras, o que tornou possível às últimas o acesso a agências oficiais de crédito e a subsídios e incentivos concedidos pelo governo;
- Isenção de Imposto de Renda sobre a remessa de lucros e de dividendos por filiais de empresas estrangeiras no país, com exceção dos ganhos obtidos com aplicações de renda fixa, que pagam uma alíquota de 15%;
- Eliminação, decidida em votação no Congresso em 1995, de uma série de restrições à propriedade industrial, principalmente a proibição do registro de patentes a produtos de base bioquímica;
- Extinção, por decreto, da proibição de remessas referentes a pagamentos de royalties por marcas e patentes em empresas multinacionais;
- Remoção, na reforma constitucional de 1995, das restrições setoriais à entrada do capital estrangeiro nos setores de serviços (mais notadamente no setor financeiro), atividades extrativas (iniciativa pela perda do monopólio estatal do petróleo), e telecomunicações; e;
- Liberalização financeira que criou condições mais favoráveis para as ETN's estabelecidas no país, ao eliminar as restrições ao uso de recursos do sistema financeiro nacional, nomeadamente, o acesso aos fundos do BNDES.

Estas mudanças institucionais condicionaram o movimento de reestruturação do controle proprietário das empresas brasileiras, ocorrido nos anos 90, conforme destacada na figura 4, onde se percebe um forte crescimento do número e valor das fusões e aquisições. Duas conseqüências deste processo têm sido insistentemente destacadas pela literatura. Por um lado, estas transações se refletiram em maior internacionalização patrimonial (Miranda e Martins 1998). De acordo com Ferraz e Iooty (2000), a participação estrangeira nas operações de F&A no Brasil alcançou 55% do valor total das transações no período. Por outro lado, as F&A representaram importante fonte de reestruturação do capital produtivo nacional. Miranda e Tavares (1999) argumentam que as transações permitiram a busca de novas configurações pelas empresas, consistindo, em sua

maioria, na procura de maior especialização produtiva, facilitando ainda a implementação de alianças entre o capital estrangeiro e nacional⁸.

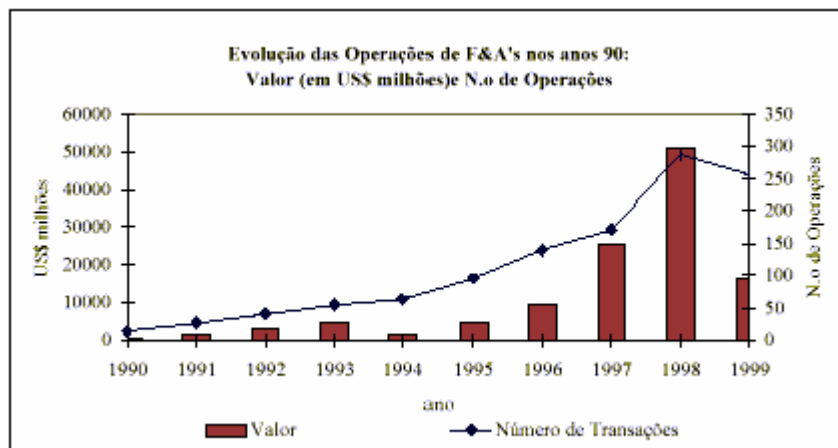


Figura 4: Evolução de operações de F&A nos anos 90

Fonte: Ferraz & Iooty (2000)

⁸ Trabalho de Frederico Rocha, Mariana Iooty e João Carlos Ferraz

X - BARREIRAS ÀS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Se por um lado existem forças que tendem a favorecer o aparecimento de fusões e aquisições, também existem forças em sentido contrário que tendem a dificultar o seu desenvolvimento e, muitas vezes, a criar o próprio insucesso da estratégia de desenvolvimento. Essas barreiras podem dividir-se em quatro categorias (Sudarsanam, 1995):

- a) Barreiras estruturais - estão relacionadas com a legislação que impede de algum modo este tipo de atividade ou com a ausência de serviços de apoio aos processos de aquisição, tais como serviços bancários, consultoria financeira, contabilística e jurídico-legal. Por exemplo, no Japão, a legislação de 1971 associada às regras de controle era tão complicada que nos 20 anos seguintes só se realizaram 3 aquisições por empresas. Por contrapartida, as empresas japonesas, ao não encontrarem barreiras estruturais nos EUA, adquirem facilmente empresas locais. Claro que estas diferenças de barreiras estruturais se tornaram insustentáveis para os EUA. Depois do acordo bilateral entre o Japão e os EUA em 1990, para reduzir esta complexidade de acesso de estrangeiros ao mercado japonês, foi possível verificarem-se 14 aquisições em 6 anos.
- b) Barreiras técnicas - são as dificuldades criadas pelos gestores nas transmissão de quotas e ações, nomeadamente, através de “poison pills”, “golden parachutes” e outras técnicas de defesa.
- c) Barreiras de informação - são as resultantes de dificuldades de acesso a informação, nomeadamente, inexistência ou fraca qualidade das demonstrações financeiras, desconhecimento público da estrutura de capital das sociedades e incerteza quanto à eficácia da regulamentação ou mudança ao sabor dos interesses instalados. Espanha, Grécia e Itália são países conhecidos internacionalmente pelas suas demonstrações financeiras não serem tornadas públicas e por não serem aplicados os princípios contabilísticos internacionais. Também na Alemanha e no Japão a contabilidade é preparada de acordo com as regras fiscais e as demonstrações financeiras tendem a resultados líquidos subavaliados;

- d) Barreiras culturais e tradição - estas derivam da falta de interesse, por parte dos empresários, em alienar o controle de capital das suas empresas.

XI - F&A NO MUNDO - UM BREVE BALANÇO DO FINAL DA DÉCADA

O ano de 1998 registrara valores recordes de Fusões e Aquisições a nível mundial, atingindo volumes de 2,52 trilhões de dólares, levando alguns analistas a considerar que, face esses valores se assistiria nos anos seguintes a um abrandamento. Tal não se verificou e no ano de 99 novo recorde foi alcançado, com operações no montante de 3,43 trilhões de dólares.

Os EUA mantiveram a liderança quanto ao montante de operações realizadas no seu território - 1,63 trilhões de dólares em 1998 e 1,75 em 1999, embora este ano tenha sido marcado por um crescimento muito superior das operações na Europa (1,2 bilhões, mais do que do dobro do registrado em 1998) e noutras regiões. E para se ter uma idéia do carácter excepcional destes dois anos basta referir que a soma das fusões e aquisições realizadas nos EUA em 1988 e 1999 representam mais da metade do total registrado em toda a década de 90 (6,5 trilhões de dólares).

Em termos setoriais vemos que o final da década foi marcado em diferentes setores. No setor das telecomunicações registraram-se operações no montante de 569 bilhões em 1999, destacando-se as aquisições da Sprint pela MCI Worldcom, no valor de 127 bilhões e da Airtouch pela Vodafone no valor de 65,9 bilhões, estando em curso uma operação gigantesca, a maior da história - a proposta da aquisição da Mannesmann pela Vodafone.

No setor dos bancos e serviços financeiros registraram-se operações de 364 bilhões de dólares incluindo a proposta de aquisição do National Westminster pelo Royal Bank of Scotland e nos EUA envolvendo a aquisição do Bank Boston pela Fleet Financial.

No setor audiovisual as operações atingiram os 245 bilhões de dólares, destacando-se a aquisição proposta da Media One pela ATT.

Em termos de empresas compradoras, a liderança coube à Microsoft envolvida em mais de 44 operações distintas representando acima de 13 bilhões de dólares, seguida pela Intel com 35 operações.

XII - O CASO AMBEV

Em 1º de julho de 1999, foi anunciada a criação da AmBev, a maior empresa de bebidas do Brasil e a quarta maior cervejaria do mundo. A empresa foi resultado da criação de Holding nacionais: Companhia Antarctica Paulista – Indústria de Bebidas e Conexos (Antarctica) e Companhia Cervejaria Brahma (Brahma). O caso suscitou interesse da mídia e debates acalorados em razão da concentração de poder de mercado de bebida na mão de uma só empresa, que representava 70% do mercado de cervejas e 17% do mercado de refrigerantes.

A negociação com a Brahma surgiu como uma oportunidade de negócio, pois havia o risco das empresas virem a ter seus ativos desvalorizados se não fosse criada a Holding. Embora as duas empresas fossem de capital aberto, a Brahma tinha estrutura mais aberta que Antarctica, o que gerou a necessidade de “negociar” ações com acionistas. Pretendia-se criar uma empresa substancialmente cara para não ser assediada no futuro por uma empresa internacional.

O processo de criação da Holding foi sigiloso e durou vinte e dois dias. A rapidez do processo é explicada pelo fato dos documentos terem sido preparados para o processo anterior com a Miller, com a qual a Antarctica também tentou se associar.

De acordo com declarações da AmBev, dentre os principais motivadores para a sua criação, destacam-se: criar uma das maiores empresas de bebidas do mundo, figura 5; criar empresa brasileira capaz de ser competitiva, inclusive líder, no mercado global; reduzir custos e preços através de economias conjuntas de escala e das sinergias das duas empresas; obter ganhos em produtividade, logística e administração; ter maior capacidade de investimentos em tecnologia no desenvolvimento de novos produtos.

As maiores cervejarias do mundo

	Empresa	País	Bilhões de litros
1	Anheuser-Bush	EUA	12,1
2	Heineken NV	Holanda	7,3
3	AmBev	Brasil	6,2
4	Miller Brewing	EUA	5,2
5	S. African Breweries	África do Sul	4,3
6	Interbrew	Bélgica	3,6
7	Carlsberg	Dinamarca	3,3
8	Cerveceria Modelo AS	México	3
9	Kirin	Japão	2,9
10	Foster's	Austrália	2,8

Para aprovação do ato de criação da AmBev, esse caso foi submetido ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Um dos principais argumentos para justificar a criação da Holding dessas empresas foi que haveria ganhos operacionais da ordem de 14% com a criação da AmBev e, conseqüente, aumento de bem estar econômico da população. O órgão impôs algumas restrições à nova empresa, como o fechamento de unidades e também exigiu que a nova empresa consolidasse sua estratégia de multinacional brasileira no setor de bebidas. A criação da Holding foi anunciada em 1º julho 1999, o CADE autorizou-a oficialmente no primeiro semestre de 2000 e promulgou o seu parecer final em 30 de março de 2001.

Um dos primeiros e grandes desafios da nova empresa foi a reestruturação interna a fim de eliminar a grande sobreposição de cargos, de atividades e de mercados que havia entre as antigas concorrentes. Além disso, também pretendia garantir o menor custo de produção; capturar ganhos de sinergia com a criação da Holding das duas empresas; aprimorar constantemente a distribuição, mantendo inclusive estruturas independentes de distribuição, competindo entre si e buscando alcançar o equilíbrio entre distribuição direta e revenda; crescer em “share de valor”, que está relacionado à participação das marcas no faturamento do setor.

A AmBev nasceu com o objetivo de promover a consolidação de uma expressiva fatia da indústria de bebidas nos países do continente americano através de associações e de parcerias para novos projetos, tirando partido dos avanços já visíveis em países vizinhos. Antes da criação da Holding havia 44 fábricas com capacidade instalada de 122 milhões de hectolitros/ano; unidades industriais em 18 estados do Brasil, além de Argentina, Uruguai e Venezuela; 17500 empregados; 700 distribuidores; 24 centros de distribuição; milhão de pontos de venda.

Os números que alicerçam a criação da AmBev são significativos. A empresa nasceu com mais de 30 mil acionistas. As vendas domésticas das duas companhias totalizaram, em 1998, R\$ 10,3 bilhões, equivalentes a mais de US\$ 8,5 bilhões. Foram fabricados 8,9 bilhões de litros de bebida, sendo 6,4 bilhões de litros de cervejas e 2,5 bilhões de litros de refrigerantes, águas, chás e isotônicos.

No processo de criação da Holding foram considerados 12 itens para compor o ganho de produtividade das empresas. Dentre eles a empresa teve como meta obter um ganho de sinergia de US\$ 500 milhões no prazo de dois anos, a partir de 31 de março de 2000 – data oficial da Holding entre Brahma e Antarctica, e manter o compartilhamento da rede de distribuição com a Bavária, que foi adquirida pela Molson, empresa canadense, como item do acordo para a criação da AmBev.

A criação da Holding da Brahma e da Antarctica é tipicamente horizontal, pois as empresas pertencem ao mesmo setor, ou seja, competem no mesmo mercado de produtos (bebidas).

A maior parte dos jornais e revistas da época denominou como combinação a junção da Antarctica com a Brahma, dando origem à AmBev. Entretanto, o que ocorreu realmente foi a formação de uma empresa Holding.

Além de se destacar que a AmBev deve se tornar uma empresa multinacional brasileira após a criação da Holding, outro ponto a ser enfatizado diz respeito ao número de players que permaneceram no mercado de cerveja – total de quatro, por determinação do CADE, para estimular a concorrência entre as empresas.

O estudo de caso da empresa multinacional brasileira AmBev mostrou-se muito enriquecedor, pois foi resultado de um processo de negociações tanto entre as empresas, como com o CADE, a fim de estabelecer diretrizes a curto e médio prazo para que se viabilizasse essa criação da Holding entre as empresas Brahma e Antarctica.

Apesar de estar atuando há alguns anos no mercado, a AmBev teve que se estruturar rapidamente para que não perdesse o market share que as duas empresas já haviam conquistado e também teve que direcionar melhor seus investimentos para expandir suas marcas no mercado interno e se inserir no exterior, como é o caso da marca premium Bohemia, que teve investimentos significativos em marketing em 2001.

Dentro do processo de reestruturação há alguns pontos positivos que devem ser ressaltados, destacando-se: ganho em escala, principalmente na relação com fornecedores, com conseqüente redução nos preços dos insumos em função do maior volume transacionado, e distribuidores dos produtos, com alteração das relações, com perspectivas positivas na implementação de vendas próprias, mais diretamente relacionada aos consumidores; produção cruzada, permitindo o melhor aproveitamento das fábricas, pois atualmente todas têm condições de produzir qualquer

uma das marcas, Antarctica, Brahma e Skol, com possibilidade de reduzir a ociosidade das máquinas.

Outro aspecto interessante a acrescentar diz respeito aos parâmetros utilizados pela AmBev para fazer a sinergia entre as duas empresas, a fim de minimizar os riscos e desperdícios advindos das duas estruturas combinadas. Primeiramente, ao enxugar o número total de unidades de fábrica em todo o Brasil, procurou-se otimizar a localização de cada uma delas, descartando apenas as que não atendiam aos requisitos econômicos exigidos pela nova empresa. Em relação aos softwares de gerenciamento da cadeia produtiva, procurou-se utilizar os que já estavam instalados em pelo menos uma das empresas, optando-se pelos mais aperfeiçoados ou mais próximos dos padrões internacionais, apenas adaptando-os para a nova estrutura, reduzindo assim seus custos nessa área.

No entanto, a consolidação de seus produtos exige um investimento contínuo, principalmente, pois há, tanto no mercado interno quanto no externo, empresas concorrentes de grande porte, e destas há grandes players no segmento de cervejas. Por outro lado, para os consumidores é interessante que haja esse acirramento competitivo, com empenho cada vez maior em diversificação dos produtos e melhoria de sua qualidade.

Figura 6:

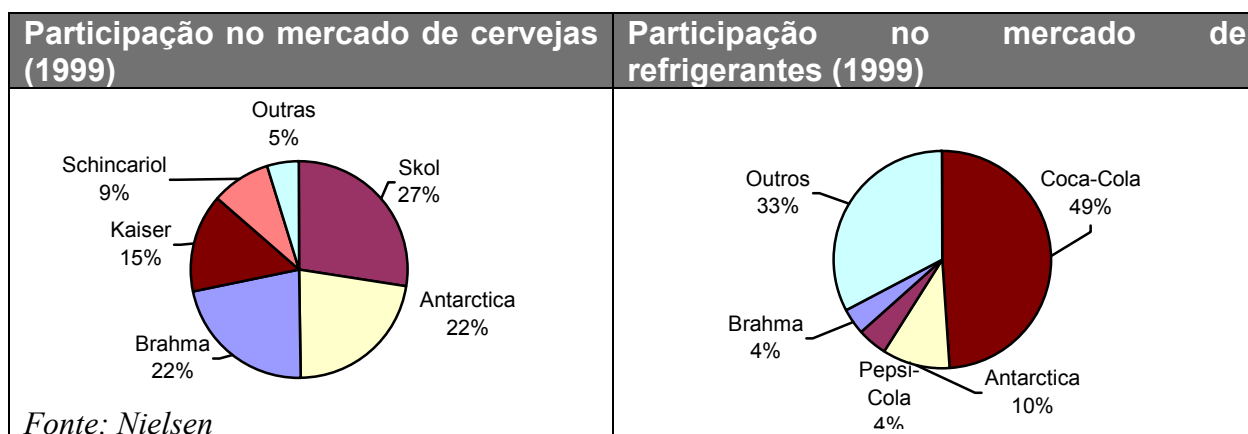


Figura 7:

Decisão do Cade
<p>Restrições principais:</p> <ul style="list-style-type: none">• Venda da marca Bavaria no prazo de oito meses, com a transferência dos contatos de fornecimento e distribuição da cervejaria. O comprador não poderá ter participação acima de 5% do mercado de cerveja.• Venda de cinco fábricas da Antartica e da Brahma com capacidade total de 709 milhões de litros, também no prazo de oito meses, localizadas em Getúlio Vargas (RS), Ribeirão Preto (SP), Cuiabá (MT), Salvador (BA), Manaus (AM).• A AmBev deverá compartilhar, por quatro anos, sua rede de distribuição com cinco pequenas empresas (com até 5% de participação no mercado), uma em cada região.
<p>Restrições adicionais:</p> <ul style="list-style-type: none">• A nova empresa fica proibida de desativar fábricas por um período de quatro anos. Se quiser se desfazer de uma unidade durante este prazo, terá de vendê-la a terceiros.• Deverá ser mantido o nível de emprego anterior à fusão. Em caso de demissão consequente de programas de reestruturação, a AmBev terá de oferecer cursos de qualificação e realocação profissional aos trabalhadores.• A fábrica da Antártica de Ribeirão Preto deverá ser equipada antes da venda, passando a oferecer também envasamento em latas.• A AmBev terá de compartilhar sua rede de distribuição com os compradores da Bavaria e das outras cinco fábricas por um período de quatro anos, renovável por mais dois anos.• A Ambev não poderá obrigar a venda exclusiva de seus produtos nos pontos-de-venda.• A Empresa assinará com o Cade um termo de compromisso de desempenho com metas de redução de custos e ganhos de eficiência que devem ser cumpridos por um período de cinco anos, sob pena de pagamento de multa.

Fonte: CADE

XIII - FUSÕES & AQUISIÇÕES E EMPREGOS

A relação entre o controle de fusões e aquisições e o mercado de trabalho merece reflexão, especialmente em um momento em que se pretende alterar a lei antitruste com a criação de nova agência de defesa do consumidor e da concorrência.

O anteprojeto de mudança da legislação de defesa da concorrência eliminou qualquer menção ao tema do emprego. A proposta apresentada revoga o primeiro parágrafo do artigo 58 da atual lei 8.884, que estabelece que as alterações no nível de emprego serão levadas em consideração na definição de condições para a aprovação de operação apreciada pelo Cade (Conselho Administrativo de Defesa Econômica). Assim, o mercado de trabalho deixaria, ainda segundo a proposta do Executivo, de constituir variável relevante para o controle de fusões.

Alguns especialistas nacionais e internacionais advogam medidas dessa natureza por entender que a aplicação da legislação antitruste deveria estar completamente separada da política industrial ou de emprego, evitando uma politização indesejável de decisões técnicas. Argumenta-se, ademais, que o objetivo do aumento de produtividade que deveria motivar uma transação socialmente desejável seria inconciliável com preocupações com o nível de emprego.

Essa visão não resiste, contudo, a uma análise mais aprofundada. As evidências sobre fusões e aquisições no mundo e no Brasil sugerem que as megafusões têm efeitos muito fortes sobre o mercado de trabalho. Assim, demissões em massa podem gerar um quadro negativo do ponto de vista do trabalho, de forma concentrada no tempo e em regiões específicas. Isto acarreta numa maior desigualdade social em nosso país.

Como os mercados de trabalho se caracterizam por maior rigidez, a realocação dos trabalhadores que perderam emprego não se dá de forma rápida. Aquilo chamamos de desemprego friccional -associado ao tempo necessário para o deslocamento do empregado de um setor para outro- pode, por força de movimentos intensos de fusões, se transformar em desemprego estrutural com graves consequências sociais.

Tal fenômeno é particularmente relevante em países como o Brasil, marcados, de um lado, pelo desemprego estrutural e por crônica carência de formação educacional e capital humano. E,

de outro, pela rápida e abrangente transformação de sua estrutura produtiva ao transitar de um modelo de substituição de importações para o de uma economia aberta.

Pareceria oportuno, portanto, desenvolver e/ou aperfeiçoar medidas que neutralizem os efeitos negativos sobre o mercado de trabalho de determinadas fusões sem comprometer as metas de modernização e aumento de produtividade.

Algumas decisões do Cade nos últimos anos, como nos casos da Gerdau-Pains (1996), Kolynos-Colgate (1996) e AmBev (2000), contêm elementos interessantes baseados em condições de retreinamento e recolocação de mão-de-obra como condicionalidades para a aprovação de operações que se revelem particularmente negativas no tocante ao nível de emprego.

XIV - CONCLUSÃO

Este trabalho mostrou como o processo de globalização fez com que empresas adquirissem outras companhias para estabelecer uma presença internacional, para entrar em novos mercados ou deslocar concorrentes.

Um dos principais motivos para fazer uma fusão ou aquisição é a chance de rápido crescimento, quer em tamanho quer na faixa de seus produtos. Este crescimento pode ser horizontal, empresas num mesmo ramo, vertical, empresa cresce adquirindo seus fornecedores, e crescimento conglomerado, teoria da diversificação. Outro motivo seria os ganhos em sinergia, sendo economias de escala resultantes da redução do custo indireto da empresa.

Depois de mostrarmos o conceito de Fusões e Aquisições e os seus tipos, ficou mais fácil entender o motivo pelo qual essas operações têm crescido de forma espetacular, principalmente na década de 90. Vimos que esta década tem um caráter distinto das demais por sua intensidade e magnitude, chegando a montantes superiores a 15 milhões.

Vimos porém que estes processos não são fáceis de serem realizados e muitas variáveis devem ser levadas em consideração para seu sucesso. O CADE é o órgão responsável por estas operações e, além de aprovar o projeto, estabelece condições para tal, como regras de atuação e obrigações com os empregados.

Em suma, os processos de Fusão e Aquisição são notáveis na década de 90. Se não fossem por eles o Brasil teria ficado para trás no processo de globalização. Há divergências em relação ao sucesso destas operações. Alguns autores dizem que este processo nada mais é do que um último reduto da ineficiência da gestão. Outros já dizem que fusões e aquisições são de importância fundamental para a sobrevivência da economia brasileira. O que tiramos de tudo isso é que fusões e aquisições estão presentes na história da economia brasileira, e entender estes processos é entender a evolução de nossas empresas e, a partir disso, elaborar possíveis estratégias futuras para que possamos nos adaptar a transições futuras com sucesso.

XV - BIBLIOGRAFIA

BEAMISH, MORRISON, ROSENZWEIG "International Management" text and cases - 3d Edition

AMBEV - <http://www.ambev.com.br>

BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. Mercado de opções: estratégias e avaliação de prêmios (2ª edição) Rio de Janeiro: autor, 1984.

BAUMAN, R. O Brasil e a Economia Global. Editora Campus. Rio de Janeiro, 1996.

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica <http://www.cade.gov.br>

ERNST & YOUNG. Guia de Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições. São Paulo: Record 1992

GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. São Paulo: Atlas, 1989

NEVES, JOÃO - Reestruturação de empresas - VI Congresso dos ROC, Lisboa 1997.

RASMUSSEN, U.W. "Aquisições & Incorporações Empresariais" - Estratégias para comprar e vender empresas no país e no exterior: São Paulo, Aduaneiras, 1992

ROCHA, FREDERICO; IOOTY, MARIANA; FERRAZ, JOÃO - Desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas.

SECURITIES DATA COMPANY, 2000

SANYUAN SUEN, ALBERTO e KIMURA, HERBERT - Fusão e Aquisição como Estratégia de entrada no Mercado Brasileiro. Caderno de Pesquisas em Administração FEA/USP 2º sem. 97

SINDICERV - Sindicato Nacional da indústria da Cerveja, nov 2001 (www.sindicerv.com.br)

THOMSON FINANCIAL SECURITIES, The Worl is not Enough...to Merge" 5 jan 2000.

VASQUES, V.V. - O comportamento das ações de uma empresa após um processo de reorganização societária: um estudo do caso AMBEV. Ribeirão Preto 2000.