

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

GABRIEL MEURER ROHDE

**A EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL
ENTRE 1994 E 2012**

Porto Alegre

2013

GABRIEL MEURER ROHDE

**A EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL
ENTRE 1994 E 2012**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Julio Cesar de Oliveira

Porto Alegre

2013

GABRIEL MEURER ROHDE

**A EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL
ENTRE 1994 E 2012**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovada em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2013.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Júlio Cesar de Oliveira – Orientador
UFRGS

Prof. PhD. Stefano Florissi
UFRGS

Prof. Me. Ario Zimmermann
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Gilberto e Claudete, por toda a dedicação, educação e estrutura fornecida ao longo da minha vida. Agradeço por serem fortes e hoje estarem vivos para ver o filho se formar. Fico muito feliz ter os dois comigo nesse mundo. Ao mesmo tempo, peço desculpas pelos momentos de ausência e por não poder me dedicar 100% a eles.

Agradeço aos bons professores com quem tive a honra de aprender um pouco da ciência econômica.

Agradeço aos amigos e colegas que ajudaram ao longo do curso, seja estudando, seja no xirú ou seja jogando uma bola no final de semana.

Agradeço a Fernanda, minha namorada, que soube ser paciente e entender o momento. Além de ajudar com muita motivação, idéias, carinhos e felicidade. Peço desculpas pela ausência.

Por fim, agradeço ao orientador Júlio Cesar de Oliveira por ter se interessado e ajudado no projeto.

RESUMO

Esta monografia discorre sobre o universo das fusões e aquisições de empresas no Brasil. A relevância do tema reside nas formas com que estas operações podem aprimorar a produtividade das firmas através do ganho de sinergias, atrair investimentos externos e melhorar a competitividade externa. O objetivo principal foi o de traçar o perfil da expansão das transações ocorridas no Brasil entre 1994 e 2012. Adicionalmente, buscou-se entender quais teorias e aspectos da conjuntura econômica ajudam a explicar tal fenômeno. Foi empreendida uma revisão teórica a respeito das motivações para efetivação de aquisições societárias, além de um estudo sobre as mudanças econômicas internas relacionadas, e uma análise quantitativa dos dados de operações de fusões e aquisições realizadas no período proposto a partir de duas fontes diferentes. Não existe uma teoria hegemônica que explique as fusões e aquisições, entende-se que a busca por sinergias operacionais é a mais relevante para o caso, não esquecendo também, das hipóteses alternativas relacionadas à assimetria de informação. As significantes transformações estruturais vividas pela economia brasileira, a partir dos anos noventa, produziram condições para um ambiente favorável ao aumento das fusões e aquisições. Esta tendência de expansão apresentou oscilações relacionadas com a percepção de risco dos investidores internacionais e com a situação do mercado consumidor do país. A evolução das aquisições no Brasil possuiu um padrão com predominância de operações transfronteiriças; com pouca participação de fundos e puxadas pelos setores de tecnologia de informação, telecomunicações, alimentos e instituições financeiras.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Privatizações. Reestruturação produtiva. Investimento estrangeiro direto. Risco-país. CADE.

ABSTRACT

This monograph talks about the world of mergers and acquisitions of companies in Brazil. The importance of this theme relies on the fact that these operations can improve the productivity of firms through the gain synergies, attract foreign investment and improve external competitiveness. The main objective was to make the profile of the transactions expansion that happened in Brazil between 1994 and 2012. Additionally, it was sought to understand how the theories and aspects of the economic conjecture help to explain that phenomenon. A theoretical revision about the motivations behind the company acquisitions was made, alongside a study about the related internal economic changes, and a quantitative analysis of the data, from two different sources, on mergers and acquisitions processes that happened in the period analyzed. There isn't a hegemonic theory that explains mergers and acquisitions, it is understood that the search for operational synergies is the most relevant to the case, not forgetting also the alternative hypotheses related to information asymmetry. The significant structural transformations in the Brazilian economy that started in the nineties produced a favorable environment for the growth of mergers and acquisitions. This expansion tendency showed oscillation related to the risk perception from international investors and to the situation in the consumer market from the country. The significant structural changes experienced by the Brazilian economy from nineties produced an environment favorable conditions for the increase in mergers and acquisitions. This expansion trend showed fluctuations related to risk perception of international investors and the situation of the consumer market. The evolution of acquisitions in Brazil has possessed a pattern with predominance of cross-border transactions, with little contribution of funds and drawn by the sectors of information technology, telecommunications, food and financial institutions.

Keywords: Mergers and Acquisitions. Privatization. Productive Reestructure. Direct Foreign Investment. Country Risk. CADE.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Variação do IPCA (% a.a) – 1980-1995	39
Gráfico 2 - Investimento estrangeiro direto líquido (US\$ bilhões).....	42
Gráfico 3- Resultado financeiro setorial.....	44
Gráfico 4 - Risco Brasil (bps).....	51
Gráfico 5 - Operações de F&A no Brasil 2003-2012.....	65
Gráfico 6 - Operações de F&A no Brasil 1994-2012.....	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Mudanças regulatórias nacionais (1991-1999).....	34
Tabela 2 - Aliquotas de importação e valor importado	36
Tabela 3 - Balanço de pagamentos 1992-1999 (US\$ milhões)	39
Tabela 4 - Desestatizações: Resultado financeiro (US\$ milhões) 1990-2011.....	44
Tabela 5 - Participação estrangeira nas privatizações	45
Tabela 6 - Principais aportes do BNDES em operações de F&A	47
Tabela 7 - Expansão da renda no Brasil (2002-2012)	48
Tabela 8 - Redução da desigualdade de renda no Brasil 2001-2009.....	49
Tabela 9 - Situação do emprego no Brasil 2002-2012	49
Tabela 10 - Expansão do mercado consumidor 2001-2012	50
Tabela 11 - Atos de concentração julgados pelo CADE 2002-2012.....	55
Tabela 12 - Número de F&A 1994-2003.....	59
Tabela 13 - Valor das operações <i>cross-border</i> no Brasil	60
Tabela 14 - Evolução do nº de F&A por setor no Brasil 1994-2003.....	61
Tabela 15 - Valor acumulado de F&A <i>cross-border</i> no mundo (US\$ milhões) 1994-2003....	64
Tabela 16 - Evolução das operações de F&A por setor no Brasil 2003-2012.....	66
Tabela 17 - Ranking Setorial 1994-2012.....	67
Tabela 18 - Evolução das grandes operações de F&A no Brasil 2004-2012	69
Tabela 19 - Maiores F&A com valores divulgados 2004-2012	69
Tabela 20 - Ranking setorial de F&A 2004-2012	70
Tabela 21 - Comparativo de operações domésticas x <i>cross-border</i>	71
Tabela 22 - Origem dos investimentos internacionais em F&A 2004-2012.....	72
Tabela 23 - Setores com maior participação de operações <i>cross-border</i> 2004-2010.....	72
Tabela 24 - Setores com maior participação de operações domésticas 2004-2012.....	72
Tabela 25 - Comparativo aquisições private equity x inv. estratégico	73
Tabela 26 - Setores com maior participação de fundos 2004-2012	74
Tabela 27 - Maiores aquisições envolvendo fundos de private equity.....	74

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

BACEN – Banco Central do Brasil

BMF – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESpar – BNDES participações

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional

CVRD – Companhia Vale do Rio Doce

F&A – Fusões e Aquisições

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IPCA – Índice de Preços para o Consumidor Amplo

OLI – Ownership, Location and Internalization

PIB – Produto Interno Bruto

PND – Plano Nacional de Desestatização

SBDC – Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência

SDE – Secretaria de Direito Econômico

SEAE – Secretaria de Acompanhamento Econômico

T.I – Tecnologia da Informação

UNCTAD – United Nations

URV – Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	REVISÃO TEÓRICA SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES	13
2.1	CONCEITOS E MODALIDADES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	13
2.2.1	Teoria da Firma e Sinergias Operacionais	16
2.2.2	Motivações Financeiras	23
2.2.3	Expectativas Assimétricas	25
2.2.4	Maximização de Utilidade Gerencial e Relação de Agência.....	28
2.3	SÍNTESE DO CAPÍTULO	30
3	FATORES CONDICIONANTES PARA O CRESCIMENTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESA NO BRASIL (1990-2012).....	32
3.1	PANORAMA INTERNACIONAL DO IDE A PARTIR DOS ANOS 90	32
3.2	MUDANÇAS INTERNAS FAVORÁVEIS A FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS.....	35
3.2.1	Liberalização Econômica e a Necessidade de uma Reestruturação Produtiva.....	35
3.2.2	O Plano Real e a Conquista da Estabilidade.....	38
3.2.3	Expansão do Investimento Estrangeiro Direto	40
3.2.4	Privatizações	42
3.2.5	O Papel do BNDES	45
3.2.6	Expansão do Mercado Consumidor Brasileiro a partir de 2004.....	48
3.2.7	Risco Brasil e Fusões e Aquisições	50
3.2.8	Atuação do CADE nos Atos de Concentração	52
3.3	SÍNTESE DO CAPÍTULO.....	57
4.	ANÁLISE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO PERÍODO 1994-2012.....	58
4.1	FONTE DOS DADOS.....	58
4.2	ANÁLISE DO PERÍODO 1994-2003.....	59
4.3	ANÁLISE DO PERÍODO 2004-2012 COM BASE EM DADOS DA KPMG	64

4.4	SÍNTESE DO PERÍODO 1994-2012 COM BASE EM DADOS DA KPMG	67
4.5	ANÁLISE DO PERÍODO 2004-2012 COM BASE EM DADOS DO MARGERMARKET	68
4.5.1	Evolução anual das operações de F&A	68
4.5.2	Origem dos Investimentos	70
4.5.3	Tipo de Investidor	73
4.6	SÍNTESE DO CAPÍTULO	75
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	77
	REFERÊNCIAS	80

1 INTRODUÇÃO

Após o esgotamento do modelo de substituição de importações baseado em uma economia fechada, com forte presença do estado e pouca participação do capital privado em projetos de infraestrutura, se fez necessária uma profunda reforma estrutural no sistema produtivo brasileiro. Uma série de políticas de cunho liberal foram implementadas, tendo como meta a promoção da competitividade, a difusão de tecnologia em processos e métodos de produção e a melhora da eficiência econômica como um todo.

Neste contexto realizou-se um estudo para identificar como estas mudanças incentivaram a efetivação de fusões e aquisições (F&A) de empresas. Em outros termos, esse trabalho teve como objeto principal o de entender o avanço das operações de F&A no Brasil, explicando os aspectos mais relevantes que porventura tenham contribuído para este fenômeno, além de traçar o perfil destas operações. Tentou se verificar quais setores produtivos foram líderes deste processo, apontando sua ligação com a conjuntura macroeconômica. Adicionalmente, o trabalho investigou a origem dos investimentos neste tipo de atividade e a participação dos fundos adquirentes de empresas.

A metodologia utilizada consistiu-se em uma revisão bibliográfica das teorias formuladoras de conceitos microeconômicos que explicam a decisão de um agente (empresa) em adquirir, incorporar ou se fundir com agente. Ou seja, nesta parte, tentou se responder a seguinte questão: O que leva uma firma a patrocinar uma aquisição? Também se fez necessário um estudo bibliográfico que aponte como as transformações econômicas criaram espaços para o avanço das F&A. Mais especificamente, este estudo se debruçou sobre a abertura comercial, reestruturação produtiva e privatizações. Além disso, procurou mostrar em como o incentivo do governo, a estrutura reguladora, a desregulamentação sobre o capital estrangeiro e a atratividade da economia brasileiras impulsionaram as aquisições de empresas. Uma análise quantitativa foi empreendida e apontou quais setores foram os principais receptores deste tipo de investimento, também indicando a participação das empresas estrangeiras e dos fundos de *private equity*.

O trabalho dividiu-se em três capítulos principais. O primeiro fez uma revisão teórica para apontar os fundamentos microeconômicos que justifiquem o interesse por F&A. Posteriormente, no segundo capítulo, buscou-se entender como as transformações internas, incentivos macroeconômicos e o ambiente regulatório incentivaram a expansão das operações. Por fim, uma análise quantitativa dos dados foi concebida com o objetivo de traçar o perfil da evolução das transações de empresas no Brasil.

Um processo bem feito de fusão ou aquisição tem o poder de gerar sinergias operacionais, ampliar o poder de mercado, difundir tecnologia e diversificar o risco de uma atividade. Em suma, melhorar as condições de produtividade e competitividade dos setores produtivos. Assim justifica-se um trabalho que contribua para o entendimento deste tipo de atividade no nosso país.

2 REVISÃO TEÓRICA SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Este capítulo trata de fundamentar as bases teóricas que explicam o interesse das empresas em incorporar ou se fundir com outras. Inicialmente é exposto os conceitos, modalidades e tipos de fusões e aquisições. Em seguida é empreendida uma revisão bibliográfica a respeito do tema em questão.

2.1 CONCEITOS E MODALIDADES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Antes de discutir os elementos envolvidos na decisão de uma união empresarial, faz-se uma definição a respeito dos conceitos aqui estudados de acordo com a legislação brasileira e também com a literatura. A denominação do objeto central deste trabalho, “fusões e Aquisições”, provêm do termo “Merger and Aquisitions”, amplamente utilizado no mercado financeiro internacional, onde deve-se entender termo o “aquisições” como “incorporações”. Na prática, fusões e incorporações não deixam de ser formas de aquisição de uma empresa, não recebendo diferenciação da literatura quanto às motivações racionais que as justificam.

De acordo com o artigo n. 228 da Lei 6404/76 “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” (BRASIL, 1976). Enquanto que o processo de incorporação, segundo o artigo 227 da mesma lei, “é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” (BRASIL, 1976)., neste caso, a empresa incorporadora preserva seu nome e suas características legais, apenas absorvendo os ativos da empresa incorporada. De acordo com Hitt Ireland e Hoskisson (2005, p. 276-277) incorporação “[...] é uma estratégia através da qual uma firma compra uma participação de controle, ou 100% de outra firma com a intenção de utilizar uma competência essencial mais eficiente, tornando a firma adquirida um negócio subsidiário dentro de seu portfólio”. Já em uma fusão, ambas as empresas são dissolvidas, dando início a uma nova sociedade.

De uma forma mais simples Miranda e Martins (2000, p. 69) explicam a diferença entre fusão e aquisição:

(a) Fusão é a junção de duas ou mais empresas em uma única firma, (b) aquisições é uma compra de participação acionária de uma dada empresa já existente, sem que isso implique necessariamente seu controle por meio da propriedade total das ações nem desaparecimento de sua personalidade jurídica.

A maioria dos autores que tratam do tema costuma classificar cada processo de aquisição em relação ao setor produtivo em que está inserida cada uma das empresas, podendo então diferenciar a razão econômica que a justifica. Dessa forma, as três principais classificações, em relação ao setor produtivo em que estão inseridas as empresas, segundo a literatura, (WESTON; BRIGHAM, 2000; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995; MARION FILHO; VIEIRA, 2010) são as seguintes:

- a) aquisição horizontal: Ocorre entre empresas que atuam no mesmo segmento de mercado, em geral concorrentes diretas em pelo menos um de seus produtos;
- b) aquisição vertical: operações que englobam empresas de um mesmo setor, porém situadas em diferentes níveis na cadeia produtiva. costumeiramente, ocorre entre uma firma e seu fornecedor ou cliente, na qual já ocorra bom relacionamento empresarial;
- c) conglomerado: envolve empresas de setores de mercado distintos, com pouca relação entre si. Normalmente são adquiridas por uma *holding*.

De acordo com Weston e Brigham (2000, pg. 886), existe ainda um quarto tipo de operação, denominado como fusão congênere, que: “[...] envolve empresas relacionadas, mas que não produzem o mesmo produto (horizontal) ou não tem uma relação produtor-fornecedor (vertical) [...]”. Por não ser citado pela maioria da literatura relacionada ao tema, e pela dificuldade de identificação, este trabalho não leva em conta esta última classificação, avaliando que operações de aquisição deste tipo tem uma relação mais próxima a pelo menos uma das três classificações acima.

Existem três mecanismos básicos para o acontecimento e efetivação de operações de segundo Ross, Westerfiel e Jaffe (1995). O primeiro e menos recorrente é a consolidação entre as empresas, que fornece a vantagem de ser legalmente mais simples e menos custoso ao eliminar a necessidade de transferência da propriedade de cada ativo individual. O segundo diz respeito à aquisição via compra de ações com direito a voto, através de uma oferta de compra, podendo-se negociar diretamente com os acionistas controladores ou não. Nesta modalidade pode enquadrar-se a chamada “aquisição hostil”¹ (*hostile tekeover*), no entanto

¹ Tentativas de aquisição na qual os executivos e controladores da empresa-alvo impõem alguma resistência (WESTON; BRIGHAM, 2004). Segundo Hirschey (1986), configuram uma tomada de controle não solicitado ou colocado sob análise. Em geral à renovação da administração da firma adquirida.

este trabalho não a considerará, uma vez que este tipo de ocorrência é irrelevante no Brasil em função da pouca pulverização das empresas no mercado de capitais do país. A terceira possibilidade de tomada de controle de empresas é a simples aquisição de seus ativos (*friendly takeover*), exigindo-se aprovação dos acionistas. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (1995), este mecanismo tende a ser mais custoso, mas elimina problemas gerados pela possível contrariedade de acionistas minoritários.

Fusões e Aquisições consistem em um dos mecanismos diretos para a estratégia de expansão de empresas, juntamente com o crescimento interno e as Joint-Ventures². Dependendo da nacionalidade das empresas envolvidas, a aquisição pode ser considerada como: 1) Doméstica: Quando envolve empresas originárias do mesmo país; 2) *Cross-border*: Envolve empresas que tem suas matrizes em países diferentes, incrementando o investimento externo direto. Este tipo de operação ganha importância devido à internacionalização de empresas, aumento da competição mundial e maior integração dos mercados internacionais (MINADEOS E CAMARGO, 2009). Também conhecida pelo termo “transfronteiriça”.

Dependendo do investidor (empresa ou fundos) e da estratégia considerada pós F&A, a operação é classificada como:

- a) Operacional: Quando uma firma (investidor estratégico) realiza a aquisição com o objetivo de obter ganhos sinergia, melhorias operacionais e gerenciais, ou também acesso a novos mercados;
- b) Financeiras: Quando os compradores objetivam a busca por retornos financeiros rápidos (MINADEOS; CAMARGOS, 2009). Aqui serão consideradas as aquisições realizadas por fundos de *Private Equity*, que em geral compram empresas com o intuito de reestruturá-la para uma venda posterior.

O processo de globalização, abertura e integração de mercados, impulsionado por grandes desregulamentações e privatizações a partir dos anos 90, criou uma significativa busca por vantagens competitivas em escala mundial, aumentando assim a intensidade de aquisições transnacionais.

² Associação de empresas com o objetivo de explorar oportunidades de negócio temporariamente (JANNET; HENESSEY, 1998)

2.2 FUNDAMENTOS E MOTIVAÇÕES PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES

Esta seção tem por objetivo fornecer alicerces teóricos que sustentem as decisões das corporações em realizar operações de fusões e aquisições. Este entendimento é considerado fundamental para o compreender a expansão e o perfil das aquisições. De acordo com Kloeckner (1994, pg. 42): “[...] não existe qualquer teoria geral sobre este tipo de evento, mas um conjunto de explicações que se propõem a lhe conferir legitimidade, vinculados a alguns aspectos específicos de algumas das teorias de empresas”. Segundo Camargos e Coutinho (2008, p. 275), “Berkovitch e Nayaranan (1993) atentam para a dificuldade de se distinguir o verdadeiro motivo por trás de uma F&A”. Inicialmente são expostas explicações derivadas da teoria neoclássica da firma, onde se supõem um universo de informação perfeita, onde agente é considerado um maximizador de resultado, buscando o tamanho ótimo da firma que satisfaça esta condição. Por outro lado, também são destacadas as explicações que derivam da relação de agência, que versa sobre a decisão dos administradores da companhia, em relação a sua utilidade individual. Adicionalmente, uma proposta alternativa é apresentada, considerando que a ocorrência de operações de Fusões e Aquisições pode ser consequência de decisões irracionais e assimetrias de informação. Existe, segundo a literatura derivada dos diferentes enfoques sobre empresas, uma série de motivações para a realização de Fusões e Aquisições, sendo estes descritos nas subseções abaixo.

2.2.1 Teoria da Firma e Sinergias Operacionais

Os estudos aplicados a empresas contemplando a visão sobre as mesmas, seus objetivos e o ambiente na qual estão inseridas, tem como origem o racional de eficiência da escola Clássica. Utilizando uma visão exógena da firma, entende que a mesma aloca de maneira eficiente fatores produtivos através de uma função de produção. Como resultado desta racionalidade objetiva, tem-se a maximização de lucros e riqueza dos detentores de capital, uma vez que não há separação entre propriedade e controle. Camargos e Coutinho (2008) consideram que a abordagem neoclássica posterior mantém uma visão exógena e abstrata sobre a firma, porém reconhece a existência de diferenciais produtivos relacionados ao conhecimento gerencial de cada uma, o que torna o ambiente de mercado mais complexo e incerto. Este diferencial é encarado como um quarto fator de produção (terra, trabalho, capital e conhecimento), adicionando uma variável a mais na função de produção que determina o

comportamento da firma. Neste contexto, operações de F&A são encaradas como tentativas de melhora no mecanismo de alocação de recursos, baseadas principalmente nos ganhos de eficiência gerados por ganhos de sinergias operacionais e administrativas derivadas da combinação das empresas.

As sinergias podem ser entendidas como um efeito do trabalho, ou esforço coordenado, entre dois ou mais agentes, para busca de um objetivo mais difícil de ser atingido individualmente. A busca por sinergias operacionais ou financeiras consiste na forma mais evidente de criação de valor, sendo apontada como meta mais relevante a ser alcançada em uma operação de fusão ou aquisição estratégica. Segundo Berkovitch e Narayanan (1993³ *apud* PATROCÍNIO *et al.*, 2007, p. 209) “(...) a sinergia pressupõe que tanto os gestores das empresas adquirentes quanto das empresas-alvo maximizem a riqueza dos acionistas e, assim, só participem de operações de aquisição se estas resultarem em ganhos para acionistas de ambos os lados”.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995), quantificam de forma simples o ganho de sinergia de acordo com a seguinte fórmula:

$$\sum_{t=1}^T \frac{\Delta FC_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Considerando ΔFC_t como variação do fluxo de caixa proporcionado por uma operação de fusão, se o somatório deste, descontado a uma taxa r , for positivo, então se diz que houve algum tipo de sinergia operacional nesta operação. Martelac, Pasin e Cavalcante (2006), apontam ainda que esta melhora no fluxo de caixa pode ser originada a partir de um incremento de receitas, redução do custo de capital global ou ainda redução de custos ou impostos. Conforme Key (1995), não há garantias mínimas de que uma operação de fusão ou aquisição gere sinergias positivas, dependendo da duração de tempo que leva o processo de reestruturação e a eficiência da integração entre as empresas.

As fontes de sinergias abordadas pela literatura são: Economias de Escala; Integração Vertical; Eficiência Administrativa; Poder de Mercado; Recursos Complementares e Diversificação. Estas fontes são apresentadas detalhadamente nos subitens abaixo.

³ BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: An empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington v. 28, n. 3, p.347/362, sep. 1993.

2.2.1.1 Economias de Escala

A redução de custos através da obtenção de economias de escala é a justificativa principal para a ocorrência de aquisições horizontais, e em menor intensidade na formação de conglomerados (BREADLEY, MAYERS E ALLEN, 2008). De acordo com Kupfer e Hasanclever (2002), a obtenção de economias de escala está associada a fontes reais e pecuniárias. Considerando a função de custo de produção da seguinte forma, onde x_i é a quantidade do insumo i e p_i é o preço:

$$C(q) = \sum_{i=1}^n x_i p_i \quad (2)$$

Se a firma expandir a produção a um multiplicador θ , e $C(\theta q) < \sum_{i=1}^n \theta x_i p_i$, significa que a quantidade de insumos necessária, cresce a uma proporção menor do que o multiplicador da produção. Considerando o preço dos insumos constantes, há economias de escala reais, onde a redução proporcional na quantidade de insumos é consequência de mudanças no método de produção proporcionado pela expansão da quantidade produzida. Neste contexto a aquisição de uma empresa e por consequência sua capacidade produtiva, serviriam como fator gerador do aumento de produção na firma adquirente.

Dentre as fontes de economias de escala reais apontadas por Kupfer e Hasanclever (2002), os ganhos com especialização mostram-se os mais relevantes para o caso de fusões e aquisições, visto que a divisão do trabalho, com maior especialização dos trabalhadores e realocação dentro dos departamentos da nova empresa conjunta, tem capacidade para gerar ganhos de produtividade. As demais fontes de economias de escala reais, citadas por Kupfer e Hasanclever (2002), como a indivisibilidade técnica, economias geométricas, e economias relacionadas à lei dos grandes números, não ocorrem por efeito direto de uma fusão, uma vez que estão relacionadas diretamente à expansão do parque fabril. Os ganhos de escala ditos pecuniários são originados mediante redução de preço dos insumos. O maior nível de compras da nova empresa lhe confere maior poder de barganha frente a seus fornecedores, influenciando nas negociações de preço e condições especiais de prazos e entrega das matérias-primas.

Portanto, a diminuição do custo médio unitário dos produtos viria como consequência do aumento do nível de eficiência operacional, do nível de produção da firma após a combinação, além de possibilitar um enxugamento nas áreas centrais como a da administração, departamento comercial e marketing.

2.2.1.2 Integração Vertical

Uma operação de fusão ou aquisição vertical consiste em um veículo direto para a ocorrência de processos de integração vertical nos setores. O objetivo, segundo Bradley, Mayers e Allen (2008) é a obtenção de máximo controle sobre o processo produtivo da cadeia, agregando o número de fases intermediárias que antes eram de terceiros, aprofundando a empresa em sua área de atuação e permitindo uma melhor coordenação e administração do processo. Existem diversos benefícios em métodos como este, o mais importante diz respeito à segurança quanto ao suprimento e escoamento dos produtos, de acordo com Silva (1997, p. 9):

A integração vertical tende a aumentar a segurança, posto que a empresa teria um controle maior sobre itens como qualidade, prazo, preço, especificações técnicas, atendimento ao consumidor, escoamento da produção, ritmo de expansão, etc. A efetivação dessas vantagens, no entanto, irá depender da conjuntura econômica e do grau de maior ou menor eficiência e confiabilidade dos fornecedores e distribuidores.

A integração vertical é vantajosa também por possuir potencial para redução de custos de transação, segundo Silva (1997), barateando gastos com levantamento de fornecedores, testes sobre controle de qualidade dos produtos fornecidos e gestão de estocagem de matérias-primas. A apropriação dos lucros de outras firmas da cadeia é outro motivo que explica uma fusão vertical, geralmente quando o setor está em expansão, ocorrem mais integrações verticais para trás, em direção ao fornecedor, uma vez que o preço dos insumos tende a subir mais rapidamente que os preços do produto acabado.

As integrações verticais para frente, em direção aos consumidores, com objetivo de apropriação de suas margens de lucro, acontecem em períodos de retração de demanda, também como forma de manutenção dos volumes de produção. Esta integração jusante possibilita ainda um aumento de capacidade de contrapor o poder de vendedores finais, e aproximar a firma dos consumidores, como argumenta Silva (1997, p. 12): “[...]o objetivo da integração pode não ser o de conquistar uma parcela significativa de mercado, mas funcionar como elemento sinalizador ou moderador de mercado e possibilitar um contato mais estreito com o consumidor final.”. O aumento do poder de mercado é consequência de um processo de integração vertical, elevando o nível de barreiras à entrada do setor, o que dificulta o aparecimento de concorrentes diretos ou a formação de grupos empresariais robustos nas pontas da cadeia.

Silva (1997) defende que os resultados de processos de integração vertical são mais efetivos quando a firma propulsora, no caso aquela que está comprando, apresenta anteriormente um ritmo mais forte de crescimento do que seus clientes ou fornecedores. A operação de fusão vertical seria uma estratégia corporativa para a superação dos fatores limitadores de sua expansão. As desvantagens de integrações fornecem um quadro de fatores restritivos a este tipo de fenômeno, justificando a constatação de Bradley, Myers e Allen (2008) de que nos últimos anos há uma queda no mesmo. Uma integração gera uma perda de flexibilidade em contraponto ao aumento do aprofundamento da empresa em seu ramo de atuação, além de expor a empresa ao risco de um processo mal sucedido, onde a diferença entre métodos de produção, administração e contabilidade pode resultar em um fracasso organizacional e administrativo na firma.

2.2.1.3 Eficiência Administrativa

Este tópico não trata da melhora na eficiência administrativa conjunta após uma fusão mediante realocação de tarefas, e sim da hipótese de substituições de administradores nas empresas adquiridas. Manne (1965), Jensen E Meckling (1976) e Fama (1980) argumentam que as aquisições podem ser motivadas por uma má administração da empresa alvo, sendo a substituição destes administradores essencial para o desempenho pós-aquisição. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), alguns antigos gestores tem dificuldade em perceber determinadas mudanças mercadológicas ou no processo de produção, relutando em abandonar antigas estratégias e estilos empresariais nas quais passaram anos desenvolvendo. Sendo assim, uma fusão ou aquisição seria um mecanismo de substituição de gestores ineficientes, melhorando o desempenho da firma.

Dados empíricos corroboram com o argumento da tentativa de melhora da eficiência via troca de gestores, Martin e McConnel (1991), estimaram que a probabilidade de troca do presidente do conselho de administração é quatro vezes maior no ano seguinte a uma fusão ou aquisição, assim como de acordo com pesquisa realizada pela PWC no Brasil em 2008, aproximadamente 22% dos gestores não permanecem no cargo após uma fusão. Este tipo de justificativa pode ser empregada tanto em fusões horizontais, verticais ou conglomerados, no entanto é difícil apontar se a operação ocorreu em virtude deste fato, ou se o mesmo é apenas consequência de decisões estratégicas de integração após a operação.

2.2.1.4 Poder de Mercado

Autores como Weston e Brigham (2000), argumentam que um dos motivos de interesse em processos de aquisições seria o de aumento de poder de mercado. Tendo maior dominância, a firma poderia exercer este poder basicamente de três formas, de acordo com Mendonça, Reis e Mendonça (2006), obtendo ganhos em função de perdas de seus concorrentes:

- a) Exercício Coordenado de Poder de Mercado: Conduta paralela de colusão tácita junto a competidores, definindo preços mais elevados em comparação a um ambiente de competição sadia;
- b) Exercício Unilateral de Poder de Mercado: Diz respeito à conduta da própria empresa fundida somente, adotando estratégias mercadológicas diferentes daquelas assumidas enquanto estavam separadas e eram concorrentes;
- c) Efeitos Anticompetitivos Exclusionários: Criação de dificuldades de acesso a insumos básicos de produção a seus concorrentes.

Ao contrário das economias de custo em função de escala, integração vertical e busca por eficiência administrativa, os benefícios de uma fusão que vise o aumento do poder de mercado e seu exercício são socialmente questionáveis. Em função disto, existem políticas regulatórias impostas pelo Estado na figura das leis antitruste. Esta legislação tem o objetivo de prevenir uma concentração excessiva nos mercados, bem como o exercício de ações que ataquem o bom funcionamento da livre concorrência. No Brasil, qualquer operação que envolva empresas com faturamento anual maior ou igual a R\$ 400 milhões (compradora) e R\$ 30 milhões (alvo) deve passar por avaliação dos órgãos de defesa econômica segundo a Lei 12.529/11⁴ (BRASIL, 2011).

2.2.1.5 Recursos Complementares

As decisões de aquisição, por parte da firma investidora, podem se basear na busca por sinergias a partir de recursos disponíveis na firma correspondente. Segundo Bradley, Myers e Allen (2008), em geral empresas maiores se interessam por determinado produto ou

⁴ Lei que reestruturou o SBDC, dando novos critérios para análises de atos de concentração pelo CADE.

tecnologia inovadora, desenvolvida por empresas de menor porte, que não possui recursos necessários como estrutura técnica e comercial para desenvolvê-los em larga escala. Nestes casos, a operação de fusão ou aquisição é uma opção menos custosa e mais rápida do que iniciar uma produção própria. A sinergia de uma fusão seria positiva, com resultado satisfatório para ambas as empresas, uma vez que uma complementa algum recurso deficiente da outra. Em concordância Hitt, Ireland e Harrison (2005⁵, *apud* TONDOLO; PUFFAL, 2010, p. 89) “A integração entre recursos complementares, através de fusões e aquisições, aumenta a possibilidade de a firma gerar valor, bem como, a sinergia criada pelos recursos complementares reduz a possibilidade de imitação por parte dos competidores”.

2.2.1.6 Diversificação

A diversificação como motivo para a realização de fusões e aquisições está presente principalmente em operações de formação de conglomerados. Diversificar atividades significa reduzir o risco global do negócio, no entanto há controvérsia na literatura a respeito do benefício deste fenômeno. É necessário aqui diferenciar o tipo de empresa envolvida na operação, sendo que para empresas de capital fechado o ganho parece claro, o que não se verifica para empresas de capital aberto e de alta liquidez, supondo um mercado de capitais eficiente. Segundo Weston e Brigham (2000), os gerentes frequentemente afirmam que a diversificação ajuda a estabilizar os resultados, através da diminuição da volatilidade da receita e redução de risco pela dependência de certos fatores de produção específicos a empresa inicial, em especial setores que utilizem poucos tipos diferentes de matéria-prima. Adicionalmente, a diversificação confere maior segurança e estabilidade para funcionários, fornecedores e clientes, mas não para o acionista.

Breadley, Myers e Allen (2008), argumentam que a diversificação é uma justificativa incorreta para explicar uma fusão de grandes empresas abertas, pois não aumenta o valor da empresa em mercados perfeitos, uma vez que o acionista tem meios mais baratos e menos custosos para diluir seu risco específico, como a venda de ações de sua companhia e a compra de ações de outra empresa. Empiricamente, os estudos de Morck, Shleifer e Vishny (1990), demonstram que a diversificação através da aquisição de empresas nos Estados Unidos nos anos 80 afetou negativamente o desempenho patrimonial de seus acionistas. Ross (1980), por

⁵ Hitt, M.; Ireland, D.; Harrison, J. S. (2005) Mergers and acquisitions. In: Hitt, M.; Freeman, R. E.; Harrison, (Edit). The blackwell handbook of strategic management. 2. ed. 384-408.

sua vez, sustenta que a diversificação só trará benefícios se aumentar significativamente a capacidade de endividamento do conglomerado.

2.2.2 Motivações Financeiras

Nem todas as operações de fusões e aquisições são motivadas por razões que buscam o aumento de eficiência operacional⁶. As fusões de caráter financeiro visam obter benefícios a partir de reestruturações societárias, que levem a melhora do fluxo de caixa da empresa. Em função disso, a literatura considera uma série de fatores relacionados a ganhos fiscais, opções de investimento e custo de capital para embasar a escolha racional de efetivação de uma fusão ou aquisição.

Weston e Brigham (2000) consideram o interesse em utilizar créditos fiscais, decorrentes de prejuízos operacionais em uma das empresas, como um motivo relevante na tomada de decisão em favor de uma fusão ou aquisição. Neste caso, alguma empresa deve contar com um importante saldo de benefícios fiscais, enquanto a outra deve manter bons resultados operacionais. De fato, Auerbach e Reishus (1988)⁷ apud Kloeckner (1994, p. 48), testaram hipóteses neste sentido. Utilizando uma amostra de 318 operações nos EUA entre 1968 e 1983, os autores concluíram que apesar dos créditos fiscais estarem presentes em 52 operações, com 69 casos onde empresas com bons resultados se associaram a firmas com prejuízo operacional, o ganho gerado pela economia com impostos não foi estatisticamente significativo, refutando então a motivação tributária. A respeito disso, segundo o artigo 514 do decreto 3.000/1999 (que regulamenta o imposto de renda no Brasil “A pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da sucedida (Decreto-Lei 2.341, de 1987, art.33)”, esta claro que em uma operação onde uma empresa lucrativa incorpora outra com prejuízos acumulados, a primeira não poderá se beneficiar dos créditos fiscais relacionados da segunda. No entanto a legislação nada menciona para o caso contrário, sendo assim, em casos atípicos, firmas que possuem créditos oriundos de prejuízos, poderiam incorporar outras com resultados positivos, proporcionando a possibilidade de utilização dos referidos créditos.

⁶ O termo “Eficiência operacional” vem sendo utilizado em seu sentido industrial. Ou seja, o melhor mix possível de insumos como maquinas e trabalho. Não confundir com eficiência de gestão financeira.

⁷ AUERBACH, Alan; REISHUS, David. **The effects of taxation on the merge decision**. In: AUERBACH, Alan, Corporate takeovers: causes and consequences. Chicago/Londres, universidade de Chicago, 1988b. P. 157-187

A literatura internacional considera que fusões e aquisições podem ser alternativas ao pagamento extraordinário indesejado de dividendos e a recompra de ações da própria companhia. Estes casos, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995) e Bradley e Myers (2008), geralmente acontecem em setores de maturidade avançada, onde a empresa conta com bons fluxos de caixa, mas com poucas oportunidades internas de investimento. A distribuição dos fundos excedentes sob forma de dividendos, pode não ser desejada em virtude da incidência de imposto de renda sobre o acionista, já uma recompra de ações poderia representar um alto custo, além de existir a possibilidade de ser vetada por órgãos reguladores⁸. Em função disto, os fluxos de caixa excedentes podem ser utilizados na aquisição de outra empresa na mesma faixa de risco, ou de parte de suas ações, mesmo que não se obtenha economias operacionais. Kloeckner (1994), argumenta que este tipo de análise deve ser aplicado com cautela em operações brasileiras, uma vez que neste país a distribuição de dividendos para os acionistas não sofre incidência tributária.

A redução do custo de capital é muitas vezes esperada após as operações de fusões e aquisições, deseja-se que a nova companhia, agora maior, consiga captar recursos a taxas mais baixas. No entanto, esse argumento é controverso. Segundo Bradley e Myers (1992) e Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a vantagem financeira reside na emissão de títulos, uma vez que os custos para tal procedimento estão sujeitos à economia de escala. De fato, o estudo de Lee, Louchhead, Ritter e Zhao (1996), aponta que a margem de intermediação dos *underwriters*⁹ em emissões primárias de ações, emissões secundárias e de títulos de dívida de diversas empresas americanas em 1994, caem vertiginosamente de acordo com o montante emitido. No tocante a redução da taxa de juros dos empréstimos, esperada em um mercado de bom funcionamento, Bradley e Myers (1992) argumentam que não há um ganho líquido após a fusão, uma vez que esta taxa mais baixa é consequência da maior capacidade de garantia resultante da operação, quando as empresas podem garantir as dívidas uma da outra. Sendo assim só haverá ganho, segundo Bradley e Myers, (1992, pg. 924): “[...] se a fusão permitir um aumento do endividamento e do valor dos benefícios fiscais resultantes do juro”. Os referidos autores baseiam-se na teoria de que o percentual ótimo de capital de terceiros é aquele que iguala o benefício marginal deste capital ao seu custo de dificuldade financeira gerado, assim a expansão da capacidade de endividamento, expande também os benefícios fiscais adicionais. Já Ross, Westerfield e Jaffe (1995) consideram que fusões e aquisições

⁸ Em diversos países, incluindo os Estados Unidos, é proibida a recompra de ações com objetivo único de evitar o pagamento de dividendos.

⁹ Intermediário financeiro que é responsável pela subscrição de ações no mercado

tendem a diminuir a variabilidade dos ganhos operacionais e do valor de mercado da empresa sucessória, caso não haja correlação perfeita entre os papéis das empresas que se fundiram. Esta menor variabilidade teria a capacidade de reduzir o custo de captação frente aos credores. Kloeckner (1994) aponta que em fusões do tipo conglomerado, a redução de risco de insolvência das empresas após a operação é conhecido como cosseguro.

Kloeckner (1994), argumenta que a relação entre o valor de mercado das empresas e o valor de substituição de seus ativos pode vir a ser mais uma motivação para o acontecimento de Aquisições. Utilizando a teoria de investimento de Tobin, expõem que se a razão Q de Tobin de determinada empresa for maior do 1, a mesma será alvo de ofertas de aquisição. Onde Q de Tobin é dado por:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações}}{\text{Custo de Reposição}} \quad (3)$$

Onde se considera o custo de reposição como o custo incorrido ao adquirir estes ativos. Segundo Benston (1980¹⁰ *apud* Kloeckner, 1994, p. 25), testou empiricamente este argumento no período de 1972 a 1977 em uma base de dados de aquisições de empresas americanas. O autor constatou que de todas as operações de sua amostra, a média entre a razão contábil e o valor de mercado¹¹ ficava entre 1,12 e 1,92. Segundo o autor, conclusão é de que este fato ajuda a explicar a onda de fusões e aquisições ocorridas durante a década de 1970. A referida justificativa parece ter fundamentação mais significativa em determinados setores produtivos, essencialmente onde há elevados custos fixos. Weston e Brigham (2000) fornecem um exemplo esclarecedor, lembrando que as empresas petrolíferas na década de 80 poderiam adquirir reservas mais facilmente comprando outras empresas do segmento, uma vez que este custo era mais baixo do que o valor gasto em novas prospecções.

2.2.3 Expectativas Assimétricas

Esta seção oferece uma hipótese alternativa ao racional de eficiência baseado em sinergias operacionais e empresariais. O entendimento das expectativas assimétricas pode ser encaradas por uma tentativa de analisar de forma mais realística o universo que compreende a tomada de decisão por novas combinações empresariais. Estas decisões são consideradas

¹⁰ BENSTON, G. J. **Conglomerate mergers: causes, consequences and remedies**. Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1980.

¹¹ O inverso do Q de Tobin

como escolhas individuais, sujeitas a erros, no entanto, de maneira agregada, não abandona-se a premissa de um mercado eficiente.

Seguindo a premissa de que uma fusão ocorre por expectativas futuras de aumento na riqueza das firmas combinadas após uma operação, Gort (1969) no ensaio *An Economic Disturbance Theory of Mergers* faz uso de uma nova perspectiva para a interpretação dos fatores motivantes para tais operações. Considerando que as motivações ligadas aos ganhos sinergia provenientes da teoria da firma clássica, não são suficientes para explicar todo o universo de fusões, o autor avança na hipótese de que as forças que geram diferenças nas avaliações das empresas são decisivas para determinar o crescimento das ondas de fusões entre setores e ao longo do tempo.

Esta interpretação refuta a condição básica de modelos onde às expectativas sobre o fluxo de caixa futuro das empresas é a mesma, ou seja, baseado em um conjunto idêntico de oportunidades em função do acesso a informação homogênea e de forma simultânea. O fator-chave do argumento reside no fato de que há significativas discrepâncias no *valuation*¹² dos ativos, fruto de diferenças de expectativas sobre os resultados futuros e a mensuração do risco associado. Em ocasiões na qual a diferença pende para uma avaliação mais positiva por parte de alguma firma do mercado, do que para os próprios controladores, há alta probabilidade de que ocorra uma proposta de compra. Segundo Gort (1969, p. 626):

A transaction will occur only when two conditions are satisfied: (a) a non-owner must have an estimate of an asset's value that is higher than that of some owner, and (b) the buyer's "investor's surplus" that is, the difference between his estimate of the value of the asset and its market price, must be greater than his investor's surplus for every other asset he can buy within the limits of his budget

A diferença de expectativa entre os agentes é advinda de qualquer tipo de choque ou distúrbios econômico, em especial pela rápida mudança tecnológica nas empresas e por grandes movimentos nos preços das ações das mesmas. A mudança tecnológica fomenta novos produtos e novos processos, alterando custos e preços futuros, e, portanto comprometendo a contribuição de acontecimentos do passado para a estimação de resultados presentes nos cálculos de *valuation*. Já uma brusca mudança de preço também rompe com tendências do passado e influencia de maneira distinta o cálculo de investidores e acionistas das empresas-alvo. Quando os preços estão em baixa, há uma tendência de que os detentores considerem seus ativos subvalorizados, já em movimentos de alta a probabilidade de

¹² Métodos de avaliação de empresas, em sua maioria baseiam-se no fluxo de caixa futuro descontado e em múltiplos operacionais de aquisições semelhantes.

diferenças de avaliação, onde investidores melhor avaliam os ativos, causa um considerável aumento na frequência das fusões.

Considerando os fatores relevantes que geram diferenças significativas nas avaliações, e por consequência operações de fusões e aquisições, Gort (1969) propõem e testa três equações explicativas, segundo uma amostra de 600 aquisições de indústrias de transformação de 1951 até 1959 nos Estados Unidos. Gort (1969, p. 633):

$$(1) Y = f(T, C, G) \quad \frac{\partial Y}{\partial T} > 0, \frac{\partial Y}{\partial C} > 0, \frac{\partial Y}{\partial G} > 0 \quad (4)$$

$$(2) Y = h(C, G, \Delta C/C) \quad \frac{\partial Y}{\partial \Delta C} > 0, \frac{\partial Y}{\partial G} < 0, \frac{\partial Y}{\partial \Delta C/C} > 0 \quad (5)$$

$$(3) Y = h\left(\frac{\Delta A}{A}, G, \Delta P/P\right) \quad \frac{\partial Y}{\partial \Delta A/A} > 0, \frac{\partial Y}{\partial G} < 0, \frac{\partial Y}{\partial \Delta P/P} > 0 \quad (2)$$

Onde,

Y = Crescimento de fusões e aquisições

T = Variável de mudança Tecnológica

C = Taxa de concentração

G = Crescimento do mercado

A = Tamanho médio da firma

O objetivo era entender quais das variáveis mencionadas (mudança tecnológica, concentração de mercado, crescimento do mercado e tamanhos médio das firmas), explicaria melhor as ondas de crescimento das fusões e aquisições no período. O estudo concluiu que a relação positiva entre a taxa de fusões e aquisições e o crescimento da indústria é consistente nas três equações, já a correlação entre a mesma e a variação no tamanho das firmas é consistente, porém pequena. A variável de concentração de mercado não foi significativa em nenhuma das equações.

2.2.4 Maximização de Utilidade Gerencial e Relação de Agência

A ideia de maximização de utilidade gerencial surge dentro da evolução da teoria da firma, mantendo o comportamento maximizador dos indivíduos, mas colocando-se em oposição em alguns aspectos sobre a ideia única de maximização da riqueza da firma. Esta diferenciação nasce em função da existência de uma relação de Agência entre os principais atores endógenos às organizações, pressupondo o surgimento de conflito de interesses e assimetria informação.

Jensen e Meckling (1976, pg. 5), define a relação de agência como: *“as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”*. Portanto a estrutura agente/principal se estabelece quando os proprietários do capital (Principais) delegam as funções gerenciais que afetam diretamente o seu rendimento para outros indivíduos (Agentes). Esta estrutura e os prejuízos decorrentes tem ampla aplicação em diversos problemas organizacionais e decisórios, incluindo aqui a opção por ampliação dos negócios via fusões e aquisições.

A relação de agência surge como consequência da separação entre a propriedade e controle das firmas, a partir do crescimento das corporações e aumento da complexidade de suas atividades. Segundo Berle e Means (1932¹³ *apud* KLOECKNER, 1994, p. 44), as teorias de empresas baseadas puramente na eficiência operacional são insuficientes, uma vez que deixam de considerar a evolução estrutural e societária das corporações ao longo do tempo. As corporações modernas surgem a partir do desenvolvimento do sistema de fábrica, onde cada vez mais trabalhadores são colocados sob responsabilidade da mesma direção, além das estruturas societárias caracterizadas por diversos investidores donos de pequena fração da companhia. De acordo com Camargos e Barbosa (2008, p. 207) *“as atividades de F&A guardam, assim, relação estreita tanto com o surgimento, crescimento e "humor" do mercado de capitais quanto com o surgimento das grandes corporações, denominadas "corporações modernas" por Eberle Junior e Means (1932).*

A separação entre propriedade e controle produz assimetrias de informação, uma vez que os administradores estão ligados diretamente a negociações diárias e ao universo de variáveis que condicionam a tomada de decisão, em contrapartida ao acionista que depende das informações que os agentes provisionam. De acordo com Berle e Mens (1932), a

¹³ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. Nova Iorque: Macmillan, 1932.

separação produz uma condição não limitadora, onde os interesses divergem e existe um poder discricionário dado aos administradores. O conflito de interesses é resultado das diferentes variáveis que condicionam a maximização de utilidade de cada ator (Agente e Principal). Enquanto o principal objetiva a maximização de capital, ou seja, maximização de riqueza da firma. O agente, segundo Marris (1994), auferir sua utilidade com variáveis como salário, poder e status, itens relacionados ao tamanho da corporação.

Byrd (1998) cita ainda outros elementos perseguidos por administradores como maximização da segurança do emprego, minimização do esforço, uso de itens corporativos de luxo desnecessários, horizontes de tempo mais curtos para a satisfação de metas e maior nível de aversão ao risco em relação aos acionistas. Assumindo a divergência de interesses, e a assimetria de informação, o esforço e o gasto incorrido pela organização para minimizar os prejuízos relacionados aos mesmos são chamados pela literatura de custos de Agência.

Existem diversos mecanismos para a redução dos prejuízos de agência, de acordo com Jensen e Meckling (1976), os acionistas devem estabelecer incentivos apropriados para que o administrador aja de acordo com o interesse de maximização de riqueza da firma, no entanto, obviamente que estes incentivos representam custos para a organização. A construção de contratos formais e informais, que gerem incentivos como o programa de participação nos lucros, bônus de resultados para gestores e sistemas de monitoramento de gestão e pressão sobre o administrador, seriam exemplos de custos de agência.

Byrd, Parino e Pritsh (1998) argumentam que a propriedade de ações por parte dos gestores ajuda no alinhamento de interesses, reduzindo o incentivo ao uso excessivo dos recursos em itens corporativos de luxo. A distribuição de ações aos diretores pode ainda mudar a sua percepção de risco, no entanto esta medida deve ser utilizada com cautela, uma vez que a posse demasiada na participação da empresa pode possibilitar o bloqueio de outros mecanismos de interesse aos acionistas. Os autores defendem ainda que a existência de um conselho de administração forte e independente tem o poder de limitar e supervisionar decisões gerenciais importantes zelando pelo interesse do acionista.

Jensen (1986) argumenta que fusões e aquisições são mais propensas a destruir valor do que criar então sua realização evidenciaria um claro conflito de interesse entre os gestores que optaram pela operação e os acionistas. Os administradores seriam incentivados a expandir suas firmas para além de seu tamanho ótimo, visando o aumento de seu próprio poder e salário, estes oriundos do aumento de recursos sob seu controle. Operações de fusões e aquisições seriam uma forma rápida de expansão, além de representar um gasto que não é

distribuído ao acionista. Segundo Marris (1963)¹⁴, apud Camargos e Barbosa (2003, p.23), “ao invés de procurar por empregos em organizações maiores, os gerentes concentram seus esforços no crescimento das firmas por eles administradas, pois este agrega tanto componentes de tamanho como de segurança. Estão, assim, mais preocupados com a alta taxa de crescimento da firma do que com a rentabilidade desta”. Os argumentos dos autores revelam que operações de fusões e aquisições, podem ser geradas em virtude do objetivo de aumento de utilidade gerencial, em contraponto ao fundamento de maximizações de riqueza da firma e rendimento dos detentores do capital.

2.3 SÍNTESE DO CAPÍTULO

O capítulo tratou inicialmente de conceituar e descrever os tipos de fusões e aquisições, explicando a diferença entre os termos. Adicionalmente, expõem as diversas classificações de F&A quanto ao setor em que as empresas estão inseridas, podendo assim ser analisadas como aquisições Horizontais (mesmo segmento de mercado), Aquisições Verticais (diferentes níveis de um mesmo setor) ou Conglomerados (mercados distintos). São citados também as diferentes formas de aquisição de uma empresa.

Na segunda seção, buscou-se explicar os alicerces teóricos que explicam o interesse das firmas em aliar-se em uma fusão ou aquisição. Com base na teoria da firma, foram explicadas cada uma das fontes relevantes de sinergias em uma operação de F&A. As Economias de escala buscam a redução dos custos através de especialização e aumento de produção; a integração vertical, agrega fases intermediárias, permitindo um melhor controle sobre o processo produtivo; o remanejamento e substituição de gestores atua na melhora da eficiência administrativa; o poder de mercado confere uma maior capacidade de coordenar preços e condições de negociação com clientes e fornecedores; a busca por recursos complementares gera sinergias a partir da incorporação de tecnologias de uma forma mais rápida e direta; e a diversificação presente na formação de conglomerados permite a redução do risco global dos negócios ao expandir para setores diferentes.

Existem também, segundo a literatura pesquisada, motivações financeiras para o acontecimento de F&A. Sejam elas a partir de créditos fiscais, alternativas ao pagamento extraordinário de dividendos e recompra de ações ou a controversa possibilidade de captação de recursos a taxas mais baixas e prazos mais cômodos, reduzindo seu custo de capital.

¹⁴ MARRIS, R. A model of the managerial enterprise. **Quarterly Journal of Economics**, Boston, v.77, n. 2, p. 185-209, Maio 1963.

Foi apresentada uma hipótese ligada a assimetria de expectativas como alternativa ao racional de eficiência das sinergias operacionais, a maximização da utilidade gerencial. Segundo Gort (1969), há significativas diferenças no valuation dos ativos, fruto de discrepâncias de expectativas sobre resultados futuros e riscos associados. A tese central é de que possíveis erros de avaliação podem ocorrer e ser mantidos em razão do excesso do entusiasmo dos tomadores de decisão.

Utilizando o arcabouço da relação de agência, argumentou-se que fusões e aquisições podem ser efetivadas também em função de um comportamento maximizador dos agentes (diretores), mesmo que este seja prejudicial ao interesse dos principais (proprietários do capital). Os administradores seriam incentivados a expandir suas firmas para além de seu tamanho ótimo, visando o aumento de seu próprio poder e salário, estes oriundos do aumento de recursos sob seu controle. Operações de fusões e aquisições seriam uma forma rápida de expansão, além de representar um gasto que não é distribuído ao acionista.

3 FATORES CONDICIONANTES PARA O CRESCIMENTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESA NO BRASIL (1990-2012)

O número de operações de F&A experimentou um significativo crescimento a partir dos anos 90¹⁵. Este capítulo se propõe a investigar os aspectos determinantes para esta onda de expansão da atividade de fusões e aquisições no Brasil ao longo do período 1990-2012. Observa-se que este fenômeno foi condicionado tanto por mudanças do cenário internacional, como por transformações estruturais internas da economia brasileira, esta última com maior relevância segundo a literatura.

A mudança e evolução do panorama do mercado internacional ocorrido nos anos 90, com maior integração e globalização, aliada a crescente liberalização econômica nos países periféricos, promoveu uma mudança nos padrões de investimento estrangeiro direto dos países centrais. Esta nova dinâmica que disponibiliza maiores montantes para investimentos em países de demanda reprimida tem relevância para este estudo, uma vez que, a partir deste ponto, grande parcela destes investimentos materializou-se em operações de F&A transfronteiriças. Em outros termos, mesmo com as profundas mudanças estruturais vividas pelo país, era logicamente necessário que o investidor estrangeiro optasse pelo veículo das aquisições de empresas já existentes no país. Além disso, segundo Miranda e Martins (2000), o elevado nível de liquidez adquiridos por grandes bancos e empresas internacionais canalizou-se em parte para o financiamento das atividades de F&A de empresas.

Em um contexto de esgotamento do processo de substituição de importações implementado na década de 1930, o sistema econômico brasileiro passou por profundas mudanças estruturais que alteraram o ambiente econômico nacional a partir dos anos 90. De acordo com Cano (2002), Miranda e Martins (2000) e Marion Filho (2010), a abertura comercial, liberalização financeira, o plano Real, a política de privatizações, os canais de financiamento público e a estrutura regulatória são encaradas como variáveis explicativas na evolução dos processos de aquisições de empresas, sendo a ligação entre ambas melhor detalhada nesse capítulo.

3.1 PANORAMA INTERNACIONAL DO IDE A PARTIR DOS ANOS 90

O entendimento das motivações para a ocorrência de transações internacionais insere-se inicialmente nas teorias que buscam esclarecer a dinâmica do IDE dos países. Neste

¹⁵ Ver seção 4.4

contexto, o paradigma Ownership, Location, Internalization (OLI), apresentado por Dunning (1998), é o mais citado para tal explicação segundo a literatura. De acordo com Marion Filho e Viera (2010, p. 111), o pressuposto divide as motivações nas quatro classificações abaixo:

- a) *Resource Seeking*: Exploração de recursos naturais e mão de obra não qualificada;
- b) *Market Seeking*: Exploração do mercado doméstico da empresa alvo;
- c) *Efficiency seeking*: Busca de racionalização da produção visando obtenção de economias de escala;
- d) *Strategic asset seeking*: Adquirir recursos e capacidade para as empresas investidoras em seus mercado globais.

Segundo a United Nation Conference on Trade and Development (UNCTAD , 2000), o local de destino do IDE é determinado como uma função de custos de transporte, tamanho do mercado e suas características, além da situação institucional do país. No entanto se a motivação principal for a de *Strategic asset seeking*, o atrativo principal será o nível de desenvolvimento tecnológico e educacional do local. Embora este paradigma seja construído para sustentar o IDE sob forma de investimentos em *Greenfield*¹⁶, UNCTAD (2000) considera que os pressupostos de OLI são igualmente úteis para serem empregados em operações de F&A cross-border em países em desenvolvimento, onde em geral a empresa investidora é muito maior do que a empresa-alvo, e raramente ocorrem megafusões.

De acordo com UNCTAD (2000), objetivando aumentar a atração de capitais externos, a maioria dos países implementou uma crescente flexibilização de seus regimes de IDE a partir do início da década de 1990. Estas modificações aparecem não só sob forma de remoção de restrições relativas propriedade e requisitos de autorização, mas também como promoção ativa no tocante ao tratamento legal, proteção, financiamento e garantias do processo. Segundo a tabela abaixo, quanto ao número de países que introduziram mudanças, houve um expressivo crescimento de 35 em 1991 para 76 em 1997. Dentre as mudanças, pouquíssimas foram desfavoráveis à entrada de capital externo.

¹⁶ Forma de investimento externo na qual a empresa transnacional constroi uma nova planta produtiva em país estrangeiro

Tabela 1 - Mudanças regulatórias nacionais (1991-1999)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Países *	35	43	57	49	64	65	76	60	63
Mudanças Favoráveis **	80	79	101	108	106	98	135	136	131
Mudanças Desfavoráveis ***	2	-	1	2	6	16	16	9	9

Fonte: UNCTAD (2000), Baseado em fontes nacionais

Nota: * Número de países que introduziram mudanças no seu regime de investimentos internacionais

** Número de mudanças regulatórias que favoreceram o fluxo de IDE

*** Número de mudanças regulatórias que desfavoreceram o fluxo de IDE

Dunning (1988) apud Marion Filho e Viera (2010), defende que a partir deste período, as firmas decidem fazer mais F&A cross-border como forma de investimento direto, em oposição aos investimentos em *Greenfield* dominantes até meados da década de 80. De fato, de acordo com a base de dados de UNCTAD (2000), a maior parcela de IDE foi voltada às aquisições de empresas. O valor destas operações no mercado mundial passou de US\$ 100 bilhões em 1987 para US\$ 720 bilhões em 1999. Já como percentual das operações totais, as transações *cross-border* passaram de 19% para 26% no mesmo período. Miranda e Martins (2000, p. 67) compartilham do mesmo argumento, mas também chamam a atenção para os avanços tecnológicos dos países emergentes:

Em contraste com as décadas anteriores, portanto, quando a instalação de filiais ou construção de novas plantas constituíam a forma usual de conquista de mercados, as fusões e aquisições transfronteiriças constituem agora o principal instrumento de penetração em novos mercados e de consolidação de market share global das empresas transnacionais. As mudanças que vêm ocorrendo nas formas de desregulamentação das economias nacionais e as alterações nos padrões tecnológicos de algumas indústrias e do setor de serviços respondem em parte por essa onda de fusões e aquisições na presente década.

As vantagens de uma aquisição direta frente à implementação própria de novas plantas variam de acordo com o perfil dos países alvo do investimento. Obviamente, raramente busca-se nos países em desenvolvimento acesso a propriedade, tecnologias e *know-how*. A vantagem nesse caso reside na rápida entrada no mercado, conhecimento do mercado local, e a já existência de relações com clientes, fornecedores, distribuidores e governo.

Observa-se que as operações internacionais têm extrema relevância para a evolução das F&A no Brasil. As transformações internas explicadas mais adiante criaram boas possibilidades de investimento externo, mas a mudança no cenário internacional em direção a preferência por operações de F&A *cross-border* também demonstra sua contribuição para explicar o quadro brasileiro, em linha com a situação mundial.

3.2 MUDANÇAS INTERNAS FAVORÁVEIS A FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS

O referido ambiente representa um conjunto de todas as variáveis intrínsecas ao sistema econômico e regulatório, que condicionam a evolução do processo de aquisições de empresas, sejam elas macro ou microeconômicas. Esta seção tem por objetivo explicar como importantes mudanças estruturais na economia brasileira favoreceram a construção de um ambiente propício a ocorrência de F&A de empresas, bem como descrever o sistema de apoio governamental e o marco regulatório sobre o tema. Cano (2002), chama atenção para a importância das condições macroeconômicas neste universo, em especial o grau de abertura econômica, o incentivo a reestruturação produtiva, a estabilidade de preços, as privatizações, o apoio governamental via BNDES para aquisições e a expansão do tamanho do mercado. Observa-se que todas estas variáveis citadas se alteraram de forma significativa a partir da adesão à reformas liberais e aos planos de estabilização de preços durante a década de 1990.

3.2.1 Liberalização Econômica e a Necessidade de uma Reestruturação Produtiva

O processo de industrialização brasileiro baseado no processo de substituição de importações iniciado por Vargas na década de trinta e estendido até seu esgotamento em meados da década de oitenta do século passado, fundamentava-se em uma economia fechada, forte presença do Estado na economia e pouca participação do capital privado em projetos de infraestrutura. As distorções advindas das intervenções do governo geraram segundo Silber (2002, p. 3) “concentração dos incentivos para vendas do mercado interno e externo em poucas firmas de grande porte favorecendo a formação e preservação de uma estrutura oligopolista, pouco afeita à concorrência e à mudança tecnológica”.

Castro (2001) estudou as implicações e dificuldades do ambiente inflacionário neste período para as empresas. Segundo o autor, as firmas centravam-se em decisões atreladas a sobrevivência e adaptação ao cenário instável, deixando em segundo plano a melhora de sua eficiência operacional e desenvolvimento de sua tecnologia. Ainda segundo Castro (2001), enquanto o resto do mundo desenvolvia novas técnicas produtivas e renovava métodos de organização gerencial, o Brasil perdia espaço e competitividade no mercado internacional. No contexto das reformas liberais na Europa e EUA, havia uma necessidade de mudança e adequação econômica do país com o resto do mundo industrializado de forma à recuperar seu caminho de crescimento.

A partir do final da década de 1980 e principalmente no início dos anos 90, o Brasil inicia seu processo de abertura e liberalização comercial. Segundo Azevedo e Portugal (1997, pg 1) a consolidação desta tendência se deu “(...)com a eliminação da maior parte das restrições não-tarifárias e o estabelecimento de um cronograma de redução das alíquotas de importação(...)”, de acordo com Averbug (1999, pg.46) “Entre 1988 e 1989, a redundância tarifária média caiu de 41,2% para 17,8%, foram abolidos sistemas especiais de importação, unificaram-se os diversos tipos de tributos incidentes sobre as compras externas”. Posteriormente no governo Collor, com uma nova Política Industrial e de Comércio Externo (PICE), foram tomadas várias medidas no sentido de ampliar o grau de inserção. Segundo a tabela 2 observa-se um relevante redução nas alíquotas médias de importação.

Tabela 2 - Aliquotas de importação e valor importado

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Alíquota média Simples (%)	32,12	25,19	20,78	16,49	13,97	13,07
Valor importado (US\$ milhões FOB)	20.661	21.042	20.554	22.797	33.106	49.263

Fonte: Baumann et al .(1997)

A abertura econômica demonstrou uma significativa diferença de produtividade entre as empresas brasileiras e suas novas concorrentes estrangeiras, fruto do período anterior de restrição ao livre mercado, manutenção de estruturas concentradas na produção e intervenção estatal (YANO e MONTEIRO, 2008). Segundo Cano (2002, p 93), “(...) (a indústria) se encontrava atrasada tecnologicamente, sem escala para competir internacionalmente ou internamente com os concorrentes estrangeiros ou com os produtos importados, sem apoio de política industrial, sem receber o devido apoio das instituições de fomento e sem um sistema bancário capaz de financiar sua reestruturação(...)”. Segundo a estratégia da época, as reformas liberalizantes e entrada do capital estrangeiro, viriam a promover a evidente a necessidade de um amplo processo de reestruturação produtiva da indústria no país. De acordo com Mario Filho e Knorst (2000, p.64), estas mudanças favoreceram o acontecimento de fusões de empresas:

Para algumas empresas, a adoção das políticas liberalizantes motivou a realização de fusões e aquisições, já que se encontravam diante de novos paradigmas de competitividade. Com a abertura comercial, as empresas brasileiras foram obrigadas a fazer uma reestruturação produtiva defensiva, pois não conseguiam competir com os produtores internacionais.

Conforme Marion Filho e Viera (2010, pg.116) a redução de restrições externas reorganizou os mercados e “provocou uma alteração nas estratégias das empresas que, após a liberalização comercial, passaram a preocupar-se com a aquisição de capacidade tecnológica e eficiência produtiva”. A forma como ocorreu o processo de abertura e mais tarde a desestatização, descoladas de qualquer política industrial, ajuda a explicar a expansão das fusões e aquisições no período (CANO, 2002). O ambiente de crescente competitividade e enfraquecimento das empresas nacionais em relação aos grandes grupos internacionais acabou redundando em um menor poder de resistência a ofertas de aquisição.

Como resultado de seu contexto macroeconômico, a reestruturação brasileira esperada foi limitada no período 1990-1994. Conforme a interpretação de Barros de Castro (2001), as empresas transnacionais aqui presentes, as quais liderariam o processo uma vez que mais facilmente poderiam se reestruturar importando tecnologia das matrizes no exterior, possuíam autonomia limitada. Em virtude do contexto inflacionário, existiam grandes dificuldades de integração e adequação dos padrões de conduta de suas matrizes. Castro (2001), argumenta que o contexto impediu o mercado interno de se beneficiar do aumento de competição.

Há um consenso de que o Plano Real, ao estabilizar a moeda e supervalorizar o câmbio, revitalizou o mercado doméstico, tornando a abertura comercial mais efetiva na reestruturação industrial. De acordo com o esquema apresentado por Castro(2001, p. 12), houve três grandes reações das indústrias a este novo cenário, o que autor chamou de *Cath-up* produtivo:

- Prosseguimento da reestruturação, visando a adoção de métodos modernos de gestão e a busca de padrões e gabaritos contemporâneos de eficiência;
- Modernização/diversificação das linhas de produtos, visando acompanhar a renovação em curso no mercado doméstico. Este tipo de mudança traz consigo o aumento das importações de insumos e equipamentos, com o intuito de baratear e acelerar a absorção da tecnologia contida nos novos processos e produtos;
- Deslocamento de fábricas para áreas com infra-estrutura e fácil acesso a grandes mercados, com mão-de-obra ou matérias-primas baratas, e/ou massivos benefícios fiscais

Rossi JR (1998) ao estudar a produtividade de dezesseis setores da indústria de transformação conclui que a produtividade do trabalho cresceu de maneira relevante a partir de 1990, em linha com o aumento da produtividade total dos fatores que decresceu durante a década de 1980 e voltou a crescer após a abertura e liberalização financeira. Para Rossi, o aumento das importações exerceu um efeito favorável ao aumento da produtividade e do crescimento de longo prazo. Cano (2001, p.94), citando o relatório da UNCTAD (2000), apontou os possíveis ganhos relacionados às fusões e aquisições nos países emergentes:

[...] as fusões e aquisições induzem um fluxo de investimento externo direto, associado a empresa compradora e seus fornecedores, podem oferecer acesso á tecnologias que as empresas locais não possuem e podem introduzir inovações nas práticas gerenciais e/ou tornar mais fácil a participação da empresa comprada em redes de global sourcing e marketing da compradora, aumentando as oportunidades de penetrar no mercado internacional. Os ganhos de produtividade também são apontados como importantes efeitos da compra de empresas locais por estrangeiras.

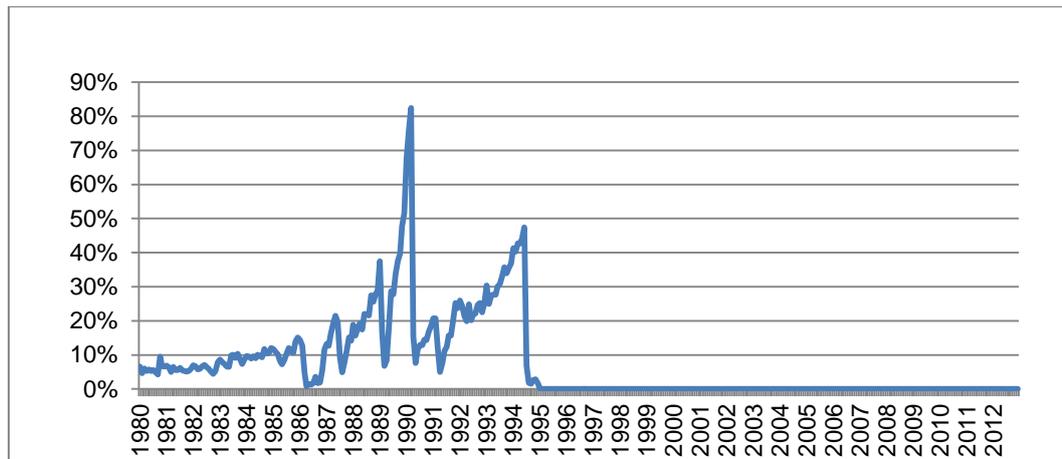
O deslocamento da demanda por produtos nacionais para aos importados, consequência da âncora cambial, configurou em uma desvantagem para as empresa nacionais carentes de eficiência e tecnologia. Uniões empresariais com empresas estrangeiras passaram a ser uma relevante alternativa para sobrevivência no novo ambiente competitivo (MARION FILHO E VIERA, 2010). Assim, a entrada de empresas estrangeiras a partir de fusões e aquisições contribuiu para difusão de novos padrões tecnológicos (ALMEIDA, 1999).

3.2.2 O Plano Real e a Conquista da Estabilidade

O contexto econômico de inflação durante a década de noventa era bastante prejudicial as empresas e ao avanço das relações de mercado. De acordo com Ruiz (1995), a partir de 1984 as maiores empresas assumiram estratégias defensivas, avessa a investimentos em conjunturas de incerteza e buscando redução de endividamento em função da alta taxa de juros. Adicionalmente, a inflação disfarçava importantes diferenças de produtividade na indústria com o repasse direto ao consumidor via preço, alargando ineficiências (Averborg, 2005). Conforme citado anteriormente, as táticas de sobrevivência ao ambiente instável distorciam severamente o comportamento das empresas,

A partir de 1986, cinco planos econômicos de cunho heterodoxo foram implantados no brasil (Cruzado(1985), Bresser(1987), Plano Verão(1989), Collor(1990) e Collor 2(1991)). Pode-se observar através do gráfico 1, que além de não controlar a inflação, o fracasso dos planos empurrou a economia para um cenário hiperinflacionário, com variação mensal do IPCA de até 82% em março de 1990.

Gráfico 1 - Variação do IPCA (% a.a) – 1980-1995



Fonte: Ipea data (2013)

O plano Real, instituído em julho de 1994, marcou a conquista pela estabilidade monetária no Brasil. O plano estava dividido em duas fases. A primeira era caracterizada pela ancoragem cambial e se prolonga até 1999; a segunda tinha como fundamento o tripé econômico: metas de inflação, responsabilidade fiscal e câmbio flutuante. É importante ressaltar que Inicialmente a URV serviu como ferramenta para o alinhamento de preços relativos mais relevantes da economia (MODENESI, 2012). Os objetivos principais do plano eram tornar a base monetária lastreada na quantidade de reservas internacionais, reduzindo a discricionariedade das decisões das autoridades monetárias; além de aumentar a competitividade interna através da entrada de produtos e insumos importados. As consequências benéficas da estabilidade e os efeitos econômicos colaterais da manutenção do plano geraram uma série de novos desafios – aumento de produtividade, privatizações, aumento da taxa de juros, expansão do IDE - a serem encarados na evolução econômica do país. A âncora cambial consistiu na delimitação de uma paridade com o Dólar americano, com limites inferiores e superiores, caracterizando o que se chamou de “bandas cambiais”.

Tabela 3 - Balanço de pagamentos 1992-1999 (US\$ milhões)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Transações Correntes	6.109	-676	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416	-25.335
Balança Comercial	15.239	13.299	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575	-1.199
Serviços e Rendas	-11.336	-15.577	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299	-25.825
Transf Unilat Correntes	2.206	1.602	2.414	3.622	2.446	1.823	1.458	1.689
Conta Capital e Financeira	9.947	10.495	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702	17.319
Erros e Omissões	-1.386	-1.111	334	2.207	-1.800	-3.255	-4.256	194
Resultado Global	14.670	8.709	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970	-7.822

Fonte: Bacen

A liberalização comercial do início da década combinada com a sobrevalorização artificial do Real permitiu uma ampla entrada de produtos, insumos e bens de capital importados, ampliando a competitividade, permitindo uma renovação de parques industriais e acesso a novas tecnologias. No entanto, os efeitos sobre a balança comercial seriam preocupantes. De um superávit de mais de US\$ 10 bilhões em 1993 e 1994, a conta passou a apresentar déficits nos cinco próximos anos, como pode ser visto na tabela 3. Com a eminência de um problema em seu balanço de pagamentos, restava ao país financiar o déficit da conta corrente através da conta capital e financeira. Como instrumento para entrada de divisas, houve uma significativa elevação das taxas de juros no país para atrair capital externo, além de incentivos para o aumento do investimento estrangeiro direto e a venda de patrimônio estatal para grupos estrangeiros (privatizações), sendo que as privatizações e o aumento do IDE tem efeito direto no número de fusões e aquisições no país.

3.2.3 Expansão do Investimento Estrangeiro Direto

Os fluxos de IDE tem relação direta com o nível de fusões e aquisições, já que é considerado para seu cálculo, segundo o BACEN, qualquer aquisição de participação acima de 10% do capital de empresas domésticas por empresas estrangeiras. Este tipo de investimento é fundamental uma vez que tem característica de longo prazo, com menor caráter especulativo e sendo assim menos influenciado pelo cenário de curto prazo. Além disso, contribuíram para a ampliação da estrutura produtiva do país, conforme Laplane (1997, p. 148):

A partir de 1994, os fluxos de IDE, como analisado, não apenas são mais volumosos e por isso decisivos para o financiamento do déficit em transações correntes, como também representam criação ou expansão da capacidade produtiva para atender um mercado interno em expansão, inclusive com a entrada de novas empresas com atuação expressiva no oligopólio mundial e até então ausentes do oligopólio local.

Em linha com o panorama mundial, a partir dos anos 90, o país empreendeu mudanças institucionais para se adequar ao contexto de globalização, integração de mercados e liberalização financeira. No tocante à retomada de investimento estrangeiro direto, é de fundamental importância às desregulamentações sobre o capital estrangeiro. Segundo Marion Filho (2009, p. 60): “A constituição de 1988 alterou a legislação que tratava do IED e das atividades das empresas estrangeiras; de acordo com Auon, Verdi e Sato (2008, pg. 67): “O movimento de liberalização das relações financeiras do Brasil com o exterior emerge como

um processo contínuo iniciado na segunda metade dos anos 1980 e avançou ao longo dos anos 1990 e 2000 nas mudanças no marco regulatório relativas ao ingresso de recursos externos, saída de recursos e conversibilidade da moeda”; Sherer (2004), aponta que as fusões e aquisições foram facilitadas pelo fim da distinção entre empresa estrangeiras e nacionais.

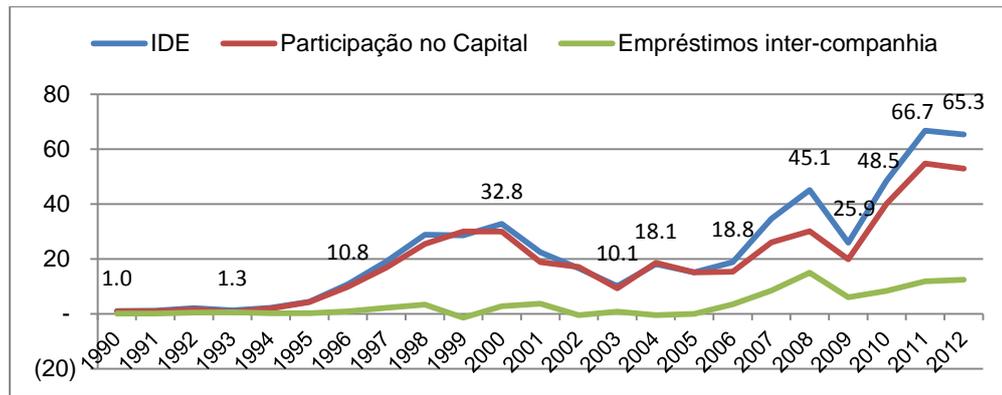
Canuto (1993¹⁷ apud Nonnenberg, 2003, p. 30), cita as principais mudanças no tocante ao incentivo à entrada de capitais no Brasil:

a) início da concessão de financiamentos do BNDES, a partir de 1991, a EMNs; b) redução do poder regulatório do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), responsável pela aprovação de acordos de transferência de tecnologia; c) fim da Lei de Informática em 1992; d) autorização, em 1991, para que as EMNs passem a usar lucros financeiros para constituir aumento de capital registrado; e) permissão, em 1991, para pagamento de royalties das EMNs para suas matrizes; f) redução do Imposto de Renda sobre remessas; e g) autorização de remessas de dividendos associadas a capital ainda em vias de registro no Banco Central do Brasil.

O IDE cresceu de forma vertiginosa a partir de 1994 até 2000, quando atingiu US\$ 32,7 bilhões impulsionado pelo investimento autônomo na compra de participação de capital e pelas privatizações. Esta entrada de divisas foi fundamental para o financiamento do déficit das transações correntes e manutenção da âncora cambial. Em linha com o fluxo mundial, no período 2001-2003 houve uma retração influenciada pelo aumento da percepção de risco no mercado financeiro internacional atrelada a crise das empresas ponto.com nos EUA e pelo fraco desempenho do PIB brasileiro. A partir de 2003 o crescimento foi recuperado e ampliado, tendo queda significativa apenas em 2009 como efeito da crise financeira mundial. No período 2003-2012, o IDE cresceu a uma média composta de 22.9% ao ano, atingindo seu recorde histórico em 2012 com US\$ 65,3 bilhões. Nota-se que a partir de 2005 houve um crescimento da importância dos empréstimos Inter companhia na composição do IDE.

¹⁷ CANUTO, O. **Investimento estrangeiro direto e reestruturação indústria**. Instituto de Economia – Unicamp. Texto para Discussão n°27, 1993

Gráfico 2 - Investimento estrangeiro direto líquido (US\$ bilhões)



Fonte: Bacen (2012)

Dentre as variáveis propostas por Dunning (1998) para explicar a atração por investimento externo, descritas na seção 3.1, Medina (2005) argumenta que o *market-seeking* é a de maior relevância para o caso brasileiro. Ou seja, com a abertura comercial, desregulamentação de fluxos financeiros, estabilidade e readequação da indústria, as oportunidades relativas ao tamanho do mercado brasileiro passam a ser vistas como peça importante na estratégia de inserção dos grandes grupos mundiais. Já Cano (2002) lembra que a criação do MERCOSUL foi fator importante para alguns grupos que consideram o mercado externo como de maior relevância, proporcionando ganhos pela tarifa externa comum e redução de custos de transação relativo a burocracia envolvida nas etapas da exportação.

3.2.4 Privatizações

O programa de privatizações deve ser entendido como parte das mudanças estruturais da economia brasileira relacionadas a ideia liberal predominante na época. No entanto, de acordo com Pinheiro (1999), não houve no país um apoio ideológico completo, tornando o processo uma ferramenta de auxílio à estabilização, sendo gerado por fatores conforme Pinheiro (1999, p. 178):

[...] mudanças na área política, com o fim da visão de que a venda de estatais ou a propriedade estrangeira em siderurgia ou infra-estrutura constituíam ameaças à .segurança nacional.; mudança na ênfase da política de desenvolvimento, que passou a privilegiar a eficiência, e não mais a simples acumulação de capital, como no modelo anterior; e a relação cada vez mais estreita entre a privatização e a política macroeconômica.

As privatizações de empresas públicas ganharam relevância no Brasil a partir 1988 com a criação do Plano Nacional de Desestatização (PND). Os objetivos do PND segundo a Lei nº 8.031/90, destacados por Paiva(1994), referem-se a tentativa reposicionamento do estado na economia; redução da dívida pública; retomado de investimentos nas empresas; aumento da eficiência operacional através da modernização de parques industriais e novas capacidades empresariais e o fortalecimento do mercado de capitais com expansão da oferta de valores mobiliários. De maneira similar à Pinheiro, na prática, Paiva vê a redução da dívida como intenção principal do programa, não levando em conta aspectos política industrial e incentivos a investimentos.

As privatizações brasileiras podem ser analisadas em três etapas: PND federal (1991), Programas de esfera estadual iniciados em 1996 e a privatização do sistema Telebrás reformando o setor de telecomunicações entre 1997 e 1998 (Anuatti-Neto et al, 2005). De acordo com o BNDES (2013), o programa iniciou com a alienação de estatais produtivas ligadas aos setores de siderurgia, petroquímica e de fertilizantes utilizando a permuta por títulos da dívida pública como meio de pagamento predominante. No período 1993-1994 foram retiradas as barreiras que não permitiam a compra de 100% do capital votante por parte de investidores estrangeiros, impulsionando a entrada de recursos externos. A partir de 1995, importantes setores de serviços públicos são incluídos no programa, em destaque o de energia elétrica, telecomunicações e concessões ligadas ao transporte. Iniciaram-se as privatizações estaduais que no acumulado até 2011 gerou receitas de US\$ 27,9 bilhões e transferência de dívidas de US\$ 6,75 bilhões. Em 1998 iniciou a venda das empresas cindidas do sistema Telebras, através leilões com ganho médio de 53,7%, receitas de R\$ 22 bilhões e ampla participação de empresas estrangeiras. Esta última foi considerada um exemplo de privatização bem sucedida, uma vez que, reformou estruturalmente o setor de telecomunicações criando dinamismo e avanço técnico, além de gerar uma excelente receita para o governo. De acordo com Anuatti-Neto et al (2005), o lento crescimento econômico e questionamentos sobre a lisura de representantes do governo nos leilões da Telebrás reduziu o apoio político ao plano de desestatização no período pós-1998.

No acumulado dos últimos 21 anos, a desestatização proporcionou uma receita de US\$ 87 bilhões e uma dívida transferida de US\$ 18 bilhões (Tabela 4). As privatizações federais em adição às empresas de telecomunicação foram responsáveis por 67% do resultado global, enquanto as privatizações e concessões estaduais perfizeram 32%.

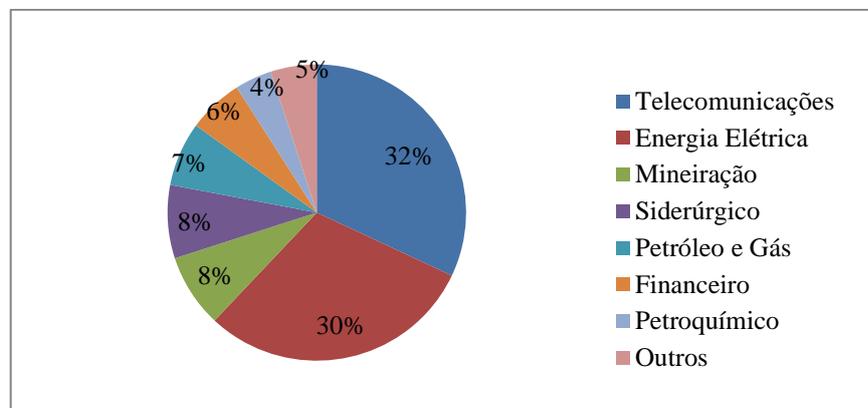
Tabela 4 - Desestatizações: Resultado financeiro (US\$ milhões) 1990-2011

	Receita	Dívida Transferida	Resultado Total
Empresas de Telecomunicação	29.049	2.125	31.174
Privatizações	30.824	9.201	40.025
Concessões	106	-	106
Privatizações Estaduais	27.948	6.75	34.699
Total	87.929	18.076	106.005

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do BNDES (2013)

Os setores mais impactados estão expostos no gráfico 3, encabeçam a lista: Telecomunicações (cisão da Telebrás), Energia Elétrica (distribuidores estaduais), Mineração (CVRD), Siderurgia (CSN, Usiminas), Petroquímico (Petroflex), Financeiro (Meridional, bancos estaduais). De acordo com Marion filho e Knorst (1999, p. 64): “As privatizações foram responsáveis pelas maiores mudanças na estrutura patrimonial das empresas e por grande parte da entrada de IED no Brasil nos anos 1990. A desregulamentação de setores da economia, principalmente o de infraestrutura, permitiu que o setor privado ingressasse em áreas nas quais só o Estado até então atuava”.

Gráfico 3- Resultado financeiro setorial



Fonte: BNDES(2013)

Além de contribuir para redução da dívida fiscal e de reposicionar o papel do Estado retirando-lhe parte da sua responsabilidade produtiva, as privatizações são vistas como um componente importante no sustento da primeira fase do Plano Real. Conforme já citado no item 3.2.2.2, a sobrevalorização do câmbio gerou déficits relevantes nas transações correntes do país e para financia-lo necessitava-se da entrada de capital externo a partir da conta financeira.

Tabela 5 - Participação estrangeira nas privatizações

País	PND		Estaduais		Tele- Comunicações		Total	
Estados Unidos	4,318	15	6,024	22	3,692	13	14,034	17
Espanha	3,606	13	4,027	14	5,042	18	12,675	15
Portugal	1	-	658	2	4,224	15	4,882	6
Itália	-	-	143	1	2,479	9	2,621	3
Chile	-	-	1,006	4	-	-	1,006	1
Bélgica	880	3	-	-	-	-	880	1
Outros	2,405	5	1,796	7	1,833	6	6,035	6
Participação Estrangeira	11,210	36	13,654	49	1,727	59	42,134	48
Total	30,824	100	27,949	100	290,495	100	87,823	100

Fonte: BNDES (2013)

A participação estrangeira nas privatizações foi em torno de 48% da receita total, proporcionando divisas de US\$ 42 bilhões para o país. A Figura 5 revela que os Estados Unidos(17%), Espanha(15%) e Portugal(6%) foram os países de maior participação neste processo.

3.2.5 O Papel do BNDES

Esta seção tem o objetivo de destacar a participação do Estado na promoção de fusões, aquisições e alianças societárias através do BNDES. Considera-se que o auge destes incentivos se deu em dois períodos distintos. O primeiro, diz respeito à participação do BNDES como agente potencializante e financiador das privatizações de 1987 até 1998, analisadas na seção anterior. O segundo versa sobre a estratégia de inserção internacional brasileira a partir de 2004, quando se incentivou a formação de grandes grupos nacionais, através de fusões e aquisições, em determinados setores considerados essenciais para o governo.

O BNDES, fundado em 1952, é o principal agente governamental de desenvolvimento econômico do país. Além de ser instrumento de financiamento de longo prazo para expansão de investimentos, o banco, atua no fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas através da BNDESpar¹⁸.

No período anterior ao PND, durante o governo Sarney, o BNDES teve protagonismo nas operações de privatização. De acordo com Velasco JR (2010), dos 17 processos de estatização, 11 foram sobre empresas de controle acionário da BNDESpar. Dentre os US\$ 549

¹⁸ Gestora de participações sociais, administrando participações em empresas detidas pelo banco.

milhões recebidos em receita, cerca de 98% teve participação direta ou indireta do banco. Destacam-se aqui importantes empresas controladas, ou com grande envolvimento do sistema BNDES, do setor siderúrgico (Sibra, Caraíba Metais, Cofavi e Usiba) e a Aracruz Celulose. Velasco JR (2010), argumenta que a implementação de um amplo processo de privatização é uma vitória das ideias internas do BNDES, fato este muito mais relevante do que qualquer mudança ideológica dos dirigentes do país. O autor considera que a participação do banco em diversas empresas estatais conferiu-lhe uma visão privilegiada sobre a má gestão das mesmas, onde mesmo com o aportes milionários não conseguiam gerar resultados positivos e pioravam a situação da dívida pública.

Em 1990 o BNDES foi nomeado gestor do Fundo Nacional de Desestatização (FND), depositário legal das ações de empresas depositárias do PND (BNDES). De acordo com Velasco JR (2010), o banco passou a ser também um financiador da fase inicial do programa, inclusive concedendo baixar taxas de juros, carência e pagamento em até 10 anos. A partir de 1996, o banco passou a ter papel ativo nas privatizações estaduais, atuando como gestor, ou mesmo fornecendo auxílio técnico na condução de tais processos. Além de fornecer antecipações de receita com privatizações para os estados, segundo Velasco JR (2010, p. 370), existiu também o financiamento de empresas investidoras nas estatais estaduais:

Também por solicitação dos governos estaduais, e independentemente de ser ou não o gestor da privatização, o BNDES se dispunha a financiar os compradores dessas empresas, de acordo com sua política de risco. Isso ocorreu, por exemplo, nas privatizações da Cemat, Celpe, Eletropaulo e CESP Tietê.

Em 1998, foi atribuído ao BNDES a coordenação e modelagem da venda do sistema Telebrás. O método de leilões fechados gerou uma receita de US\$ 22 bilhões, com ágio médio de 63% (BNDES, 2013). Além de financiar parte das aquisições, o banco estabeleceu uma relação próxima a estas empresas, concedendo financiamento para expansão e melhoria das mesmas. Segundo Cano (2002, p. 108): “ A Concessão de financiamentos por parte do BNDES, mesmo a empresas estrangeiras. Isto permitiu que as empresas estatais pudessem ser compradas por empresas privatizadas com capital bastante inferior ao da estatal”. Prates, Cintra e Penido de Freitas (2000, p.93), sintetizam o papel do banco na estruturação e incentivo às operações:

Assim, o BNDES tem desempenhado um papel central na viabilização desses “novos arranjos financeiros”. Os empréstimos concedidos pelo banco aos setores de infraestrutura aumentaram consideravelmente em 1997 e 1998. Vale mencionar que uma parcela desses recursos esteve associada à privatização das empresas públicas

concessionárias, uma vez que o BNDES tornou-se o agente financeiro fundamental na viabilização das privatizações, pilar central da estratégia de política econômica vigente. Além de adiantar recursos aos estados proprietários das empresas privatizáveis a partir de 1995, o banco abriu em 1998 linhas de financiamento para as empresas privadas compradoras das antigas estatais.

Depois de enormes desembolsos para auxiliar o processo de privatização, o BNDES passou a apoiar a consolidação de um padrão de estrutura produtiva baseado em grandes conglomerados nacionais. O estado, via BNDES e fundos públicos, buscou retomar o seu grau de indução no mercado patrocinando grandes fusões e aquisições em setores em que o país é mais competitivo. O Objetivo era de proporcionar ganhos de escala, melhorar a administração e crescer em competitividade, criando grandes empresas-líderes, com alto grau de inserção no mercado internacional. Os setores beneficiados foram particularmente os de infraestrutura e commodities.

O objetivo desta seção não é avaliar se esta estratégia foi a mais correta para o desenvolvimento econômico do país, ou se foi bem sucedida¹⁹, mas sim destacar que o BNDES apoiou grandes aquisições de empresa, dando suporte financeiro às operações que dificilmente seriam realizadas sem o seu auxílio. Na tabela 6 estão relacionadas algumas das mais importantes transações com participação da BNDESpar; Cabe ressaltar que a fonte dos dados de valor (R\$) não é 100% confiável, uma vez que estão compilados em notícias divulgadas na imprensa.

Tabela 6 - Principais aportes do BNDES em operações de F&A

Empresas		Aporte do BNDES (R\$ milhões)	Valor total (R\$ milhões)	ano	Setor
JBS-Friboi	Bertin	3.800	11.110	2009	Alimentos/Frigoríficos
Oi /Telemar	Br Telecom	2.500	7.814	2008	Telecomunicações
Votorantim	Aracruz	2.400	12.337	2009	Papel e Celulose
Leitbom	Bom Gosto	700*	n.d	2010	Alimentos/Laticínios
Totvs	Datasul	404	680	2008	T.I
Perdigão	Sadia	400	6.109	2009	Carnes e processados
Vulcabrás	Azaléia	314	n.d	2007	Calçados
Ache	Biosintética	295	n.d*	2005	Farmacêutico

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Mergermarket(2013); Exame (2009); Folha de São Paulo (2009); Estadão (2012); Estadão (2009)

* R\$ 450 Milhões via aumento de capital, 250 via subscrição de debêntures

**Estimado entre 700 e 600 milhões

Estima-se que o total aportado pelo BNDES em fusões e aquisições ultrapasse os R\$ 18 bilhões nos últimos sete anos. Após a fracassada tentativa de condução da fusão do Pão de

¹⁹ A complicada situação financeira de empresas como BRL Lácteos(Leibom + Bom Gosto) e JBS levou a opinião pública a um série de críticas quanto a escolha das ditas “empresas-líderes” e a sua solidez operacional e financeira.

Açúcar com o Carrefour, dois gigantes do setor varejista, o BNDES vem com cautela na promoção de novas fusões. A forma mais ruim com que a sociedade entendeu a participação do banco na tentativa de fusão retirou apoio político a iniciativas semelhantes. Acredita-se que a fase de ajuda à formação de grandes conglomerados tenha terminado de acordo com declaração de Luciano Coutinho, presidente do BNDES: “A promoção da competitividade de grandes empresas de expressão internacional é uma agenda que foi concluída” (Entrevista para o jornal Estadão, 22 de Abril de 2013)

3.2.6 Expansão do Mercado Consumidor Brasileiro a partir de 2004

Nas seções anteriores argumentou-se que a mudança do panorama mundial e as reformas estruturais internas dos anos 90 criaram oportunidades para negócios de fusões e aquisições. Além disso, as reformas contribuíram para pavimentar o caminho para uma expansão do mercado nos anos 2000. Superadas algumas dificuldades, esta expansão proporcionou um novo *boom* de aquisições da metade para o final da década.

Com estabilidade proporcionada pelo tripé econômico (metas de inflação, responsabilidade fiscal e câmbio flutuante); a economia brasileira passou a viver um bom momento a partir de 2004. Houve uma significativa expansão do mercado consumidor e uma elevação do nível de confiança dos investidores internacionais, gerando incentivos à aquisição de empresas e consolidação de alguns setores. A presente seção mostra de maneira sintética alguns dados que comprovam estes argumentos, não se preocupando em analisar a sustentabilidade deste crescimento no longo prazo.

O Produto Interno Bruto (PIB) do país cresceu uma média de 3,88% de 2004 até 2012 atingindo R\$ 4,4 trilhões, com destaque para os anos de 2007, 2008 e 2010, quando a expansão ultrapassou os 5%. A renda *per capita*, passou de R\$ 18,3 mil ao ano para R\$ 22,7 mil neste mesmo período. Este crescimento esteve relacionado com o cumprimento das metas de inflação, alta de preço das commodities exportadas pelo país no período (efeito China), aumento dos fluxos de IED e expansão do crédito interno.

Tabela 7 - Expansão da renda no Brasil (2002-2012)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB(R\$ Bilhões)	3,098	3,134	3,313	3,417	3,553	3,769	3,964	3,951	4,248	4,364	4,403
PIB: variação real (%)	2.66	1.15	5.71	3.16	3.96	6.09	5.17	-0.33	7.53	2.73	0.87
PIB per capita(R\$ mil)	17.57	17.53	18.29	18.63	19.14	20.09	20.9	20.63	21.98	22.69	22.7

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de de Ipea (2013)

Em linha com o bom momento da conjuntura macroeconômica, houve uma importante redução da desigualdade de renda no país. O Índice de Gini que chegou a um pico de 0,609 em 1990; caiu de 0,596 em 2001 para 0,543 em 2009. Também pode-se perceber quantitativamente uma melhor distribuição de renda observando que a participação dos 50% mais pobres na renda domiciliar passou de 12,58% em 2001 para 15,49% em 2009. Já o percentual de pessoas abaixo da linha da pobreza, calculado a partir de uma cesta básica com o mínimo de calorias necessárias, que chegou a ser de 48,7% em 1983, se reduziu de 35,79% em 2003 para 21,42% em 2009 (Tabela 8).

Tabela 8 - Redução da desigualdade de renda no Brasil 2001-2009

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Índice de Gini	0.596	0.589	0.583	0.572	0.569	0.563	0.556	0.548	0.543
Renda Domiciliar – Participação dos 50% mais pobres (%)	12.58	12.97	13.22	13.84	14.06	14.46	14.72	15.25	15.49
Taxa de Pobreza*	35,17	34,40	35,79	33,70	30,82	26,75	24,24	22,59	21,42

*Percentual de pessoas abaixo da linha de pobreza

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Ipea (2013) e PNAD/IBGE (2010)

De acordo os estudos de Barros et al(2007), usando o índice de Gini como referência, a queda da desigualdade está associada ao aumento de renda proveniente do trabalho, quando se usa medidas mais sensíveis a renda dos mais pobres, observa-se uma maior relevância para o aumento de renda não proveniente do trabalho. Em suma, a concentração de renda se reduziu pela expansão de políticas públicas para este fim, como o programa Bolsa Família, e também pela expansão do emprego formal. A taxa de desemprego recuou de 10,5% em 2002 para 4,6% em dezembro de 2012, já o grau de informalidade caiu de 46,5% para 41,7% em 2009, contribuindo para a redução da concentração de renda. Em paralelo, as transferências governamentais em programas sociais se multiplicaram. O Bolsa Família (PBF), maior programa neste contexto, transferiu no mês de dezembro de 2012 R\$ 1,6 bilhão (Tabela 9).

Tabela 9 - Situação do emprego no Brasil 2002-2012

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Taxa de desemprego*	10,5	10,9	9,6	8,3	8,4	7,4	6,8	6,8	5,3	4,7	4,6
Grau de Informalidade (%)	47,2	46,0	46,1	45,9	44,5	43,8	42,8	41,7	-	-	-
Benefícios** do PBF (R\$ milhões)	-	-	440	549	687	831	906	1.174	1.239	1.602	-

Fonte: Ipea (2013)

*Regiões Metropolitanas, em Dezembro de cada ano

**Em Dezembro de cada ano

O aumento de renda e a melhor distribuição da mesma trouxeram um novo dinamismo ao setor produtivo brasileiro. Segundo o Ministério da Fazenda (2010), a classe C, que em 2003 representava 37% da população, chegou a 49% em 2008 e projeta-se que atinja 56% em 2013, sendo uma excelente fonte de atração de investimentos.

Tabela 10 - Expansão do mercado consumidor 2001-2012

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consumo final das famílias*	0.68	1.93	-0.78	3.82	4.47	5.2	6.07	5.67	4.44	6.94	4.09	3.07
Consumo final das famílias **	826	912	1053	1161	1294	1429	1594	1787	1980	2249	2499	2744
Vendas reais – varejo***			100.0	109.7	112.9	121.9	141.6	146.2	163.2	182.2	194.9	206.2

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipea (2013)

*Variação real

**Em R\$ bilhões

***Índice dessazonalizado do varejo ampliado

Conforme visto na seção 3.2.2.3, Medina (2012) argumenta que o principal fator de atratividade de IDE no Brasil foi o tamanho de seu mercado consumidor (*market seeking*). Em virtude dos dados apresentados acima, observa-se que o consumo final das famílias expandiu de maneira significativa a partir de 2004, atingindo R\$ 2,7 trilhões em 2012. Já as vendas no varejo obtiveram um crescimento de 106,2% no período 2003-2012. Conclui-se assim que a economia brasileira passou a ser mais atrativa para investidores a partir de 2004, contribuindo assim para o crescimento de aquisições de empresas no país (Tabela 10).

3.2.7 Risco Brasil e Fusões e Aquisições

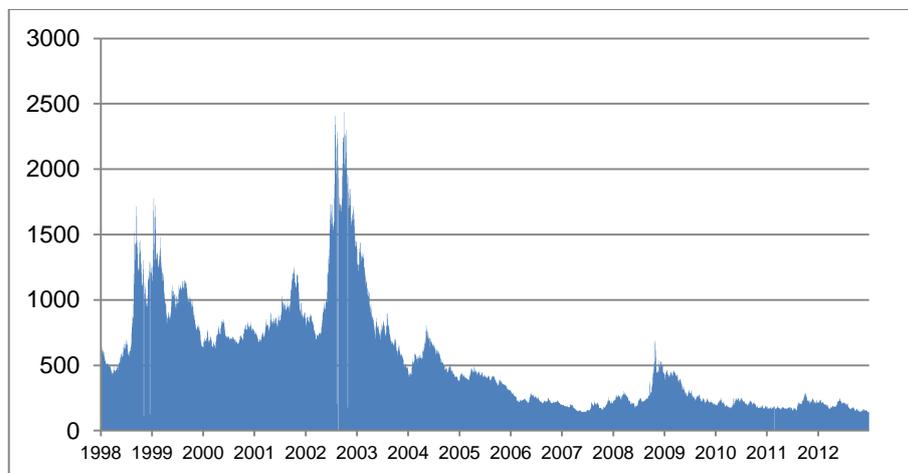
O risco país é considerado uma importante medida relacionada com o incentivo à investimentos no país, incluindo fusões e aquisições. Toledo (2002, p.139) define como: “Ele é definido e calculado pela simples diferença entre duas taxas de juros: a do país, e a dos títulos do governo americano (ambos na mesma moeda), usada como taxa-padrão.”, ou seja, é um *spread* sobre taxa de juros americana, relacionada ao risco institucional de se investir no país. Segundo Garcia e Didier (2003): “o risco país é um reflexo da situação econômica e financeira de um país, refletindo também a estabilidade política e o desempenho histórico no cumprimento de suas obrigações financeiras.” Este indicador tenta quantificar o grau de instabilidade econômica de um país. De uma maneira mais específica, Pires (2005, p.6) relaciona o risco à uma série de variáveis macroeconômicas:

Atribui-se, em geral, ao risco-país, a ideia de que ele seja formado a partir de fundamentos macroeconômicos como, por exemplo, a taxa de crescimento do PIB, o tamanho da dívida pública, o superávit primário e a taxa de

inflação, além de variáveis ligadas ao setor externo e que gerem acumulação de reservas como o saldo comercial, o nível de reservas e o serviço da dívida externa que caracterizam a segurança do empréstador de que no futuro o país terá como converter sua dívida em dólares na data de pagamento do compromisso

Ao longo do tempo o grau de risco-país se reduziu consideravelmente. O grande pico atingido no final de 2012 está relacionado à eleição do presidente Lula, e o temor dos investidores internacionais com possíveis mudanças significativas no quadro econômico, uma vez que o partido eleito era de esquerda. A redução se deu a partir da manutenção das políticas econômicas anteriores e melhora dos fundamentos macroeconômicos, chegando a um recorde mínimo de 137 pontos . O pico no final de 2008 refletiu o choque externo ligado à crise financeira mundial e o aumento da percepção de risco dos mercados mundiais. Ao final de 2012, o risco-país estava em 142 pontos, isto significava que o *spread* para um investimento no Brasil era de 1,42% sobre a taxa de referência dos títulos americanos de 10 anos.

Gráfico 4 - Risco Brasil (bps)



Fonte: Portal Brasil (2013)

O nível de risco país é relevante para o universo das fusões e aquisições transnacionais, não só por transmitir uma ideia de risco sistêmico e atual situação institucional do país, mas também por entrar diretamente no cálculo do custo médio ponderado de capital²⁰ das empresas-alvo para aquisições. O método de *valuation*²¹ mais consagrado no mercado é o de fluxo de caixa descontado desalvancado:

²⁰ Conhecido como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

²¹ Avaliação de uma empresa

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Fluxo de Caixa } t}{\text{Taxa de desconto}} \quad (7)$$

Ou seja, o valor da empresa é a soma de seus fluxos de caixa livre futuros ao investidor descontados pelo custo do capital. Como este método retira o capital de terceiros do cálculo, a taxa de desconto fica sendo o custo do capital próprio, segundo Martelac, Pasin e Cavalcante (2005):

$$\text{Taxa de desconto} = Rf + \text{Risco país} + \text{Beta}(Rm - Rf) \quad (8)$$

Onde Rf = Taxa livre de risco; Rm = Retorno médio do mercado; $Beta$ = Variabilidade do ativo em relação a uma carteira padrão.

Em suma, quanto maior é o risco país, maior é a taxa de desconto e menor é a avaliação dos fluxos de caixa trazidos a valor presente, então menor será a valor estimado para a empresa por investidores internacionais. Em outros termos, quando o risco país sobe, se reduz o valor dos ativos nacionais para os investidores, diminuindo sua predisposição a pagar no momento da oferta de compra.

3.2.8 Atuação do CADE nos Atos de Concentração

As leis antitruste arquitetam estruturas de defesa de concorrência e conferem ao estado um poder de regulação sobre as atividades de fusões e aquisições. De acordo com a análise dos órgãos de defesa, pode haver imposição de sanções e multas ou até mesmo a reversão de aquisições já efetivadas. Por essa razão, um exame sobre estes entes tem relevância para o universo das F&A. Esta seção dá enfoque à atuação desta estrutura no Brasil, abordando de maneira sintética a teoria que a justifica, o histórico de ações e a reformulação da mesma ocorrido em 2011.

A defesa da concorrência ganhou destaque no Brasil a partir da aprovação da Lei 8.884/94 que criou o Sistema Brasileiro de Defesa Concorrência (SBDC), constituído por três órgãos: Secretária do Direito Econômico (SDE) ligado ao Ministério da Justiça, Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) ligada ao Ministério da Fazenda e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) vinculado ao Ministério da Justiça (BRASIL,

1994). Este modelo vigorou até 2011, quando foi reestruturado pela lei nº 12.529 em novembro de 2011.

De acordo com Gama (2005), O modelo Estrutura-Condução-Desempenho(ECD), fornece embasamento teórico para a aplicação das leis antitruste. Segundo este modelo, as condições de oferta e demanda definem a configuração da estrutura do mercado (número de produtores e demandantes, nível de diferenciação dos produtos, estrutura de custo, integração vertical e diversificação) que pode determinar a forma de condução a ser tomada pelo agente (política de preços, estratégia de vendas, pesquisa e desenvolvimento, capex²²) influenciando no seu Desempenho (alocação eficiente dos recursos, progresso técnico, distribuição equitativa de renda, grau de restrição monopolística da produção e margens de lucro) (SCHERER; ROSS, 1990).

A preocupação do antitruste reside na existência de estruturas de mercado que possam determinar condutas prejudiciais a concorrência. A concentração de mercado e a presença de barreiras a entrada são os exemplos mais destacados destas estruturas. Um mercado estruturalmente concentrado, possibilita o poder de definição de preço, uma vez que as empresas apresentam maior grau de coordenação (condução), elevando suas margens(desempenho). Segundo Bain (1958), o principal determinante da condução coalisão é a concentração. Possas (1985), coloca a concentração como elemento básico da estrutura de mercado, e o volume de barreiras como o indicador-chave do poder de mercado das empresas. A abordagem da Escola de Chicago, dá maior sofisticação para a construção de políticas Antitruste, defendendo que haja uma análise do efeito líquido dos possíveis ganhos de eficiência de uma estrutura concentrada, em comparação com perdas decorrentes dos efeitos anticompetitivos. Dado ato de concentração, desde que seja acompanhado de ganhos de eficiência produtiva, pode aumentar o bem-estar da sociedade via redução de custo, mesmo que haja perda de excedentes para o consumidor (GEROSKI, 1988). Como resultado do contraponto entre as duas escolas, os órgãos de defesa da concorrência tendem a avaliar tanto o nível de concentração das estruturas, como os potenciais ganhos de eficiência produtiva.

De acordo com Hovenkamp (1994) e Salgado (1997) apud Gama (2005), a legislação antitruste tem como objetivo:

- a) prevenção: Controle sobre atos de concentração horizontais (empresas concorrentes em um mesmo mercado, podendo levar a alguma eliminação)

²² Sigla para investimento em ativo fixo de uma empresa.

ou verticais (com controle focado em F&A ou *joint ventures* ao longo da cadeia);

- b) repressão: Controle de condutas ou práticas anticoncorrenciais, horizontais ou verticais. Foco em empresas que detenham poder de mercado, capazes de gerar situações de restrição à concorrência. Evitando através de punição, algum tipo de colusão ou imposição de condições desfavoráveis aos fornecedores ou consumidores.

A ação mais relevante para este trabalho é a preventiva, uma vez que de acordo com o Ministério da Justiça, a atuação dos órgãos do SBDC neste sentido “[...] dá-se por meio da análise das operações de concentração (p.ex., fusões, aquisições e incorporações de empresas) e cooperação econômica (p.ex., determinadas *joint ventures*)” (BRASIL, 2013²³).

A respeito da estrutura que vigorou até de 1994 até meados de 2012, cada um dos 3 órgãos do sistema tinha diferentes atribuições, sendo em essência responsáveis por investigar, emitir pareceres e julgar atos e condutas contrários à concorrência. De uma forma mais clara, o Ministério da Justiça (BRASIL, 2013²⁴) definiu bem a função de cada um:

A SDE é o órgão responsável por instruir a análise concorrencial dos atos de concentração econômica (fusões, aquisições, etc.), bem como investigar infrações à ordem econômica. A Seae, por sua vez, é responsável por emitir pareceres econômicos em atos de concentração, investigar condutas para oferecer representação à SDE, bem como elaborar facultativamente pareceres em investigações sobre condutas anticoncorrenciais. Por fim, o Cade é responsável pela decisão final, na esfera administrativa, dos processos iniciados pela SDE ou Seae. Assim, após receber os pareceres da SDE e Seae, que não são vinculativos, o CADE tem a tarefa de julgar tanto os processos administrativos que tratam de condutas anticoncorrenciais quanto as análises de atos de concentração econômica.

Segundo a Lei 8.884/94 dentre as ações consideradas infrações estão “Atos de concentração, tais como fusões, aquisições, incorporações e *joint ventures*, caso sejam danosos para a concorrência no mercado relevante” (BRASIL, 1994). A lei introduziu um controle sobre fusões e aquisições, aprimorou a repressão sobre cartéis e prevê a intervenção da teoria econômica na análise antitruste, aproximando a legislação brasileira da dos países desenvolvidos. Sobre esse Lei merece destaque, segundo Gama (2005, p.16):

²³ <http://portal.mj.gov.br/sde/main.asp?ViewID={29715BC8-DE58-4C3F-9F88A56850280E70}¶ms=itemID={0F5EF400-5639-4761-8EAC-3AB808F0E851};&UIPartUID={2868BA3C-1C72-4347-BE11-A26F70F4CB26}>

²⁴ Disponível em: <http://portal.mj.gov.br/sde/>

- i) controle preventivo de fusões e aquisições;
- ii) criação da figura do compromisso de desempenho;
- iii) transformação do CADE em autarquia federal;
- iv) criação da Procuradoria do CADE, que representa a entidade em juízo;
- v) estabelecimento da impossibilidade de interposição de recurso no âmbito administrativo;
- vi) tipificação como infração à ordem econômica o aumento abusivo de preços;
- vii) introdução do conceito de posição dominante; e
- viii) equiparação à categoria de empresa todas as pessoas jurídicas, nacionais ou não.

De acordo com Cano (2002), a ausência de órgãos antitruste rígidos no país contribuiu para o aumento das fusões e aquisições, sendo estes, subordinados ao governo que apoiava e patrocinava F&A com o objetivo de reestruturar a matriz produtiva brasileira e atrair capital estrangeiro. Cano (2002, p. 104): “Durante a década de 1990, o CADE não impediu a realização de nenhum caso de F&A, colocando no máximo, algumas restrições ao processo, como a obrigação da compradora de se desfazer de alguma unidade de produção, ou a impossibilidade do uso da marca adquirida[...]”.

O critério inicial para a apreciação de um ato de concentração pelo CADE residia em qualquer fusão, aquisição ou associação de empresa que possuísse mais de R\$ 400 milhões de faturamento ou 20% do *market share* do mercado relevante. Sob esta estrutura, o CADE julgou 5962 processos de atos de concentração de 2002 até 2012, conforme Tabela 11. Parte dos processos são arquivados, não sendo levados as sessões do plenário. É importante observar o número ínfimo de apenas 7 atos de concentração reprovados pelo órgão no período, sendo o veto da aquisição da Garoto (chocolates) pela Nestlé em 2004 o caso de maior repercussão. Após o Veto do CADE, as empresas conseguiram na justiça comum o direito de manter a fusão e o processo se arrasta para uma reavaliação por parte da autoridade antitruste. Outro veto relevante foi a reprovação da compra de parte do capital da Cimpor pelo Grupo Votorantim, no segmento de cimentos em 2012.

Tabela 11 - Atos de concentração julgados pelo CADE 2002-2012

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total de Atos de Concentração	518	526	651	497	402	563	638	474	660	706	731
Desconhecidos/Arquivados	35	34	33	115	30	36	29	17	45	21	19
Levados a julgamento	483	492	618	382	372	527	609	457	615	695	712
Aprovados sem restrição	474	484	574	345	352	490	550	437	587	649	670
Aprovados com restrição	9	8	43	37	20	37	58	19	27	48	39
Reprovados	0	0	1	0	0	0	1	1	1	0	3

Fonte: Relatórios Anuais de Gestão do CADE (2013)

A baixa taxa de reprovação motiva críticas ao órgão, mas a própria Lei garante que o CADE pode autorizar atos lesivos que possam aumentar a eficiência produtiva ou que os benefícios sejam redistribuídos também aos consumidores (MENEZES, 2007).

A ineficiência gerada pela existência de três órgãos independentes, a análise posterior de F&A e a falta de suporte judicial às decisões do CADE foram os principais fatores motivadores da reestruturação do SBDC. De acordo com Pereira e Sampaio (2005, p. 13):

Essa estrutura tripartite do sistema confere transparência e pluralidade à análise de atos de concentração e processos administrativos. Por outro lado, o sistema tem sido acusado de ineficiência, uma vez que a pluralidade de órgãos e autoridades com competência em matéria antitruste termina por ocasionar delongas na conclusão dos casos que lhes são submetidos. Referida demora se apresenta incompatível com o desenvolvimento de um ambiente concorrencial saudável, uma vez que, desde a perspectiva preventiva, a demora na análise de atos de concentração onera as empresas e gera um ambiente de incerteza no mercado afetado.

A lei 12529/11 reformulou a estrutura do SBDC. A principal mudança diz respeito extinção da SDE, ficando o sistema composto pela SEAE do Ministério da Fazenda e pelo CADE. O CADE passa a ser constituído por três departamentos: Tribunal Administrativo de Defesa Econômica, Superintendência-Geral e Departamento de Estudos Econômicos. Em relação aos atos de concentração, as principais alterações foram as seguintes (BRASIL, 2011):

- a) análise e aprovação passa a ocorrer previamente, antes da Fusão/Aquisição ser finalizada. O CADE tem 25 dias para autorizar ou solicitar informações adicionais. O órgão tem como prazo máximo 240 dias para avaliar o ato;
- b) para ser apreciada, um ato de concentração deve envolver empresas em que uma delas tenha faturamento bruto anual acima de R\$ 400 milhões e a outra faturamento anual bruto superior a R\$ 30 milhões.

As alterações visam dar maior eficiência e agilidade nas análises de atos de concentração, reduzindo o número de atos sujeitos a análise. Além disso, a reforma aumenta a força das decisões dos órgãos antitruste. Trata-se de uma adequação microeconômica ao cenário de consolidação dos setores produtivos na economia brasileira.

3.3 SÍNTESE DO CAPÍTULO

Este capítulo tratou de investigar os aspectos que determinaram um crescimento do número de fusões e aquisições de empresa no Brasil a partir dos anos 1990. Argumentou-se que as transformações internas ocorridas na economia foram os propulsores para tal fenômeno. Adicionalmente, a mudança do padrão internacional de investimentos em direção à F&A nos países emergentes acima dos investimentos em *greenfield*, também demonstrou elevada importância.

Dentre as principais mudanças internas relacionadas a criação de um universo profusões está inicialmente a abertura e liberalização econômica do país, no contexto da globalização e integração dos mercados e da necessidade de uma profunda reestruturação dos setores produtivos. O Plano Real estabilizou a moeda, criando um ambiente mercadológico favorável e necessitou da expansão dos investimentos estrangeiros diretos, indo de encontro ao aumento das F&A transfronteiriças. Além disso, o processo de desestatização ofereceu de maneira direta oportunidades de compra de ativos para empresas nacionais e estrangeiras.

A expansão do mercado consumidor em função do crescimento da renda, e sua melhor distribuição nas camadas sociais, incitam o interesse de oportunidades em mercados com demanda reprimida por parte dos grandes conglomerados. É importante ressaltar que o estudo não objetivou relacionar as F&A e seus possíveis efeitos no nível de investimentos ou contribuição para a expansão da renda. Paralelamente, o governo, através do BNDES, patrocinou a aquisição de empresas, seja no processo de privatização ou em função de sua estratégia de criação de gigantes nacionais em setores em que o país tem alta competitividade no mercado internacional.

O Capítulo argumentou também que, a expansão do mercado, em linha com os bons fundamentos das variáveis macroeconômicas durante a década de 2000, acabou por reduzir significativamente os níveis de risco-país, proporcionando um crescimento do IED com F&A. A baixa rigidez das políticas antitruste, com apenas sete reprovações de atos de concentração nos últimos 10 anos, foi também um relevante fator estímulo às fusões e aquisições.

4 ANÁLISE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO PERÍODO 1994-2012

Este capítulo empreende uma análise a respeito da evolução das operações de fusões e aquisições no Brasil durante os anos compreendidos entre 1994 e 2012. O objetivo principal é identificar os setores produtivos que foram mais atrativos para aquisições de capital e potencializaram esse processo no país; além de traçar o perfil das transações quanto a sua nacionalidade (doméstica ou *cross-border*) e seu tipo de investimento (estratégico ou fundos). Para auxiliar e aproximar a análise do ambiente econômico do país, dividiu-se o intervalo de tempo em dois períodos:

- a. período 1994-2003: no contexto da implementação do Plano Real, do processo de privatizações, do déficit da balança comercial e do baixo crescimento econômico. A análise se baseia em dados da KPMG;
- b. período 2004-2012: está inserido em um quadro de melhora dos fundamentos macroeconômicos do país e relevante expansão do mercado consumidor. Foi nesta época que ocorreu o maior crescimento do número de F&A. A análise se baseia em dados da KPMG e do Mergermarket.

4.1 FONTE DOS DADOS

O Estudo utilizou duas fontes principais de dados que possuem diferenças significativas. A escolha de somente uma não pareceu adequada, uma vez que as estatísticas do Mergermarket são confiáveis somente a partir de 2004, enquanto os dados da KPMG são menos completos e não permitiriam traçar o perfil das operações. As diferenças estão melhores explicadas abaixo:

- a. KPMG: é uma das empresas líderes mundiais em *Advisory Services*²⁵. No Brasil, realiza estudos trimestrais sobre o tema das F&A, a partir de informações internas. Não há restrições ou filtros para consideração de uma aquisição;
- b. Mergermarket: Fornece informações corporativas pagas. É o maior banco de dados de fusões e aquisições do mundo. Suas estatísticas têm como fonte as próprias empresas, os órgãos reguladores e a imprensa. Para ser selecionada, uma F&A deve ter um valor de negociação superior a US\$ 5 milhões. Caso os

²⁵ Consultoria de gestão estratégica, assessoria financeira em processos de F&A e reestruturações societárias.

valores não sejam divulgados, o filtro passa a ser a receita bruta da companhia adquirida.

4.2 ANÁLISE DO PERÍODO 1994-2003

No somatório dos 10 anos o número de F&A cresceu 53,3%, o que representa uma modesta taxa média composta anual de 4,36%. Observou-se que os quatro primeiros anos foram bastante favoráveis a este tipo de atividade no país, já que houve uma expansão de 148% entre 1994 e 1997. No entanto, o que se seguiu foi um período de relativa estabilidade no número de transações entre 1998 e 2001; e uma queda acentuada em 2002. Dos trinta e oito setores pesquisados, vinte e dois apresentaram número de aquisições menores em 2003, em relação a 1997.

Tabela 12 - Número de F&A 1994-2003

	Doméstica	<i>Cross-border</i>	Total	Varição anual
1993	82	68	150	-
1994	81	91	172	14,67%
1995	82	130	212	23,26%
1996	161	167	328	54,72%
1997	168	204	372	13,41%
1998	130	221	351	-5,65%
1999	101	208	309	-11,97%
2000	123	230	353	14,24%
2001	146	194	340	-3,68%
2002	143	84	227	-33,24%
2003	116	114	230	1,32%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Marion Filho e Viera (2010, pag.124) e KPMG (2012)

Durante o período estudado, as transações *cross-border* obtiveram uma participação média anual de 57,35%, contemplando a maioria das operações em todos os anos à exceção de 2002 e 2003. Ao todo, foram 1643 internacionais e 1251 domésticas. Em linha com a quantidade de aquisições, o valor máximo investido em compra de empresas nacionais, por parte de estrangeiras, alcançou seu pico em 1998 (US\$ 29,3 bilhões) e 2000 (US\$ 23 bilhões) (tabela 13). As operações domésticas obtiveram relevante crescimento no ano de 1996 e atingiram seu valor máximo em 1997.

A queda no número de F&A transfronteiriças em 2001 (-15,7%) e 2002 (-56,7%) foi fator preponderante para o baixo desempenho da atividade nos anos citados. Este fato deve ser

entendido dentro de um contexto de redução do fluxo de investimento externo direto a partir de 2001 (Gráfico 2). Houve substancial aumento do risco-país (Gráfico 4), influenciado pelo temor dos investidores internacionais com a eleição presidencial de 2002 vencida pelo PT, um partido de esquerda. Pode-se dizer que a preocupação com mudanças em políticas econômicas e sociais, que comprometessem a estabilidade conquistada pelo governo anterior, deixou estaque os investimentos internacionais no Brasil, inclusive a compra de empresas. Segundo Marion Filho e Viera (2010), o esgotamento do processo de privatização e a desvalorização do Real²⁶ também contribuíram para a queda do IED e das operações transfronteiriças. Apesar da contração do número de transações, a participação mundial do Brasil, em termos de valor, se manteve em mais de 1%, enquanto a participação sobre os países em desenvolvimento ficou acima de 10%; percentuais melhores em relação ao período inicial da análise.

Tabela 13 - Valor das operações *cross-border* no Brasil

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Valor das Operações*	624	367	1.761	6.536	12.064	29.376	9.357	23.013	7.003	5.897	5.271
Participação Mundial	0,8%	0,3%	0,9%	2,9%	4,0%	5,5%	1,2%	2%	1,2%	1,6%	1,3%
Participação nos países em desenvolvimento	4,4%	2,4%	10,7%	18,3%	18%	35,5%	12,6%	32,6%	8,2%	13,29%	12,5%

Fonte: World Investment Report (Unctad, 2004, pag. 411,412 e 413)

*Em US\$ milhões

Os setores líderes no processo foram o de alimentos e bebidas (participação de 10,77%), instituições financeiras(7,49%), telecomunicações e mídia (7,11%), tecnologia da informação (7,04%) e siderurgia (4.83%) conforme mostra a tabela 14.

²⁶ A taxa de câmbio comercial média mensal chegou à R\$ 3,80/US\$ em Outubro de 2002 (fonte: Ipea 2013)

Tabela 14 - Evolução do nº de F&A por setor no Brasil 1994-2003

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Total	
Alimentos, bebidas e fumo	21	24	38	49	36	25	36	32	29	22	312	10,77%
Instituições financeiras	15	20	31	36	28	16	18	17	20	16	217	7,49%
Telecomunicações e mídia	5	8	5	14	31	47	26	27	22	21	206	7,11%
Tecnologia da Informação	8	7	11	8	8	28	57	36	13	28	204	7,04%
Metalurgia e siderurgia	11	9	17	18	23	9	11	15	13	14	140	4,83%
Companhias energéticas	0	1	9	17	11	10	20	36	16	17	137	4,73%
Produtos químicos e petroquímicos	14	13	18	22	25	6	12	7	4	5	126	4,35%
Publicidade e editoras	3	2	5	9	19	17	23	19	12	12	121	4,18%
Petróleo e gás	2	4	4	3	1	6	28	40	26	7	121	4,18%
Seguros	8	9	16	24	15	9	6	7	5	10	109	3,76%
Partes e peças automotivas	4	11	11	16	20	13	6	7	4	1	93	3,21%
Eletroeletrônico	5	14	15	19	9	5	5	2	4	1	79	2,73%
Supermercados	2	0	2	9	13	24	10	8	4	5	77	2,66%
Serviços para empresas	2	1	8	6	13	8	5	9	7	9	68	2,35%
Madeira e papel	7	7	4	14	9	5	7	9	1	4	67	2,31%
Construção e produtos de construção	3	2	15	8	10	13	5	2	2	3	63	2,17%
Produtos de engenharia	2	5	9	9	7	6	7	4	7	4	60	2,07%
Produtos químicos e farmacêuticos	4	11	10	4	4	6	6	4	4	4	57	1,97%
Transportes	1	4	6	7	11	1	5	8	4	4	51	1,76%
Têxteis	7	8	4	8	8	6	0	0	0	6	47	1,62%
Lojas de varejo	1	2	7	8	6	7	5	6	2	2	46	1,59%
Cimento	0	5	5	6	1	6	3	3	3	1	33	1,14%
Embalagens	1	8	4	4	3	3	4	0	1	2	30	1,04%
Indústrias extrativistas	3	9	5	4	0	1	1	1	0	3	27	0,93%
Higiene	1	1	4	4	2	1	1	7	3	1	25	0,86%
Montadoras de veículos	8	4	6	0	3	2	0	2	0	0	25	0,86%
Serviços portuários e aeroportuários	2	2	4	2	2	2	1	4	1	2	22	0,76%
Aviação	3	5	2	2	1	1	1	2	1	2	20	0,69%
Shopping Centers	1	0	2	4	2	1	2	2	4	1	19	0,66%
Mineração	0	0	0	0	0	1	6	4	5	1	17	0,59%
Hotéis e restaurantes	4	2	4	0	2	1	1	1	0	1	16	0,55%
Serviços públicos	0	1	4	1	2	5	1	0	0	0	14	0,48%
Outros	27	13	43	37	26	18	34	19	10	21	248	8,66%
Total	175	212	328	372	351	309	353	340	227	230	2.897	100%

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de KPMG (2012)

As Empresas de alimentos e bebidas foram o alvo preferencial para aquisições durante os cinco primeiros anos da análise. Segundo o Informe Setorial do BNDES (1999), este fenômeno ocorreu por causas internas e externas. Na citada época, nos países desenvolvidos, houve uma crescente saturação do mercado consumidor, dada a situação populacional e o alto nível de renda, que sedimentou uma inelasticidade para a demanda por alimentos, limitando as taxas de crescimento das vendas. O aumento do poder das cadeias de distribuição nestes países, que reduziam as margens para fornecedores, também contribuiu para a busca por mercados mais dinâmicos e menos competitivos. Como motivos internos citam-se o aumento de custos relacionados a propaganda, distribuição e qualidade que inviabilizavam o negócio de algumas firmas pequenas; além da busca por ampliação das grandes firmas, que utilizavam o veículo das F&A para reduzir custos de entradas em mercados locais. De acordo com Viegas (2006), o segmento de bebidas revelava importantes fontes de economias de escala na compra de matéria-prima, distribuição e propaganda; além de economias de escopo na produção de produtos diferentes, principalmente o mix cervejas, refrigerantes e sucos. Neste contexto, ocorreu a maior operação de capital privado do país em 1999, quando a Brahma e a Antarctica, duas gigantes do ramo de cervejas, se fundiram consolidando uma receita bruta de R\$ 10,3 bilhões (Revista Veja, 1999).

O setor de instituições financeiras, segundo colocado no *ranking*, efetivou 217 operações, respondendo por 7,79% do total, com seu valor máximo no ano de 1997. Miranda e Martins atribuíram esse crescimento a desregulamentações sobre capitais estrangeiros no início da década. Segundo os referidos autores (2000, p. 72): “[...]a liberalização dos controles sobre inversões estrangeiras no setor financeiro e a necessidade de sua consolidação, após o plano de estabilização, respondem pelo elevado número de transações de aquisições de empresas financeiras”. Na mesma linha, Cunha e Bichara (2003) consideram a consolidação do sistema bancário²⁷ como consequência de fatores como: Efetividade do Plano Real; liberalização econômica; ação regulamentadora e fiscalizadora do BACEN²⁸ e seu esforço pelo saneamento do sistema; expansão do crédito e ampliação do endividamento. Ainda segundo Cunha e Bichara (2003), os bancos estrangeiros tiveram destaque no processo, aumentando sua participação de 18% para 48% entre 1988 e 1998.

A expansão do número de aquisições no setor de telecomunicações esteve intimamente relacionada com o processo de privatização do sistema Telebrás, iniciado em 1998. Somente o

²⁷ Em junho de 1994 havia 246 instituições contra 182 em junho de 2002 (Cunha e Bichara, 2003 pag. 172)

²⁸ Inclusive com incentivos fiscais para que instituições sólidas incorporassem as mais frágeis.

desmembramento da antiga Telebrás gerou treze empresas que foram passadas para a iniciativa privada através de leilões.

Em 1998 e 1999, quando o setor atingiu 31 e 47 transações respectivamente, a receita combinada entre Governo Federal e Estadual passou dos R\$ 22,8 bilhões. Após a desestatização as F&A continuaram ocorrendo no setor, segundo Pires e das Dores (2000, p. 196), as principais motivações são as seguintes: “a) presença em áreas fora de suas licenças; b) obtenção de nichos de mercado de alto crescimento; c) acesso em banda larga aos usuários residenciais; d) acoplamento de redes; e e) acesso a tecnologia para desenvolvimento de novos serviços.”. A aquisição de empresas passou a ser uma relevante estratégia para os novos *players* do setor, conforme o novo ambiente competitivo instaurado na época.

Com a popularização da internet em meados dos anos noventa e a contínua expansão tecnológica da área de informática no período, o segmento de tecnologia da informação ganhou destaque também no tocante a operações de F&A a partir de 1999. De 1994 até 2003 foram 204 transações, colocando o setor a frente de outros tradicionais como o de siderurgia, energia, petróleo e varejo. A baixa maturidade do setor, contando com a existência de pequenas firmas de pequeno valor investido, facilitou a utilização das aquisições para incorporação de tecnologia por parte das empresas melhores estruturadas.

Em destaque ainda apareceu o setor de siderurgia/metalurgia que manteve uma quantidade de operações estável ao longo da década. Assim como as empresas de telecomunicações, as aquisições de companhias energéticas foram influenciadas pelo processo de desestatização iniciado pelos Estados a partir de 1996. Impulsionada pelas compras da Petrobrás, as operações no segmento de petróleo e gás obtiveram um importante crescimento após 1999. Em um movimento contrário, os setores de autopeças, eletrônicos e construção, que eram dos mais relevantes no início da do período analisado, experimentaram uma queda em seu número de negócios.

Observado o ranking acumulado do valor das operações transfronteiriças no mundo, percebeu-se que o movimento setorial de operações de F&A no Brasil, no período 1994-2003 está em linha com os movimentos dos investidores internacionais. Isso ocorreu uma vez que as políticas liberais ao encontro da globalização, integração de mercados e menor participação do setor público na produção, implementados durante a década de noventa foram acompanhadas pelo Brasil conforme exposto do capítulo 2.

Tabela 15 - Valor acumulado de F&A *cross-border* no mundo (US\$ milhões) 1994-2003

Telecomunicações e Transporte	815.363
Instituições Financeiras	731.093
Produtos Químicos	296.209
Energia, Gás e Saneamento	260.418
Petróleo	254.608
Alimentos, Bebidas e fumo	238.506
Varejo	236.376
Equip e Prod. Eletrônicos	201.926
Total	4.420.709
Participação	68,6%

Fonte: World Investment report (Unctad, 2004)

Observado o *ranking* acumulado do valor das operações transfronteiriças no mundo (Tabela 15), percebeu-se que o movimento setorial de operações de F&A no Brasil, no período 1994-2003 está em linha com os movimentos dos investidores internacionais. Isso ocorreu uma vez que as políticas liberais ao encontro da globalização, integração de mercados e menor participação do setor público na produção, implementados durante a década de noventa foram acompanhadas pelo Brasil conforme exposto no segundo capítulo.

4.3 ANÁLISE DO PERÍODO 2004-2012 COM BASE EM DADOS DA KPMG

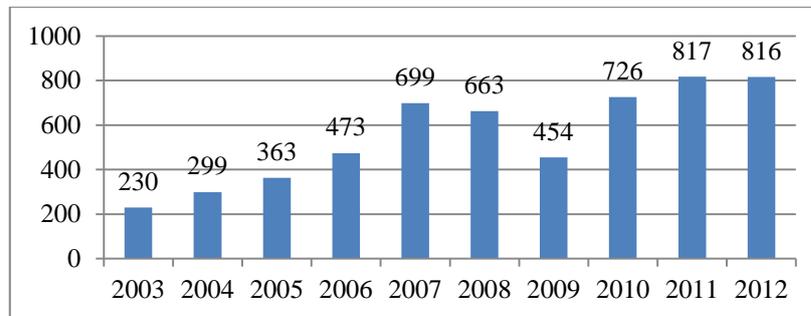
Esta seção buscou analisar e traçar o perfil das fusões e aquisições de 2004 até 2012, intervalo de tempo onde houve o maior aquecimento deste tipo de atividade no Brasil. Inicialmente é empreendido um estudo setorial semelhante com o da seção anterior, utilizando os dados dos relatórios anuais de KPMG, possibilitando uma comparação temporal com o período 1994-2004.

O número anual de operações de fusões e aquisições no Brasil passou de 230 em 2003 para 816 em 2012 (Gráfico 5), uma taxa média composta de 15,1% no período. Em virtude da melhora dos indicadores macroeconômicos do país e sua nova capacidade de atração de investimentos, observou-se um intenso crescimento nas F&A, com taxas médias anuais de 32% entre 2004 e 2007. A queda no número de transações em 2008 e 2009 teve relação com a crise financeira mundial e consequente desconfiança na conjuntura econômica com enxugamento de investimentos. Em linha com o quadro econômico, o número de transações teve rápida recuperação em 2010, saltando para um patamar 9,5% acima do pré-crise.

O entendimento dos determinantes do intenso crescimento deste tipo de atividade no país remonta ao terceiro capítulo deste trabalho. Assim, conforme visto, no capítulo anterior, as mudanças estruturais dos anos noventa, em um contexto de abertura comercial,

reestruturação produtiva, estabilidade e promoção da entrada de investimento externo; aliado a expansão do mercado e melhora dos fundamentos macroeconômicos a partir de 2004 criaram condições para a aquisição de empresas e a consolidação de determinados setores.

Gráfico 5 - Operações de F&A no Brasil 2003-2012



Fonte: KPMG (2012)

O Setor de tecnologia da informação (Tabela 16) obteve o crescimento mais relevante no período 2004-2012 e passou a liderança do ranking entre os setores, superando alimentos e bebidas. Em números acumulados, foram efetivadas 583 aquisições de empresas de T.I, com um recorde de 104 no último ano. Este fenômeno esteve relacionado com o grande impulso de crescimento do setor, dado o novo padrão de acumulação de riqueza e informações que passaram a ser intangíveis, tendo como propulsor as tecnologias de informação e comunicação. Essas tecnologias, que tem como base a microeletrônica, as telecomunicações e a informática, constituem um segmento em franca expansão (IBGE, 2013). Além disso, o Governo vem aumentando suas compras em T.I. De 2007 até 2012, as aquisições aumentaram em 153%, pulando de R\$ 2,3 bilhões para R\$ 5,4 bilhões. Adicionalmente, a caracterização de um setor pulverizado e ainda não consolidado, com existência de um significativo número de empresas pequenas e familiares, contribuiu para o elevado número de negócios na área.

O setor de alimentos, bebidas e fumo²⁹ representou 7,65% do total de transações (Tabela 16). Por ser um setor produtivo tradicional e de boa competitividade no mercado internacional, atrai o interesse de investidores internacionais. Além de que, conta com empresas nacionais gigantes que tradicionalmente absorvem outras empresas como uma estratégia de expansão, tal como BRF, Bunge, Ambev, JBS e Unilever (RODRIGUES, 1999).

²⁹ Nesta base de dados incluíram-se as empresas agrícolas

Tabela 16 - Evolução das operações de F&A por setor no Brasil 2003-2012

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total	
Tecnologia da Informação	28	22	49	46	56	73	58	85	90	104	583	10.98%
Alimentos, bebidas e fumo	22	36	36	43	66	54	39	42	44	46	406	7.65%
Companhias energéticas	17	12	16	61	25	24	19	36	42	30	265	4.99%
Telecomunicações e mídia	21	32	21	28	27	19	23	28	34	27	239	4.50%
Serviços	9	9	5	17	35	18	18	30	41	65	238	4.48%
Imobiliário	-	-	-	-	51	41	23	41	46	33	235	4.43%
Publicidade e editoras	12	17	19	19	35	26	22	26	29	24	217	4.09%
Instituições financeiras	16	19	19	21	19	23	22	28	35	24	210	3.95%
Metalurgia e siderurgia	14	19	25	38	31	20	6	14	15	4	172	3.24%
Químicos e petroquímicos	5	7	18	21	39	17	9	19	16	18	164	3.09%
Petróleo e gás	7	16	14	8	6	19	8	34	29	19	153	2.88%
Shopping Centers	1	1	1	5	51	17	2	20	20	36	153	2.88%
Seguros	10	10	16	6	4	27	24	16	31	16	150	2.82%
Farmacêuticos	4	10	13	15	12	9	12	18	21	25	135	2.54%
Educação	-	-	-	-	-	53	12	20	27	19	131	2.47%
Mineração	1	2	2	9	13	27	9	24	20	23	129	2.43%
Transportes	4	11	9	11	17	13	8	16	26	10	121	2.28%
Eletroeletrônico	1	3	9	14	18	8	15	11	19	17	114	2.15%
Açúcar e álcool	-	-	-	-	25	14	13	26	15	10	103	1.94%
Lojas de varejo	2	1	9	15	4	8	11	15	16	16	95	1.79%
Hospitais e lab. de análises	1	1	0	5	12	21	8	13	12	14	86	1.62%
Partes e peças automotivas	1	4	5	10	10	9	9	12	13	11	83	1.56%
Hotéis e restaurantes	1	2	2	6	12	15	7	12	12	14	82	1.54%
Empresas de Internet	-	-	-	-	-	-	-	-	25	56	81	1.53%
Produtos de engenharia	4	2	0	1	12	13	2	15	14	13	72	1.36%
Serv. Portuários/aeroportuários	2	3	3	6	2	6	8	13	14	14	69	1.30%
Construção	3	2	11	7	3	6	0	15	8	13	65	1.22%
Higiene	1	7	4	4	1	6	11	16	12	3	64	1.21%
Vestuário e calçados	1	0	2	3	12	11	1	7	13	9	58	1.09%
Aviação	2	3	6	11	3	2	7	10	5	9	56	1.05%
Madeira e papel	4	3	2	8	7	4	6	9	4	4	47	0.89%
Cimento	1	4	2	4	4	7	3	10	2	5	41	0.77%
Supermercados	5	3	6	0	6	2	5	5	5	5	37	0.70%
Montadoras de veículos	0	2	0	0	4	5	7	1	7	8	34	0.64%
Outros	30	36	39	31	77	46	27	39	55	72	422	7.95%
Total	230	299	363	473	699	663	454	726	817	816	5310	100%

Fonte: KPMG (2012)

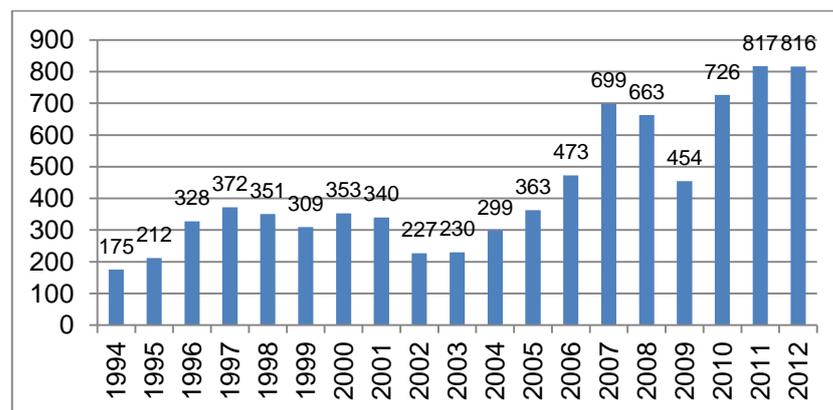
A aquisição de companhias energéticas teve seu ápice em 2006 e bons números nos últimos três anos, o que a levou ao terceiro lugar do ranking setorial. O fator de atratividade do setor residiu no potencial e na necessidade do país em geração de eletricidade. Adicionalmente, o segmento de energia renovável, principalmente eólica, esteve em destaque, proporcionando a aquisição de empresas de pequeno e médio porte. Nestas operações prevaleceu o capital nacional sobre o estrangeiro.

Destacaram-se ainda o setor de telecomunicações, serviços, imobiliário e de educação. As firmas imobiliárias somaram 235 aquisições, contando somente a partir de 2007 quando ganharam uma categoria específica. Este relevante número esteve relacionado com o *boom* da construção civil no país. Já o segmento de instituições financeiras perdeu seu lugar entre os 5 de maior relevância nas F&A em função do esgotamento de sua fase de consolidação.

4.4 SÍNTESE DO PERÍODO 1994-2012 COM BASE EM DADOS DA KPMG

O gráfico 6 permite uma melhor comparação temporal do período agregado. Conforme já citado e esclarecido, de acordo com os relatórios trimestrais da KPMG, o número de operações expandiu nos períodos de 1994-1997, experimentando uma fase redução entre 1998 e 2003 e retomou o crescimento de 2004 até 2012, a exceção de 2008 e 2009 quando sofreu os impactos da crise financeira mundial. A taxa média composta de crescimento de 1994 até 2012 ficou em 8,93%, resultado de um aumento global de 366,3%.

Gráfico 6 - Operações de F&A no Brasil 1994-2012



Fonte: KPMG(2012)

Tabela 17 - Ranking Setorial 1994-2012

Tecnologia da Informação (TI)	787
Alimentos, bebidas e fumo	718
Telecomunicações e mídia	445

Instituições financeiras	427
Companhias energéticas	402
Publicidade e editoras	338
Metalurgia e siderurgia	312
Serviços para empresas	306
Produtos químicos e petroquímicos	290
Petróleo e gás	274

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de KPMG (2012)

A tabela 17 apresenta o *ranking* setorial do número de operações de F&A de 1994 até 2012. Em função da baixa consolidação e do excelente desempenho após 2004, o setor de tecnologia da informação conquistou o primeiro lugar, suplantando setores tradicionais como alimentos, telecomunicações e instituições financeiras. O ranking não só revelou o entusiasmo dos investidores em novas áreas produtivas, relacionadas ao potencial de desenvolvimento tecnológico; mas também, a continuidade do interesse por setores tradicionais.

4.5 ANÁLISE DO PERÍODO 2004-2012 COM BASE EM DADOS DO MERGERMARKET

Com o objetivo de aprofundar o estudo e melhor definir o perfil das operações, foi analisado também um banco de dados com estatísticas mais específicas sobre o tema. É importante ressaltar que, conforme mencionado anteriormente, o Mergermarket seleciona apenas F&A com valores de transação superiores a US\$ 5 milhões, o que representa uma significativa diferença em relação aos dados da KPMG.

4.5.1 Evolução anual das operações de F&A

De acordo com o Mergermarket (2013), de 2004 até 2012, ocorreram 1.950 grandes operações de F&A no Brasil, sendo que 1.297 tiveram seus dados financeiros divulgados, totalizando um valor de aquisição de US\$ 469,18 bilhões. A tabela 18 revelou um significativo aumento no número de grandes aquisições no período. A taxa de crescimento média ficou em 21,9%. Todos os anos apresentam uma taxa de expansão robusta exceto o ano de 2009, conjuntura da crise financeira internacional, e de 2012, em função do fraco desempenho econômico do país. O valor total das transações experimentou uma variabilidade maior, no entanto manteve a tendência de alta e chegou ao seu ponto máximo em 2010 ao atingir US\$ 88,7 bilhões.

Para o cálculo do valor médio selecionou-se apenas as operações com valores divulgados. Na média do período, 66,5% das operações obtiveram seus valores publicados.

Constatou-se que o valor médio das operações oscilou bastante no período. O valor médio máximo ficou em US\$ 347,2 milhões em 2004, em função do baixo número de transações e da fusão da Ambev com a Interbrew no montante de US\$ 13,5 bilhões. O menor valor médio ocorreu em 2005, quando não houve nenhuma grande transação no Brasil.

Tabela 18 - Evolução das grandes operações de F&A no Brasil 2004-2012

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total de Operações	74	91	123	233	241	196	268	363	361
Operações Divulg.	53	71	90	181	169	129	181	221	202
Valor total*	25.694	7.652	37.467	35.562	72.985	52.576	88.763	87.585	60.916
Valor médio*	347,2	84,1	304,6	152,6	302,8	268,2	331,2	241,3	168,7

Fonte: Mergermarket (2013)

*Em US\$ milhões

As quinze maiores F&A divulgadas no Brasil em volume financeiro estão listadas na tabela 19. Estas operações bilionárias impactam de forma significativa os valores médios e os setores relacionados a elas, criando empresas gigantes que ditaram o ritmo de seus mercados. De 2004 até 2012 houve apenas cinco fusões no país, no entanto três delas³⁰ constam na lista das quinze maiores impulsionando um valor médio de US\$ 14,5 bilhões por fusão.

Tabela 19 - Maiores F&A com valores divulgados 2004-2012

Data	Alvo	Compradora	Tipo	Valor*	Setor
2008	Unibanco	Itaú	Aquisição	17.757	Financeiro
2004	Ambev	Interbrew	Fusão	13.528	Bebidas
2011	Tele Norte Leste	Brasil Telecom	Aquisição	12.459	Telecom
2010	Brasilcel, N.V.	Telefonica	Aquisição	9.746	Telecom
2008	BMF	Bovespa Holding	Fusão	7.320	Financeiro
2011	TAM S.A.	LAN Airlines	Fusão	7.189	Transporte
2010	Repsol Brazil	China Petroleum	Aquisição	7.109	Energia
2006	Banco Safra SA	Joseph Safra	Aquisição	6.896	Financeiro
2009	Bertin S.A.	JBS	Aquisição	6.815	Alimentos
2011	Vivo Participacoes	Telefonica Brasil	Aquisição	6.277	Telecom
2006	TIM Celular	TIM Participacoes	Aquisição	5.772	Telecom
2008	IronX Mineracao	Anglo American	Aquisição	5.519	Mineração
2006	Arcelor Brasil	ArcelorMittal	Aquisição	5.412	Siderurgia
2012	Redecard SA	Itau Unibanco	Aquisição	5.184	Serviços
2011	Telemar	Portugal Telecom	Aquisição	4.963	Telecom

Fonte: Mergermarket (2013)

*Em US\$ milhões

³⁰ As outras duas fusões consideradas são: Grupo TBA e Benner Sistemas (2011); CBCC e Teleperformance Brasil (2004). Ambas do setor de T.I e sem valor divulgado

De acordo com a tabela 20, o setor que mais efetivou operações de F&A foi o de alimentos e bebidas, seguido de perto por instituições financeiras. O *ranking* acumulado disponibilizado pelo Mergermarket é semelhante a classificação setorial da KPMG comentada na seção 4.1. A maior discrepância diz respeito ao setor de T.I, que ficou com o modesto oitavo lugar. Este fato pode ser explicado pelo baixo valor das operações neste setor, logo muitas delas não atingiram o piso mínimo de US\$ 5 milhões para serem selecionadas pelo Mergermarket.

Tabela 20 - Ranking setorial de F&A 2004-2012

Nº de Operações		Valor (US\$ milhões)		Valor médio (US\$ milhões)	
Alimentos e Bebidas	172	Instituições Financeiras	79.990	Telecomunicações	1.600
Instituições Financeiras	171	Telecomunicações	68.820	Óleo e Gás	1.058
Energia	145	Alimentos e Bebidas	41.541	Siderurgia	1.055
Varejo	121	Energia	40.102	Papel e Celulose	665
Serviços	116	Óleo e Gás	31.725	Instituições Financeiras	606
Insumos Industriais	111	Mineração	30.566	Mineração	546
Químicos	91	Transporte	19.940	Alimentos e bebidas	378
T.I	81	Químicos	18.805	Transporte	369
Transporte	79	Varejo	15.666	Chemicals and materials	336
Agricultura	73	Serviços	15.381	Energia	321

Fonte: Mergermarket (2013)

O setor financeiro atraiu mais de US\$ 79 bilhões via compras de capital de empresas, ficando em primeiro lugar no quesito valor total. Neste contexto destacou-se a compra do Unibanco pelo Itaú e a fusão entra a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BMF) com a Bovespa. As telecomunicações impulsionadas por reformulações societárias e aquisições de empresas de telefonia transacionaram mais de US\$ 68 bilhões, ficando em segundo lugar na listagem de valor total e com o mais alto valor médio no período. Observou-se que os segmentos de serviços básicos (telecomunicações, financeiro, transporte e energia) e indústria pesada (óleo e gás, siderurgia, papel e mineração) receberam os maiores aportes médios por negócio.

4.5.2 Origem dos Investimentos

As grandes aquisições no Brasil por parte de empresas com maioria de capital estrangeiro foram predominantes sobre as operações entre brasileiros. Ao todo, foram 1054 operações transfronteiriças contra 896 domésticas. É importante notar que a participação das transações nacionais, que giravam em torno de 30% no início do período de análise, veio

subindo ao longo do tempo. Em 2008 e 2009 a crise financeira mundial afetou os investimentos das empresas estrangeiras, proporcionando que as aquisições domésticas se tornassem maioria. No entanto com a retomada do interesse estrangeiro, em 2012, as operações internacionais voltaram a predominar.

Destaca-se aqui que a aquisição de empresas nacionais por estrangeiros, além de pagar mais na média (Tabela 21) e gerar divisas, oferece maiores possibilidades de transferências de novas tecnologias; todavia, pode aumentar o fluxo de lucros e dividendos remetidos ao exterior. A vantagem de uma operação doméstica baseia-se no fortalecimento de grupos nacionais com maior poder de competitividade externa.

Tabela 21 - Comparativo de operações domésticas x cross-border

Ano	Doméstica			Transfronteiriça		
	Operações	Valor*	Valor Médio*	Operações	Valor*	Valor Médio*
2004	15	2.452	163	59	23.242	394
2005	27	2.374	88	64	5.278	82
2006	38	12.588	331	85	24.879	293
2007	114	17.741	156	119	17.821	150
2008	124	49.792	402	117	23.193	198
2009	103	33.618	326	93	18.958	204
2010	129	25.821	200	139	62.942	453
2011	181	39.689	219	182	47.896	263
2012	165	22.782	138	196	38.134	195
Total	896	206.857	231	1.054	262.343	249

Fonte: Mergermarket (2013)

*Valores em US\$ milhões

Os Estados Unidos é o país com maiores investimentos em compra de grandes empresas no Brasil. De 2004 até 2012, foram 292 aquisições com valor total de US\$ 41,8 bilhões (Tabela 22). Países europeus como França, Reino Unido, Espanha e Alemanha, além do Japão também mostraram magnitude no número de transações efetivadas. Os chineses apesar de terem realizado apenas 19 operações, investiram pesado em empresas de petróleo/óleo, gás e mineração; alcançando o maior valor médio por aquisição e o segundo posto em valores totais. Em termos de valor médio, destacaram-se ainda Bélgica, Chile, México e Espanha.

Tabela 22 - Origem dos investimentos internacionais em F&A 2004-2012

Ranking Operações			Ranking de Valor		
País	Operações	Participação	País	Valor (US\$ milhões)	Participação
EUA	292	27,70%	EUA	41.815	15,90%
França	90	8,50%	China	19.080	7,30%
Reino unido	66	6,30%	Espanha	18.870	7,20%
Espanha	45	4,30%	Japão	17.714	6,80%
Japão	45	4,30%	Chile	15.774	6,00%
Suíça	43	4,10%	Reino unido	14.719	5,60%
Alemanha	42	4,00%	Belgica	14.049	5,40%
Canada	41	3,90%	França	10.181	3,90%
Holanda	37	3,50%	Itália	9.960	3,80%
Itália	35	3,30%	Mexico	8.942	3,40%
Outros	318	30,20%	Outros	91.239	34,80%

Fonte: Mergermarket (2013)

*Participação sobre o total de operações e valores *cross-border*

O segmento plástico é aquele que contou com a maior participação de empresas estrangeiras. De um total de 18 operações, 17 foram transfronteiriças. Os setores de óleo e gás, eletrônicos, siderurgia e automotivo também obtiveram um alto índice de operações transfronteiriças. Ao todo, os setores que mais trouxeram divisas para o país através de vendas de participação de capital foram os seguintes: Telecomunicações (US\$ 33,3 bilhões); óleo e gás (US\$ 28,7 bilhões); financeiro (US\$ 28,6 bilhões) e Mineração (25,8 bilhões).

Tabela 23 - Setores com maior participação de operações *cross-border* 2004-2010

	Doméstica		Cross-border		% Cross Border
	Operações	Valor*	Operações	Valor*	
Plástico	1	122	17	460	94,40%
Oleo e Gás	7	3.001	29	28.724	80,60%
Produtos Eletrônicos	6	35	23	381	79,30%
Siderurgia	4	880	13	11.783	76,50%
Automotivo	12	1.882	36	1.622	75,00%

Fonte: Mergermarket (2013)

*Em US\$ milhões

Tabela 24 - Setores com maior participação de operações domésticas 2004-2012

	Doméstica		Cross-border		% Doméstica
	Operações	Valor*	Operações	Valor*	
Imobiliária/Participações	45	7.051	10	1.244	81,8%
Educação	39	2.160	17	1.002	69,6%
Médico/Saúde	46	3.823	22	5.612	67,6%

Varejo	79	6.929	42	8.737	65,3%
Construção	39	4.746	28	5.764	58,2%

Fonte: Mergermarket (2013)

*Em US\$ milhões)

As operações domésticas foram predominantes em serviços como imobiliárias, médico/saúde (hospitais e clínicas médicas) e educação (escolas, faculdades, cursos profissionalizantes e cursos de idiomas). Adicionalmente, o Varejo e a construção civil mantiveram alto índice de participação nacional. No agregado, as instituições financeiras sofreram o maior processo de concentração interna, com 83 operações para um valor total de US\$ 51 bilhões. As empresas de telecomunicação (US\$ 35,4 bilhões) e energia (US\$ 18,250) também contribuíram bastante para a geração de valor em aquisições domésticas.

4.5.3 Tipo de Investidor

Conforme mencionado na Seção 2.1, uma operação pode ocorrer com objetivos estratégicos ou financeiros. Os investidores estratégicos buscam o ganho de sinergias operacionais após a fusão, que geralmente ocorre dentro de seu mercado em questão. Paralelamente, os fundos³¹ compram uma participação da companhia e passam a compor o seu conselho de administração, visando melhorar sua eficiência a partir de uma reestruturação ou expansão. Após o período de maturação, o fundo realiza um desinvestimento, revendendo a companhia ou abrindo o seu capital no mercado.

De 2004 até 2012 ocorreram 225 transações envolvendo fundos no Brasil. Este número esteve em franca expansão a partir da superação da crise financeira em 2010. O crescimento médio anual foi de 16% desde 2004. No entanto, investidores estratégicos ainda possuem a ampla maioria das operações. Constatou-se que o valor médio pago pelos fundos é menor (tabela 25), uma vez que em poucas ocasiões ocorre uma aquisição total do capital, além de que, quanto menor o investimento inicial desembolsado pelo fundo, maior a rentabilidade para seus acionistas.

Tabela 25 - Comparativo aquisições private equity x inv. estratégico

	Fundos			Investidor Estratégico		
	Operações	Valor*	Valor Médio*	Operações	Valor*	Valor Médio*
2004	14	562	40	60	25.127	419
2005	11	273	25	80	7.378	92
2006	16	1.035	65	107	36.432	340

³¹ Os dados não diferenciam aqui fundos de private equity ou venture capital. De acordo com Martelac, Pasin e Cavalcante (2005), fundos de private equity costumam investir em empresas já consolidadas, enquanto fundos de venture capital apostam em empresas de pequeno e médio porte com foco em inovação.

	Fundos			Investidor Estratégico		
	Operações	Valor*	Valor Médio*	Operações	Valor*	Valor Médio*
2007	22	3.928	179	211	31.632	150
2008	24	2.130	89	217	70.856	327
2009	14	1.143	82	182	51.435	283
2010	37	7.232	195	231	81.531	353
2011	41	4.535	111	322	83.045	258
2012	46	3.581	78	315	57.332	182
Total	225	24.420	109	1.725	444.768	258

Fonte: Mergermarket (2013)

*Em US\$ milhões

Conforme a tabela 26, o maior interesse dos fundos de 2004 até 2012 esteve no setor de serviços, varejo, energia, alimentos, bebidas e educação. No entanto, os setores que mais receberam investimentos em vendas de empresa são os seguintes: Químico (US\$ 3,3 bilhões), instituições financeiras (US\$ 3,1 bilhões) e Mineração (US\$ 2,2 bilhões).

Tabela 26 - Setores com maior participação de fundos 2004-2012

	Fundos		Inv. Estratégico		% Fundos
	Operações	Valor*	Operações	Valor*	
Serviços	25	913	91	14.468	21,55%
Varejo	19	1.664	102	14.002	15,70%
Energia	15	2.108	130	37.994	10,34%
Alimentos e Bebidas	14	607	158	40.934	8,14%
Educação	12	1.036	44	2.125	21,43%

Fonte: Mergermarket (2013)

*Em US\$ milhões

Tabela 27 - Maiores aquisições envolvendo fundos de private equity

Data	Alvo	Fundo Comprador	Stake	Valor*	Setor
2011	CBMM	JFE Holdings	15%	1.950	Mineração
2010	Banco BTG Pactual	BTG (Consortium of Investors)	18%	1.800	Financeiro
2010	Trinseo Materials	Bain Capital LLC	100%	1.630	Químicos
2007	San Antonio Internacional	GP Investments	100%	1.000	Energia
2010	Tivit	Apax Partners LLP	100%	938	T.I
2008	Glory Global Solutions	Carlyle Europe Partners	100%	707	T.I
2007	Magnesita Refratarios	RPAR Holding	38%	637	Químicos
2007	BMF	General Atlantic LLC	10%	523	Financeiro
2010	Barra Energia do Brasil	First Reserve Corporation	100%	500	Energia
2011	Terminal de Containeres de Paranagua	Advent International Corporation	50%	499	Transporte

Fonte: Mergermarket (2013)

*Em US\$ milhões

Para melhor entender os valores investidos em cada setor, a tabela 27 revela as maiores operações envolvendo fundos de *private equity/venture capital*. A venda de 15% da Companhia Brasileira de Mineração e Metalurgia (CBMM) para um consórcio de empresas japonesas, com participação do fundo JFE atingiu US\$ 1,95 bilhão e foi a maior da história do país nesse quesito. Os setores químico, de energia, T.I, financeiro e de transporte, também atraíram pesado investimentos de fundos.

4.6 SÍNTESE DO CAPÍTULO

De 1994 até 2003 houve um crescimento modesto de em média 4,36% ao ano no número de F&A. Os primeiros anos foram bastante favoráveis a este tipo de atividade, passando de 150 para 372 operações, entre 1993 e 1997. No entanto, a complicada situação dos investimentos internacionais e a conjuntura interna do país redundaram em uma redução das aquisições em 2000 e 2001. Esses anos foram marcados pela drástica queda no nível de investimentos estrangeiros diretos no país e do intenso aumento da desconfiança dos investidores internacionais com os novos rumos da política econômica do novo partido eleito. As transações transfronteiriças foram predominantes no período total, arrebatando 57,35% do total e gerando US\$ 101 bilhões de receita. Os setores que lideraram o processo foram os de alimentos e bebidas (10,77%), a partir da saturação do mercado mundial e aumento do poder das cadeias de distribuição no mercado internacional; instituições financeiras (7,49%), em função das desregulações sobre a o capital estrangeiro e a consolidação promovida pelo BACEN; telecomunicações, relacionado à privatização da Telebrás; e a T.I, a partir da informatização e da popularização da internet.

De acordo com os dados da KPMG (2012), no período subsequente houve *boom* na quantidade de F&A no Brasil. O número anual passou de 230 em 2003 para 816 em 2012, uma taxa média de 15,1% ao ano. Em virtude da melhora dos indicadores macroeconômicos do país e sua nova capacidade de atração de investimentos, observou-se um intenso crescimento entre 2004 e 2007. A queda no número de transações em 2008 e 2009 teve relação com a crise financeira mundial e conseqüente desconfiança na conjuntura econômica com enxugamento de investimentos. No entanto, em linha com o quadro econômico, o número de transações teve rápida recuperação em 2010. O setor mais relevante para este episódio foi o T.I, dado o novo padrão de informatização e comunicação e os gastos do governo nesta área.

De acordo com o Mergermarket (2013), a taxa de crescimento média do número de F&A com valores superiores a US\$ 5 milhões, ficou em 21,9%, atingindo 361 operação. No somatório do período 2004-2012, foram 1950 transações para um montante de US\$ 469 bilhões. O setor produtivo onde mais ocorreram aquisições foi o de alimentos e bebidas, todavia as empresas do setor financeiro receberam o maior aporte financeiro e o segmento de telecomunicações obteve o maior valor médio por operação. As transações *cross-border* foram predominantes no país com 54% do total, no entanto as operações domésticas se expandiram a taxas maiores ao longo do período. Em termos percentuais, o setor que mais atrai o capital estrangeiro foi o de plásticos, enquanto as empresas imobiliárias foram às preferidas do capital nacional. Adicionalmente, o estudo mostrou que as aquisições vinculadas aos fundos de *private equity* representaram apenas 11% do total no Brasil, entretanto apresentaram uma boa taxa de crescimento a partir de 2010.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta monografia estudou o contexto das operações de fusões e aquisições de empresas. O objetivo proposto era o de traçar o perfil destas transações e entender como se deu a expansão deste tipo de atividade no Brasil no ao longo do período 1994-2012.

A partir de uma revisão da literatura, concordou-se com o argumento de Kloeckner (1994) de que não existe somente uma teoria concisa e predominante para explicar combinações de empresas. Em função disso, foram apresentadas três possíveis vertentes explicativas. A obtenção de sinergias operacionais tem origem no racional de eficiência da teoria da firma. Neste contexto, aquisições de empresas tem o poder de melhorar a alocação de recursos e gerar ganhos de eficiência. O estudo expôs e concluiu que as economias de escala, a integração vertical, a substituição de gestores, a elevação do poder de mercado, a busca por recursos complementares e a diversificação das atividades foram as fontes de sinergia mais relevantes ao tema das F&A . Segundo a vertente das expectativas assimétricas existem diferenças significativas na avaliação das empresas geradas pela assimetria de informação e expectativa sobre resultados futuros e risco do negócio. Por fim, utilizou-se o arcabouço da teoria da agência, para justificar que F&A também podem ser potencializadas pelo comportamento maximizador individual dos dirigentes da companhia.

Um estudo a respeito das profundas transformações vividas pelo país a partir dos anos noventa permitiu o entendimento sobre as oportunidades criadas para o avanço das F&A de empresas. As reformas liberalizantes buscavam retomar o caminho do desenvolvimento, abrindo a economia e tentando reduzir as diferenças de eficiência entre o setor produtivo do país e o resto do mundo industrializado. O novo ambiente de competitividade levou as empresas a traçarem novas estratégias e arranjos, preocupando-se com a aquisição de capacidade produtiva e tecnologia. As complicações do quadro hiperinflacionário do início da década fora superadas com o lançamento do Plano Real e a indústria aproveitando-se da valorização da moeda experimentou um “*cath-up* produtivo”. Adicionalmente, a promoção e desregulamentação da entrada de capital estrangeiro no país para combater o déficit das transações correntes permitiu um intenso aumento do IDE, incluindo a compras de empresas. Já a política de desestatização influenciou de forma direta o número de aquisições. Viu-se que os setores de telecomunicações, energia, mineração e siderurgia foram os principais alvos.

Destacou-se o papel do BNDES que promoveu alianças societárias sendo o agente potencializante e financiador das privatizações até 1998, além de ter incentivado a formação de grandes grupos nacionais, através de aquisições e reforço de capital na estrutura de

empresas dos setores considerados de alta competitividade externa. Quanto ao ambiente regulatório, em razão da análise do ato de concentração ocorrer após a efetivação da mesma, concluiu-se que o CADE impôs poucas barreiras para o acontecimento de F&A. A legislação antitruste e o método de julgamento foram reformulados em 2011 com o objetivo de imprimir maior agilidade e dar maior poder ao mesmo.

A partir de 2004, o Brasil passou a ter uma melhora significativa em suas variáveis macroeconômicas. A combinação entre a queda da taxa de desemprego, aumento do PIB e distribuição mais equitativa da renda, expandiu de maneira considerável o tamanho do mercado consumidor, tornando o país mais atrativo para investidores interessados no *market seeking*. Em paralelo, a redução do nível do risco-brasil melhorou a avaliação dos preços dos ativos de empresas nacionais, segundo as formulas de cálculo do *valuation*.

A análise quantitativa das estatísticas de F&A segundo duas fontes diferentes (KPMG e Mergermarket), possibilitou o entendimento de que o número de aquisições manteve uma tendência de alta no período estudado. No entanto as taxas de crescimento mostraram-se relacionadas com o comportamento dos mercados internacionais e a percepção de risco do Brasil por parte dos investidores. Momentos de incerteza, como a eleição de Lula no início de década e a crise financeira mundial de 2008/2009 travaram a efetivação de F&A.

O trabalho argumentou que a evolução das fusões e aquisições teve como base alguns setores em específico. De acordo com a KPMG (2012), as empresas de tecnologia de informação foram as líderes no processo em função do aumento da informatização e de características de pouca concentração do setor. Por excluir negócios pequenos, o Mergermarket (2013) apontou o segmento de alimentos e bebidas como o principal neste contexto. Em termos de valor, as empresas financeiras trouxeram o maior nível de aportes (US\$ 80 bilhões), enquanto as telecomunicações obtiveram o maior valor médio (US\$ 1,6 bilhões por negócio). Destacaram-se ainda, de acordo com as duas fontes, as companhias energéticas, siderúrgicas, empresas químicas, de óleo e gás, mineração e varejo.

A maioria das transações foi efetuada por empresas de capital majoritariamente estrangeiro, o que contribuiu com a entrada de divisas e a difusão de tecnologia. Adicionalmente, operações deste tipo em média pagam mais do que as nacionais. As firmas norte-americanas foram as que mais adquiriram ativos no Brasil, enquanto as chinesas desembolsaram o mais valor médio. Viu-se que o interesse dos investidores internacionais recaiu principalmente dos setores de plásticos, telecomunicações, óleo e gás, financeiro e mineração. Argumentou-se que os negócios domésticos cresceram nos últimos cinco anos, com base principalmente no setor imobiliário, médico, varejo e construção.

A grande maioria das operações se deu por investidores estratégicos (88,6%), enquanto os fundos de investimentos demonstraram uma pequena participação. Todavia, percebeu-se que as aquisições envolvendo fundos se expandiram de maneira considerável após a superação da crise de 2009, criando uma boa perspectiva de futuro. Por não adquirirem a totalidade do capital e por objetivarem um ganho financeiro, os fundos na média pagaram menos por cada negócio efetuado.

O trabalho mostrou como mudanças estruturais importantes e o ambiente institucional criou um quadro de incentivo a combinações empresariais, além de relatar o perfil setorial destas combinações. No entanto, o tema é muito amplo e pode ser aprofundado de diversas maneiras em estudos futuros. Seria interessante realizar uma análise a respeito do desempenho das empresas após uma fusão ou aquisição, dado padrão brasileiro aqui relatado. Além de avaliar de forma mais complexa os benefícios e malefícios causados a estrutura produtiva do país. Outra ideia a ser considerada é a de comparar o modelo brasileiro com outros países em desenvolvimento, apontando vantagens ou desvantagens.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Eduardo Simões de. Mudança institucional e estrutural na economia brasileira do início dos anos noventa. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 17, n. 31, jun. 1999.

ANUATTI-NETO, Francisco et al. Os efeitos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 151-175, abr/jun. 2005.

AOUN, Samira; VERDI, Adriana Renata; SATO, Geni Satiko. Dinâmica das fusões e aquisições no investimento direto estrangeiro: especificidade da indústria de alimentos e bebidas no Brasil, 1996-2006. **Informações Econômicas**, São Paulo, v. 38, n. 3, p. 67-76, jul. 2008. Disponível em: <<ftp://ftp.sp.gov.br/ftpiea/publicacoes/tec5-0308.pdf>> Acesso em: 23 Abr 2013

AVERBUG, André. Abertura e integração comercial brasileira na década de 90. **A economia brasileira nos anos**, Brasília, v. 90, n. 1, out. 1999. Disponível em: <http://www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/onhecimento/livro/eco90_02.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2013.

BAIN, Joe Staten. **Barriers to new competition: their character and consequences in manufacturing industries**. Condado de Harvard: Harvard University Press, 1993.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. **Privatização: Introdução**. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Privatizacao/>. Acesso em: 16 abr. 2013.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner Gardiner Coit. **The modern corporation and private property**. Transaction Publishers, 1932.

BRASIL. Ministério da Justiça. **Defesa da concorrência: O que é o SBDC ? 2013**. Disponível em: <[http://portal.mj.gov.br/main.asp?ViewID={29715BC8-DE58-4C3F-9F88A56850280E70}¶ms=itemID={CEF35B5A-B2E8-4F6A-8CA8858B129BB4EF};&UIPartUID={2868BA3C-1C72-4347-BE11-A26F70F4CB26}](http://portal.mj.gov.br/main.asp?ViewID={29715BC8-DE58-4C3F-9F88A56850280E70}¶ms=itemID={CEF35B5A-B2E8-4F6A-8CA8858B129BB4EF};&UIPartUID={2868BA3C-1C72-4347-BE11-A26F70F4CB26}>)>. Acesso em: 14 abr. 2013.

_____. Presidência da República. **Decreto nº 3.000, de 26.03.1999**. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. 1999. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm> Acesso em: 29 set 2012.

_____. Presidência da República. **Decreto-Lei nº 2.341, de 29.06.1987**. Dispõe sobre a correção monetária das demonstrações financeiras, para efeitos de determinar o lucro real, e dá outras providências. 1987. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2341.htm> Acesso em: 25 set. 2012.

_____. Presidência da República. **Lei nº 12.529, de 30.11.2011**. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica; altera a Lei no 8.137, de 27 de dezembro de 1990, o Decreto-Lei no 3.689, de 3 de outubro de 1941 - Código de Processo Penal, e a Lei no 7.347, de 24 de julho de 1985; revoga dispositivos da Lei no 8.884, de 11 de junho de 1994, e a Lei no 9.781,

de 19 de janeiro de 1999; e dá outras providências. 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm>. Acesso em: 25 abr 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº 8.031, de 12.04.1990**. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm> Acesso em: 16 mar 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº 8.884, de 11.06.1994**. Transforma o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em Autarquia, dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica e dá outras providências. 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18884.htm> Acesso em: 22 abr 2013.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw Hill Brasil, 2008.

BYRD, John; PARRINO, Robert; PRITSCH, Gunnar. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, Oxford, v.54, n.3, p. 14-30, maio/jun. 1998.

CAMARGOS, M.; COUTINHO, E. A teoria da firma ea fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. **RAC–Eletrônica**, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 273-295, maio/ago. 2008. Disponível em: <<http://biblat.no-ip.org/revista/rac-eletronica/articulo/a-teoria-da-firma-e-a-fundamentacao-teorica-para-fusoes-e-aquisicoes-uma-analise-de-suas-interfaces>>. Acesso em: 25 ago. 2012.

CAMARGOS, Marco Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, Aquisições e takeover: Um Levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses Testáveis e Evidências Empíricas. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 2, p. 17-38, abr/jun. 2003.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, jun. 2009.

CANO, Marcelo. **O recente processo de fusões e incorporações na economia brasileira**. 2003. 164 f. Dissertação (Mestrado em economia) - Instituto de Economia da Unicamp, Unicamp Campinas. 2003. Disponível em: <<http://cutter.unicamp.br/document/?code=vtls000297056>> Acesso em: 03 mar. 2013

CASTRO, Antônio B. A reestruturação industrial brasileira nos anos 90. Uma interpretação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 3, jul./set. 2001. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/83-1.pdf>> Acesso em: 25 fev. 2013.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Relatórios de Gestão**: 2002; 2003; 2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012. 2013.

CUNHA, André Moreira; BICHARA, Julimar da Silva. O Sistema Bancário Brasileiro: Reestruturação, Participação do Capital Estrangeiro e Perspectivas. **V Reunión de Economía Mundial. Sevilla**, Espanha, 2003.

DA gero, Marina Moreira. **A teoria antitruste no brasil: fundamentos e estado da arte.** Belo Horizonte: Cedeplar, Universidade Federal de Minas Gerais, 2005. Disponível em: <<https://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD257.pdf>> Acesso em: 07 maio 2013.

DE TOLEDO, Joaquim Eloi Cirne. Risco Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central. **Revista de Economia Política**, São Paulo v. 22, n. 3, p. 87, jul/set 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-9.pdf>> Acesso em: 11 maio 2013.

Disponíveis em: <<http://www.cade.gov.br/Default.aspx?cc6daf70bc5bdd7cd47b>>. Acesso em: 13 maio 2013.

DUNNING, John H. Location and the multinational enterprise: a neglected factor. **Journal of International Business Studies**, Hants, v.29, n.1, p. 45-66, jan/mar. 1998.

FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v.88, n.2 p. 288-307, abr. 1980. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/1837292?uid=3737664&uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102364155547>> Acesso em: 28 Out 2012

FERREIRA, Pedro C.; ROSSI JUNIOR, José Luiz. Evolução da produtividade industrial brasileira e abertura comercial. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 29, n. 1, abr. 1999.

GARCIA, Márcio GP; DIDIER, Tatiana. Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. **Pesquisa e planejamento econômico**, Rio de Janeiro, v. 33, n. 2, p. 253-297, ago. 2003. Disponível em: <<http://www.ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/92/67>> Acesso em: 05 maio 2013.

GEROSKI, Paul. **Domestic and Foreign Entry in the UK: 1983-1984.** Centre for Business Strategy, 1988.

GORT, Michael. An economic disturbance theory of mergers. **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford v.83, n.4, p. 624-642, nov. 1969. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/1885453?uid=3737664&uid=2&uid=4&sid=21102364312357>> Acesso em: 14 out 2012.

INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS – IPEA. **Banco de dados sobre estatísticas de consumo, emprego e renda. 2013.** Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 14, 15 e 19 abr. 2013.

HITT, Michel.; IRELAND, Duane.; HOSKISSON, Robert. **Strategic Management: Competitiveness and Globalization: Concepts & Cases.** 8. ed. Mason: South-Western Cengage Learning, 2008.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, Ropchester, v. 3, n. 4, p. 305-360, Out. 1976. Disponível em: <http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CC8QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.sfu.ca%2F~wainwrig%2FEcon400%2Fjensen-meckling.pdf&ei=5DCuUcLiGci_0QGR3oD4Dg&usg=AFQjCNH21n2bTrUE5mwxb0ApnBWc6mJOvA&sig2=T-Ve2wx4rQah_6J5M5yEaQ&bvm=bv.47244034,d.dmQ>. Acesso em: 25 out. 2012.

JENSEN, Michael. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review**, Nashville v. 76, n. 2, maio 1986. Disponível em: <<http://www.sml.hw.ac.uk/ms75/GP%20Papers/G32.pdf>> Acesso em: 16 out. 2012.

KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan/mar. 1994. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=366> Acesso em: 20 Ago 2012

KLYNVELD PEAT MARWICK GOERDELER - KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2012 – 4º trimestre**. São Paulo, 2013. Disponível em: <http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2012/FA-4otrim-2012.pdf> Acesso em: 18 maio 2013

KNORST, Aline Solange. **Reestruturação patrimonial de empresas no Brasil e na Argentina (1990-1999)**. 2007. 118f. Dissertação (Mestrado em Integração Latino-americana) - Depcie Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, 2007.

KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. **Economia industrial**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LANDIM, Ricardo; TEREZA, Irany. BNDES decide abandonar a política de criação de “campeãs nacionais”. Estadão online [São Paulo], 22 Abril 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,bndes-decide-abandonar-a-politica-de-criacao-de-campeas-nacionais,151356,0.htm>>. Acesso em: 10 maio 2013.

LAPLANE, Mariano; SARTI, Fernando. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Economia e sociedade**, Campinas v. 8, p. 143-181, jun. 1997. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=458&tp=a>> Acesso em: 01 maio 2013.

LEE, Inmoo *et al.* The costs of raising capital. **Journal of Financial Research**, Urbana-Champaign v. 19, p. 59-74, jan. 1996. Disponível em: <http://bear.warrington.ufl.edu/Ritter/publ_papers/TheCostsOfRaisingCapital.pdf> Acesso em: 03 nov. 2012.

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. **The Journal of Political Economy**, Berkeley v. 73, n. 2, p. 110-120, abr. 1965. Disponível em: <http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDkQFjAA&url=http%3A%2F%2Fare.berkeley.edu%2F~antinori%2Fprclass%2FManne.pdf&ei=oTCuUdf0KK2G0QHO_4CwDQ&usg=AFQjCNECRpSMMmeZ0Hoad19FmSq8BGaFBQ&sig2=nE_1OT1C0rnFm-NF2Z0skQ&bvm=bv.47244034,d.dmQ&cad=rja> Acesso em: 04 mar. 2012.

MARION FILHO, P. J.; VIEIRA, G. M. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 3, n. 1, p. 109-130, mar. 2010.

MARION FILHO, Pascoal José; KNORST, Aline. A reestruturação de empresas no Brasil: fusões e aquisições (1990-1999). **Perspectiva Econômica**, São Leopoldo v. 5, n. 2, p. 47-67, jul/dez. 2009. Disponível

em:<<http://cascavel.cpd.ufsm.br/revistas/ojs2.2.2/index.php/reaufsm/article/download/2243/1370>> Acesso em: 23 abr. 2013

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTIN, Kenneth J.; MCCONNELL, John J. Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. **The Journal of Finance**, Boston v. 46, n. 2, p. 671-687, jun. 1991. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2328841?uid=3737664&uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102364155547>> Acesso em: 04 nov. 2012.

MEDINA, Antônio José. **Determinantes do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil**. 2005. 92f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2005.

MERGERMARKET. **Base de dados de negócios de Fusões e Aquisições**. Nova Iorque: Mergermarket Group Comapany. 2013. Disponível em: <<http://www.mergermarket.com/info/>> Acesso em: 12, 13 e 14 abr. 2013.

MINADEO, Roberto; CAMARGO, Marcos Antônio. Fusões e Aquisições no Varejo Alimentar: uma análise das estratégias de entrada e de crescimento do Carrefour e Wal-Mart no mercado brasileiro. **Revista de Ciências da Administração**, Florianópolis, v. 11, n. 24, p. 102-135, maio 2009.

MIRANDA, J.C.; MARTINS, Luciano. Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil. **Economia e Sociedade, Campinas**, v.14, p. 67-88, jun. 2000. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=504&tp=a>>. Acesso em: 02 set. 2012.

MODENESI, Andre de Melo; MODENESI, Rui Lyrio. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, São Paulo v. 32, n. 3, p. 389-411, jul/set. 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572012000300003&script=sci_arttext> Acesso em: 20 Abr. 2013.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Do managerial objectives drive bad acquisitions?. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 45, n. 1, p. 31-48, mar. 1990.

NONNENBERG, Marcelo José Braga. **Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no Brasil: as décadas de 1970 e 1990**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2003.

PAIVA, Silvia Maria Caldeira. A Privatização no Brasil: Breve avaliação e perspectivas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre v. 22, n. 2, p. 104-117, abr/jun. 1994. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/download/821/1086>> Acesso em: 09 mai 2013.

PATROCÍNIO, Mauricio Réa; KAYO, Eduardo Kazuo; KIMURA, Herbert. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 42, n. 2, abr/maio/jun. 2007.

Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1226> Acesso em: 25 ago. 2012.

PINHEIRO, Armando Castelar. Privatização no Brasil: por quê? até onde? até quando. **A economia brasileira nos anos**, Brasília, v. 90, n. 1, p. 147-182, out. 1999.

PORTAL BRASIL. **Cotações diárias do Dólar, Euro e do “Risco Brasil”**. 2002/2013 Disponível em: <http://www.portalbrasil.net/indices_dolar.htm>. Acesso em: 15 abr 2013.

PORTUGAL, M.; AZEVEDO, A. Abertura comercial e política econômica no Plano Real, 1994-1999. In: AUTOR (Org.). **Economia aberta**: ensaios sobre fluxos de capitais, câmbio e exportações. Viçosa: UFV, 2000.

POSSAS, Mario Luiz. **Estruturas de mercado em oligopólio**. São Paulo: Hucitec, 1985.

PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido de. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, Campinas v. 15, p. 85-116, dez. 2000. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V9-F2-S15/04-Penido.pdf>> Acesso em: 11 maio 2013.

RODRIGUES, Rute Imanishi. **Empresas estrangeiras e fusões e aquisições: os casos dos ramos de autopeças e de alimentação/bebidas em meados dos anos 90**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, jan. 1999.

ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **Journal of business**, Chicago v.59, n.2, p. 197-216, abr.1986. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2353017?uid=3737664&uid=2&uid=4&sid=21102364312357>> Acesso em: 24 out. 2012.

RUIZ, R. M. **Estratégia Empresarial e Reestruturação Industrial (1980-1992)**: um estudo de grupos econômicos selecionados. 1994. 160 f.. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas). Campinas: IE/UNICAMP.

SCHERER, André Luís Forti. Investimento direto estrangeiro, fusões e aquisições e desnacionalização da economia brasileira: um balanço da década do Plano Real. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, ago. 2004.

SCHERER, Frederic M.; ROSS, David. **Industrial market structure and economic performance**. Urbana: University of Illinois, 1990.

SILBER, Simão Davi. **Mudanças estruturais na economia brasileira (1988-2002)**: abertura, estabilização e crescimento. São Paulo: USP, 2002.

SILVA, Wilson Rezende. Terceirização versus Integração Vertical: teoria e prática. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 37, n. 3, p. 1, 1997. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/3083>. Acesso em: 29 out 2012.

TONDOLO, Vilmar Antonio Gonçalves; PUFFAL, Daniel Pedro. Antecedentes e resultados de um projeto de capacitação de fornecedores sob a ótica das relações interorganizacionais. **Revista Alcance**, Itajaí, v. 17, n. 1, p. 084-097, jan. 2010.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT - UNCTAD.

World Investment Report, 2000. Disponível em:

<http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CCoQFjAA&url=http%3A%2F%2Functad.org%2Fen%2FDocs%2Fwir2000_en.pdf&ei=QIyvUcHmI6Wz0QHx-oD4Bg&usg=AFQjCNHDrv9Ev4u9vmONBEZME917WHvReg&sig2=19j5oyU4ElxAxXJUpoMCpg&bvm=bv.47380653,d.dmQ> Acesso em: 08 mar 2013.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT - UNCTAD.

World Investment Report, 2004. Disponível em:

<http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CCoQFjAA&url=http%3A%2F%2Functad.org%2Fen%2FDocs%2Fwir2004_en.pdf&ei=O42vUZzyNKfV0gHpqoHIBg&usg=AFQjCNGt7pQmJ5TOBy-fM2kxyTwSijW2dQ&sig2=4DKqkMW9tp8NbjKl75SLAw&bvm=bv.47380653,d.dmQ> Acesso em: 13 mar 2013

VELASCO JR, Licínio. Privatização: mitos e falsas percepções. **A Economia Brasileira nos anos**, Brasília v. 90, out 1999. Disponível em:

<http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/cohecimento/livro/eco90_06.pdf> Acesso em: 19 maio 2013.

WESTERFIELD, Randolph. W.; JAFFE, Jaffrey. F.; ROSS, Steaphen A. **Administração financeira**: corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

YANO, N. M.; MONTEIRO, S. M. M. Mudanças institucionais na década de 1990 e seus efeitos sobre a produtividade total de fatores. In: **ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA**, 36., 2008, Salvador. Disponível em:

<<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807211610100-.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2013.