



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES E AQUISIÇÕES – MÉTODO EVA, AVALIAÇÃO DO VALOR
AGREGADO - APLICAÇÃO AO CASO AMBEV.

Bernardo Heringer Coelho

Nº de matrícula: 0913602

Orientador: Luiz Roberto Cunha

Rio de Janeiro, 25 de Junho de 2012.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES E AQUISIÇÕES – MÉTODO EVA, AVALIAÇÃO DO VALOR
AGREGADO - APLICAÇÃO AO CASO AMBEV.

Bernardo Heringer Coelho

Nº de matrícula: 0913602

Orientador: Luiz Roberto Cunha

Rio de Janeiro, 25 de Junho de 2012.

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

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

Agradecimentos:

Agradeço a minha família que eu tanto amo, em especial aos meus avós, Pedro, Vera e Isabel, pelo apoio incondicional e suporte sempre, reunindo todos os esforços para que eu pudesse alcançar meus objetivos.

Aos meus pais, Victor e Iza, pelo carinho e apoio, inclusive nos momentos mais difíceis, que sempre acreditaram que tudo isso seria possível desde o início.

Ao meu irmão Luiz Fernando, pela confiança sempre depositada.

A minha namorada Evelynne, pela motivação, força e paciência durante esses anos. Por estar presente em minha vida e nas minhas escolhas.

Agradeço também ao professor, Luiz Roberto, por ter sido meu orientador, aceitando meu projeto, e que sempre esteve disponível fazendo críticas construtivas durante a montagem deste trabalho.

Enfim, a todos que colaboraram direta ou indiretamente para a realização deste trabalho.

Sumário

| | |
|---|----|
| Resumo..... | 7 |
| Introdução..... | 8 |
| 1. Fusões e Aquisições (F&A) | 10 |
| 2. Empresas antes da fusão..... | 12 |
| 2.1. Brahma | 12 |
| 2.2. Antártica | 13 |
| 2.3. Kaiser | 14 |
| 2.4. Skol | 16 |
| 2.5. O mercado pré-fusão | 17 |
| 3. O processo de fusão | 20 |
| 3.1. Dossiê Kaiser | 20 |
| 3.2. Parecer da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) | 21 |
| 3.3. Parecer da Secretaria do Direito Econômico (SDE)..... | 23 |
| 3.4. Decisão do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)..... | 24 |
| 4. Ações pós-fusão | 28 |
| 5. Valuation | 30 |
| 5.1. Métodos de Valuation..... | 30 |
| 5.2. Medidas de Desempenho Tradicionais | 30 |
| 5.2.1. WACC – Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital) ... | 30 |
| 5.2.2. Lucro Líquido | 30 |
| 5.2.3. ROI – Return On Investment (Retorno Sobre Investimento) | 31 |
| 5.2.4. ROE – Return On Equity (Retorno Sobre Patrimônio Líquido) | 31 |
| 5.2.5. RI – Residual Income (Lucro Residual) | 32 |
| 5.3. MVA – Market Value Added (Valor de Mercado Adicionado) | 32 |
| 5.4. EVA – Economic Value Added (Valor Econômico Adicionado) | 34 |
| 6. Aplicação do método | 36 |
| 6.1. Brahma e Antártica..... | 36 |
| 6.2. Ambev | 36 |
| 7. Efeitos da fusão | 39 |
| 7.1. Posição dos acionistas..... | 39 |
| 7.2. Posição dos consumidores | 40 |
| 8. Conclusão | 42 |

| | |
|----------------------------------|----|
| Referências Bibliográficas | 44 |
|----------------------------------|----|

Lista de Tabelas

- 1 – Maiores Cervejarias em 1994
- 2 – Marcas Mais Consumidas em 1994
- 3 – Participações de Mercado por UF
- 4 – Fusões Aprovadas Pelo Cade
- 5 – As Maiores Cervejarias do Mundo
- 6 – Evolução do EVA para Antártica e Brahma
- 7 – Demonstrações de Resultados Ambev
- 8 – Evoluções do EBTIDA e da Margem na Década Ambev
- 9 – Evolução do Preço Médio de Cervejas da Ambev 1995-2009

Resumo

Este trabalho busca uma análise do tema fusões e aquisições e o seu impacto no valor da firma, mais especificamente a empresa Ambev. Serão analisadas as necessidades de as empresas se desenvolverem e se adaptar rapidamente a uma economia extremamente competitiva e dinâmica, tanto quanto os aspectos que levaram à essa fusão, como por exemplo, condições de mercado pré-fusão, condições das firmas (envolvidas e concorrentes) nesse mercado, como foi feita a fusão, aprovação e restrições do CADE, situação do mercado pós-fusão (envolvidas e concorrentes), valorização das firmas envolvidas (através de métodos de valuation), situação dos acionistas e consumidores pós-fusão.

Os resultados pretendidos com esta análise mostram uma opção de crescimento de uma firma em um mercado competitivo e dinâmico, principalmente como uma fusão pode aumentar o valor da firma, agregando valor aos seus acionistas sem prejudicar o consumidor. Também pretendo mostrar através da análise do MVA (Market Value Added – Valor Adicionado pelo Mercado) e do EVA (Economic Value Added – Valor Econômico Adicionado) das firmas envolvidas que os investidores ficaram numa melhor posição em comparação ao período pré-fusão.

Introdução

Com uma economia globalizada e cada vez mais competitiva, se tornaram mais comuns os processos de fusões e aquisições. Porém os riscos também são grandes, segundo alguns estudos de consultorias, cerca de 70% das operações representam prejuízos para os acionistas dessas empresas.

Esses riscos se dão, pois as barreiras administrativas e logísticas são muito altas, além do fator humano é claro. Ainda não se sabe quanto tempo pode-se levar até corporações tão diferentes se transformarem numa companhia única. Ainda assim, a Brahma não recuou na união com a Antártica, gigantes do setor de bebidas no Brasil, numa transação milionária.

O mercado brasileiro de cerveja já dava sinais de estagnação e o de refrigerantes apresentava uma contínua perda de mercado por parte das marcas líderes para as marcas independentes. Havia ainda uma guerra entre as empresas rivais no mercado de cerveja, que se viam forçadas a realizar altos investimentos em marketing a fim de manter suas participações de mercado.

O ambiente era de um mercado estagnado e recessivo, com tendência a redução do poder de compra e de consumo, junto ao crescente poder de penetração de mercados das marcas independentes. Também era necessário se defender dos concorrentes estrangeiros e tentar competir com marcas líderes mundiais já consolidadas no mercado. Esse cenário inevitavelmente resultaria em elevação do endividamento e redução das margens operacionais e líquidas, a médio e longo prazo para as empresas do setor.

A Antártica se conscientizou de que necessitava de uma reestruturação, um “banho” de modernidade. Melhor que fosse com a Brahma do que com a estrangeira Anheuser-Busch. O pai de idéia foi Jorge Paulo Lemann, que já havia mostrado uma administração eficiente na Brahma, e agora pretendia estender para as duas empresas, diminuindo custos e fechando unidades de produção, tanto as mais antigas como também as de menor produtividade.

Em julho de 1999, Brahma e Antártica, as duas principais concorrentes no segmento de bebidas no mercado brasileiro, põem fim a uma disputa histórica, anunciam uma megafusão que gerou muita polêmica e mobilizou a opinião pública em geral. Os que se opunham a fusão argumentaram que a participação de mercado da

nova empresa (Ambev) seria prejudicial à livre concorrência, haveria uma grande concentração. Já os defensores da fusão defendiam que em uma economia globalizada e competitiva, apenas firmas grandes estão em condição de competir.

Quando Antártica e Brahma decidiram se unir, formaram uma empresa dona das três marcas líderes de mercado (a terceira era a Skol) com 75% do mercado nacional de cervejas, redes de distribuição com maior penetração no país e capacidade instalada para atender toda a demanda do país.

1. Fusões e Aquisições (F&A)

A economia de inovação que tem em Schumpeter seu principal teórico acredita que a introdução de novos produtos, produtos aperfeiçoados, novos métodos de produção, novas formas de organização, bem como o uso de novas fontes de matérias primas e a penetração em novos mercados, são fatores que levam a expansão industrial das organizações que fazem uso destas políticas (KUPFER 2002).

Com uma necessidade cada vez maior de respostas às demandas competitivas de grandes empresas, as operações de fusões e aquisições têm adquirido um importante papel na economia globalizada nos últimos anos.

Corporações de grande porte são levadas a atuar de forma bastante agressiva devido a fatores como a busca de sinergias financeiras e tecnológicas; atuação em outras regiões e necessidade de ganhos em escalas de produção, muitas vezes até em diferentes países, por meio de aquisições, parcerias e *joint venture* com outras empresas.

O deslocamento do chamado “posicionamento competitivo” para a “cooperação competitiva”, é um exemplo dos diferentes tipos de estruturas e de relacionamentos entre as empresas, que têm suas origens nos novos formatos organizacionais. Essas formas de relacionamento, tanto nacional quanto internacional, podem ser desde interações transacionais como até a unificação de concorrentes. Veremos alguns tipos a seguir:

- **Alianças e parcerias estratégicas:** Duas ou mais empresas passam a trabalhar juntas, sem necessariamente criar uma nova empresa, com o objetivo de auferir ganhos de eficiência. Essas operações normalmente têm como objetivo, a entrada em novos mercados, e geralmente são utilizadas para contornar sentimentos nacionalistas e/ou reduzir custos de entrada em mercados não familiar.
- **Joint venture:** Quando duas ou mais empresas se juntam para criar uma terceira empresa separada e inteiramente independente das demais. Essa empresa criada pode ser administrada tanto em conjunto pelas empresas criadoras, como também separadamente, por apenas uma delas.
- **Fusão:** Duas ou mais empresas se juntam, agrupando seus ativos, tanto materiais quanto humanos, formando uma nova empresa. É importante ressaltar que as

empresas originais desaparecem, tendo a nova empresa uma identidade própria. Segundo alguns estudos, quando as fusões são administradas por apenas uma das partes, há um número bem alto de fracassos. As fusões podem ser classificadas como horizontal, vertical e conglomeradas.

- **Aquisição:** Ocorre quando uma empresa adquire mais de 10% do controle acionário de outra empresa. Devido a uma menor possibilidade de reversibilidade, complexidade maior no processo de integração, alto grau de investimento e de controle e um maior impacto sobre a gestão, a firma comprada normalmente desaparece no contexto legal. Assim como as fusões, as aquisições também são classificadas como horizontal, vertical e conglomeradas.

Veremos abaixo as classificações das operações de F&A, segundo Brealey e Myers (2008).

- **Horizontal:** É definida quando ocorre dentro de um mesmo negócio, entre empresas com atividades similares. Esse tipo de operação busca economias de escala e redução de custos.
- **Vertical:** É definida quando ocorre em diferentes segmentos de um processo produtivo, como por exemplo, produtor e distribuidor. Dessa forma é possível reduzir custos de transação externos além de proporcionar economias de escalas devido a operações integradas e sistêmicas.
- **Conglomerados:** São combinações de empresas em diferentes ramos de negócios, nos quais as atividades produtivas são totalmente separadas.

É importante ressaltar que as operações de F&A, só acontecem porque as empresas que fazem parte das transações, acreditam que auferirão ganhos de sinergias de algum tipo. Ou seja, é fundamental para a operação, que as empresas tenham sólidos motivos para acreditar que ambos os negócios valem mais operando de forma conjunta do que valem operando de forma separada.

2. Empresas antes da fusão

2.1. Brahma

Em 1888, o suíço Joseph Villiger inaugura a Manufactura de Cerveja Brahma & Companhia no Rio de Janeiro. O objetivo de Joseph Villiger era fazer uma cerveja que lembrasse as produzidas na Europa. Em 1904 nasceu a Companhia Cervejaria Brahma, que já alcançava a produção de seis milhões de litros de cerveja.

Dez anos mais tarde, era lançada a Malzbier, uma cerveja mais doce que era “recomendada especialmente às senhoras que amamentavam”. Em 1927, a Brahma lança o seu guaraná, como resposta ao lançamento do Guaraná Antártica.

Com a finalidade de estudar novas variedades de cerveja e suas respectivas adaptações ao solo e clima, foi inaugurada em 1968 a Estação Experimental de Cevada no Rio Grande do Sul. Na década seguinte a Brahma expandiu a distribuição e fabricação de seus produtos para as regiões Norte e Nordeste do Brasil.

Em 1980, a Brahma compra as Cervejarias Reunidas Skol Caracu (criada em 1967) e quatro anos depois, é firmado um acordo com a PepsiCo Internacional para a fabricação e distribuição da marca Pepsi no Rio de Janeiro.

Sob o comando dos empresários, Jorge Paulo Lemann, Beto Sicupira e Marcel Telles, em 1989 o Grupo Garantia adquire o controle acionário da empresa Brahma. Com uma gestão agressiva, foram introduzidas grandes mudanças no mercado de cerveja, buscando uma maior eficiência.

A Brahma passou a utilizar uma política agressiva de promoção de vendas, redução de custos, aumento de produtividade e expansão internacional, começava nos anos 90 a guerra publicitária entre as cervejarias Brahma e Antártica. A Brahma atingia uma participação de mercado de 38%, superando a participação da Antártica. Nos anos seguintes a empresa firmou um acordo com a norte-americana Miller Brewing Company para a produção e distribuição da cerveja Miller no Brasil.

Apesar de a cerveja Brahma ter se mantido líder de mercado nesse período, ambas as marcas tanto a Brahma quanto a Antártica, perderam participação no mercado diante das concorrentes, que vinham crescendo cada vez mais, como por exemplo, a Kaiser, Schincariol e a própria Skol (que pertence ao grupo Brahma) que em 1998 alcançou a liderança de mercado, chegando a 27% de participação.

Produtos Brahma:

- Brahma Chopp
- Brahma Bock
- Brahma Extra
- Brahma Light
- Chopp da Brahma
- Chopp Escuro da Brahma
- Malzbier
- Cerveja Miller
- Carlsberg
- Skol
- Caracu
- Guaraná Brahma
- Limão Brahma
- Sukita
- Tônica Brahma
- Soda Cristal Brahma
- Pepsi
- Mirinda
- 7 UP
- Kas
- Teem
- Marathon Isotônico
- Lipton Ice tea
- Águas Fratelli Vita
- Fonti

2.2. Antártica

Em 1885, um grupo de amigos cria a Companhia Antártica Paulista em São Paulo, inicialmente uma pequena fábrica de comida e gelo. Três anos mais tarde, iniciou-se a produção de cerveja que em 1890 já alcançava 4 milhões de litros. Após um forte processo de expansão a empresa comprou cervejaria Bavaria em 1904.

A companhia começou a fabricar o refrigerante Guaraná Antártica em 1922, o carro-chefe da empresa na categoria de refrigerantes e que ocupa o segundo lugar no segmento. Na década de 30, a Fundação Antônio e Helena Zerrenner assume o controle da Antártica.

Construção de novas fábricas e compra de concorrentes mais fracos faziam parte da estratégia do processo de expansão do qual a empresa passou em 1960, e teve como ponto importante a compra da Companhia Cervejaria Bohemia, a mais antiga cervejaria do país, localizada em Petrópolis. No final da década de 70, começou a exportação do refrigerante Guaraná Antártica e a essa altura já se produzia mais de 500 milhões de litros de cerveja e refrigerantes.

O Grupo Antártica foi formado nos anos 80, contendo 22 empresas coligadas. Devido a guerra publicitária entre as duas marcas (Brahma e Antártica), o cenário se encontrava cada vez mais competitivo, e em 1992, a empresa reduziu o quadro de funcionários, aumentou a qualificação dos novos profissionais e ampliou sua linha de produtos, num intenso processo de modernização.

Com o fortalecimento da Brahma e o crescimento Kaiser, a Antártica caminhava para uma situação desfavorável, perdendo sua participação no mercado que em 1995 era de 32% e em 1997 já havia caído para 24%. Essa perda, tanto no mercado de cervejas como no de refrigerantes, elevou o grau de endividamento da firma, chegando a 500 milhões de reais em 1999.

Produtos Antártica:

- Antártica Pilsen (Extra e Extra Cristal)
- Antártica Pilsner Chopp
- Malzbier
- München Extra
- Rio Cristal
- Bavaria (Pilsen e Premium)
- Bohemia
- Kronenbier
- Serramalte
- Antártica Original
- Polar (Export e Pilsen)
- Niger
- Chopp Antártica
- Polar
- Guaraná Antártica
- Soda Antártica
- Água Tônica
- Pop Cola
- Pop Laranja
- Clube Soda Antártica
- Baré Cola
- Baré Tutti-Frutti
- Guaraná Frisante Polar

2.3. Kaiser

A Coca-Cola vinha perdendo participação no mercado de refrigerantes no estado de Minas Gerais, devido a prática de “venda casada” adotada pelas marcas líderes no mercado de cerveja. Foi quando em 1982, o empresário Luiz Otávio Possas Gonçalves,

um dos principais acionistas do grupo proprietário de duas grandes engarrafadoras de Coca-Cola no estado, teve a iniciativa de resolver esse problema fabricando a própria cerveja. Em Divinópolis, com capacidade de produção de cerca de 50 milhões de litros por ano, a primeira fábrica utilizava uma tecnologia até então inédita no país que era o processo de maturação e fermentação em tanques fechados, sem interferência ambiental, que além de resultar num produto de melhor qualidade, reduzia em 30% o consumo de energia e mão-de-obra.

Nos anos 80, como a demanda era maior do que a oferta estabeleceu-se um cenário favorável ao aparecimento de novas marcas de cervejas, o que auxiliou o sucesso de lançamento da Kaiser, que contava com uma campanha publicitária voltada para televisão e rádio, junto a uma vasta linha de materiais promocionais. Esses fatores somados a uma necessidade de comercialização de uma cerveja junto a sua linha de refrigerantes, fez com que grupos de distribuidores e fabricantes de Coca-Cola de diversas regiões se juntassem ao empreendimento, e comesçassem a desenvolver suas linhas de cerveja e negociar a cessão da marca para produção em outras regiões.

A Kaiser também passou a praticar o método de “venda casada” que já vinha sendo utilizado pelos seus concorrentes líderes de mercado. O processo vinculava a venda de cerveja a do refrigerante, utilizando os canais de distribuição da Coca-Cola. Com a construção de duas fábricas, uma em São Paulo e a outra no Rio de Janeiro, os produtos chegaram ao mercado no fim de 1983, mesmo período em que a Heineken, a maior exportadora de cerveja no mundo, passou a dar assistência técnica a Kaiser.

Já convencida de que o mercado de cervejas no Brasil possuía características diferentes das do resto do mundo, em 1984, a Coca-Cola Internacional entrou na sociedade com Kaiser adquirindo 10% da cervejaria.

A Kaiser era mais eficiente do que todas as unidades das centenárias cervejarias no Brasil. A empresa exibia um rápido crescimento devido a uma estratégia agressiva de preços e passou a incomodar as principais concorrentes, acabando com monopólio das duas maiores marcas de cervejas brasileiras e ajudando a Coca-Cola a reconquistar uma importante parcela de mercado que havia perdido.

Foi uma década marcada por uma forte expansão de mercado e de sua linha de produção, criando em 1993 a cerveja tipo Bock, com edição limitada e disponível somente no inverno.

Produtos Kaiser:

- Kaiser Pilsen
- Kaiser Bock
- Kaiser Summer Draft
- Kaiser Gold
- Santa Cerva
- Heineken
- Xingu

2.4. Skol

Em 1964 na Europa, a cervejaria dinamarquesa Carlsberg lançou a cerveja Skol Pilsen, que devido ao grande sucesso no velho continente, chegou ao Brasil 3 anos depois, através da Cervejaria Rio Claro que lançou o produto sob licença no país. Alguns anos depois a companhia que passaria a se chamar Cervejarias Reunidas Skol Caracu foi comprada pela Brahma.

Na década de 70, a empresa começou a revolucionar o mercado de cerveja e não parou mais de crescer. Sempre inovando, depois de lançar primeira cerveja em lata no Brasil, a Skol implementou em 1989 a primeira lata de alumínio, que possibilitava uma conservação da temperatura gelada da cerveja por um período mais prolongado. Em seguida veio a garrafa long neck com tampa de rosca, a lata com 500 ml, a primeira lata com boca redonda dentre outros lançamentos, alcançando a terceira posição no mercado brasileiro de cervejas com uma participação de mercado de 19,7% atrás apenas das gigantes Brahma e Antártica.

Nos anos 90, aproveitando a boa rede de distribuição em todo território nacional, a empresa passou a investir pesadamente em marketing, utilizando a exposição de seus produtos nos pontos de vendas, como as geladeiras por exemplo. Aproveitando também a imagem sólida, a empresa passou a patrocinar grandes eventos.

2.5. O mercado pré-fusão

O mercado brasileiro de bebidas se demonstrava um setor com enorme potencial de crescimento no início da década de 90. Alguns fatores como aumento da renda e uma melhor distribuição da mesma, fizeram com que o mercado consumidor aumentasse, causando uma grande atratividade para a entrada de novos produtores nos principais segmentos, de refrigerantes e cervejas.

O segmento de cervejas com 42 fábricas espalhadas pelo país, gerava em torno de 137 mil empregos, diretos e indiretos, e já configurava-se como o segundo maior do ramo de bebidas, atraindo grande prestígio internacional, perdendo apenas para o mercado de refrigerantes.

Com um mercado consumidor de baixa renda e responsável por cerca de 72% do consumo total, o ritmo de crescimento da demanda por bebidas enfrentou um declínio causado por uma redução na taxa de crescimento da economia brasileira em 1997 e principalmente por um aumento da inflação, resultando assim em uma disputa ainda mais acirrada por market-share.

Cervejarias de menor porte, começaram a disputar com as grandes do setor a fatia de consumidores de menor poder aquisitivo, aumentando a participação no market-share. A Kaiser foi de 7,9% para 14,6%, enquanto a Schincariol saltou de 0,2% para 5,4% no mesmo período. As marcas líderes de mercado, Brahma e Antártica, travavam uma “guerra” pela concorrência.

No final de 1994, quando a Brahma perdeu a liderança do mercado de cervejas brasileira por não acompanhar a evolução da demanda por falta de capacidade produtiva, a empresa construiu no Rio de Janeiro a maior fábrica da América Latina, retomando rapidamente a supremacia no mercado no segundo semestre de 1995. Segundo uma pesquisa realizada pelo Instituto Nielsen no início de 1996, a Brahma possuía 30,1% da participação de mercado contra 28,3% da Antártica, 16,8% da Skol e 15,5% da Kaiser.

A resposta da Antártica não demorou muito, em 1996 a empresa ampliou sua unidade de produção, e já produzia 600 milhões de litros por ano. E já em 1994, as principais cervejarias brasileiras apareciam entre os 15 maiores produtores do mundo.

Maiores Cervejarias em 1994

| Rank | Empresa | País | milhões de HL |
|------|------------------------------------|----------------|---------------|
| 1 | Anheuser-Busch, Inc. | Estados Unidos | 140,7 |
| 2 | Heineken NV | Holanda | 81,9 |
| 3 | Miller Brewing Co. (Philip Morris) | Estados Unidos | 73,3 |
| 4 | Kirin Brewery Co. Ltd. | Japão | 48,3 |
| 5 | Forester's Brewing Group | Austrália | 46,7 |
| 6 | South African Breweries Ltd | África do Sul | 45,3 |
| 7 | Carlsberg A/S | Dinamarca | 40,9 |
| 8 | Cia Cervejaria Brahma | Brasil | 40,7 |
| 9 | Danone Group | França | 37,7 |
| 10 | Cerveceria Modelo SA | México | 34,2 |
| 11 | Santo Domingo Group | Colômbia | 33,7 |
| 12 | Coors Brewing Co. | Estados Unidos | 33,1 |
| 13 | Guinness PLC | Reino Unido | 32,6 |
| 14 | FEMSA | México | 26,9 |
| 15 | Cia Antártica Paulista | Brasil | 26,9 |

Fonte: Impact International, Company reports and Salomon Brothers Inc.

A empresa norte-americana Anheuser-Busch, fabricante da cerveja Budweiser, era a maior produtora de cerveja do mundo, representando 9% do mercado mundial. Sua produção em 1994 (140 milhões de hectolitros/ano), representava mais de duas vezes a produção brasileira (cerca de 67,6 milhões de hectolitros/ano).

As cervejarias brasileiras Cia Cervejaria Brahma (8ª) e Cia Antártica Paulista (15ª), correspondiam a 2,4% e 1,6% do mercado mundial respectivamente. Uma característica desse mercado é que as empresas têm sua produção voltada principalmente para o mercado interno, exportando apenas uma pequena parcela de sua produção total.

Já com relação as marcas de cervejas mais consumidas no mundo, as brasileiras apareciam em destaque, com a Brahma Chopp ocupando a 4ª posição, Antártica a 5ª, Skol a 18ª e a Kaiser 24ª.

Marcas mais consumidas em 1994

| Rank | Marca | Fabricante | HL milhões |
|------|-----------------------|-------------------------|---------------|
| 1 | Budweiser | Anheuser-Busch Inc. | 68,4 |
| 2 | Kirin Lager | Kirin Lager Co. Ltd | 26,7 |
| 3 | Bud Light | Anheuser-Busch Inc. | 26,4 |
| 4 | Brahma Chopp | Cia Cervejaria Brahma | 25,8 |
| 5 | Cerveja Antarctica | Cia Antarctica Paulista | 25,3 |
| 6 | Miller Lite | Miller Brewing | 25,0 |
| 7 | Heineken | Heineken NV | 21,5 |
| 8 | Coors Light | Coors Brewing Co. | 21,1 |
| 9 | Asahi Super Dry | Asahi Breweries Ltd. | 20,5 |

Fontes: Impact International, Company reports and Salomon Brothers Inc.

Podemos observar mais uma vez, que o consumo da líder de mercado, Budweiser, é maior do que o dobro do consumo das marcas brasileiras Brahma Chopp e Antártica. Mostrando como era factível a aquisição de alguma das duas marcas por uma concorrente internacional.

Fusões desse tipo propiciam redução de custos em marketing e distribuição de produtos. Também não haveria diretorias o suficiente para empregar os altos executivos. Porém a base da fusão ia além do mercado interno, a empresa nascente viria para enfrentar de frente os grandes competidores internacionais, segundo Telles, “se a gente não se internacionalizar, alguém internacionaliza a gente”.

Foi necessária muita ousadia para comprar a Antártica, muitos outros já tinham tentado outras vezes, inclusive a gigante americana Anheuser-Busch, que esperava a hora H para comprar o controle da companhia.

Durante os últimos anos pré fusão, a estratégia de produção da Brahma em megaunidades foi um ponto positivo, ao contrário do que foi adotado pela Antártica, distribuição por várias fábricas. A Brahma também aproveitou a época de lucros para fazer uma reestruturação, enquanto a Antártica demorou para iniciar o mesmo processo. Administração à parte, houve também o fator sorte, a Bavária que seria um produto para bater de frente com a Skol, não conseguiu a mesma aceitação. Até hoje, nem a Brahma tem uma explicação fundamentada para o enorme sucesso da Skol.

3. O processo de fusão

O Cade (Conselho Administrativo de Defesa Econômica), baseado na Lei Antitruste (nº 8.884), suspendeu todas as operações das duas empresas (Brahma e Antártica) 15 dias após o anúncio da fusão. As firmas ficariam impedidas de desativar fábricas, unificar estruturas e demitir pessoal, antes da avaliação final das consequências no mercado brasileiro de cervejas e refrigerantes, devido a formação da Ambev.

Lei Antitruste: A lei antitruste de 1994 passou a regulamentar os acordos de união ou cooperação entre as empresas, dentre os quais os chamados “atos de cooperação”, quando a junção representamais de 20% do mercado. Para chegar a um veredicto, são percorridos três fóruns. O primeiro é a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), do Ministério da Fazenda, que dá o parecer sobre os efeitos econômicos do “ato” no mercado. Logo depois, o processo segue para a Secretaria do Direito Econômico (SDE), do Ministério da Justiça, responsável pela análise dos aspectos jurídicos da petição. Os dois pareceres são independentes e servem como uma forma de orientação para o outro órgão do Ministério da Justiça, o Conselho de Administração Econômica (Cade), este sim com poderes para aprovar ou vetar o pedido das empresas.¹

A Ambev deixou claro que seu objetivo era a internacionalização, pretendia expandir-se no mercado internacional com a distribuição mundial do Guaraná Antártica, através da estrutura oferecida pela Pepsi. Com o slogan “multinacional verde-e-amarela”, o principal argumento a favor da fusão, era o fortalecimento de uma empresa nacional, para não serem presas do capital estrangeiro e da desnacionalização no futuro.

3.1. Dossiê Kaiser

A Kaiser foi a primeira empresa a se manifestar contra a fusão, defendendo que haveria formação de monopólio, permitindo a Ambev a praticar aumentos abusivos de preços, e que a fusão não passaria de uma aquisição da Antártica pela Brahma. Em seu parecer, a cervejaria apresentou cálculos que previam milhares de demissões nas duas empresas. Com o objetivo de levar o Guaraná Antártica ao mercado internacional, a Coca-Cola, que estava ligada a Kaiser, também se viu prejudicada pela sua concorrente, porém os interesses da multinacional não foram mencionados no processo.

¹ Parágrafo retirado do artigo “A Guerra das Cervejas” publicado pela revista Exame em janeiro de 2000.

De acordo com as informações do Instituto Nielsen, a Kaiser apresentou diversas tabelas e informações sobre o market-share por unidade estadual, com e sem fusão, que são apresentados a seguir:

Participação de mercado por UF

| UF | Kaiser | Ambev* | Brahma | Skol | Antártica |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Alagoas | 14,2 | 79,4 | 48,8 | 5,6 | 25,0 |
| Bahia | 10,9 | 71,9 | 31,0 | 11,7 | 29,2 |
| Ceará | 3,8 | 95,7 | 28,6 | 2,8 | 64,3 |
| Distrito Federal | 4,8 | 82,8 | 13,9 | 37,9 | 31,0 |
| Espírito Santo | 9,9 | 73,7 | 30,6 | 29,8 | 13,3 |
| Goiás | 3,7 | 82,9 | 25,4 | 43,6 | 13,9 |
| Mato G. do Sul | 15,3 | 71,4 | 30,0 | 27,7 | 13,7 |
| Mato Grosso | 10,8 | 81,1 | 5,8 | 48,4 | 26,9 |
| Minas Gerais | 10,7 | 80,9 | 28,8 | 35,3 | 16,8 |
| Pará | 11,9 | 58,4 | 5,8 | 3,7 | 48,9 |
| Paraná | 27,2 | 55,1 | 11,5 | 23,2 | 20,4 |
| Piauí | 4,7 | 94,7 | 33,3 | 20,5 | 40,9 |
| Rio de Janeiro | 3,9 | 81,2 | 15,6 | 39,5 | 26,1 |
| Rio G. do Sul | 17,9 | 67,8 | 21,9 | 20,9 | 25,0 |
| Santa Catarina | 17,9 | 70,7 | 26,2 | 28,9 | 15,6 |
| São Paulo | 23,5 | 65,5 | 26,5 | 16,9 | 22,1 |
| Sergipe | 24,3 | 68,8 | 19,6 | 4,2 | 45,0 |
| Média Nacional | 16,0 | 73,2 | 24,5 | 23,4 | 25,3 |

Fonte: Nielsen

* Em caso de fusão.

Segundo as informações apresentadas pela Kaiser na tabela acima, é fácil notar que, caso a fusão fosse aprovada, o resultado seria uma alta concentração de mercado por parte da Ambev em todos os 17 estados analisados. A nova empresa obteria assim uma média de participação de 73,2% contra apenas 16% da Kaiser.

3.2. Parecer da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE)

A Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) emitiu um parecer sugerindo a aprovação com restrições da fusão das empresas Companhia Antártica Paulista e Companhia Cervejaria Brahma.

“A análise da SEAE baseou-se no Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração, introduzido pela Portaria n.º 39, de 29 de junho de 1999. O Guia estabelece uma metodologia sistematizada em etapas para a análise econômica de atos

de concentração, seguindo o padrão internacional no controle de concentrações econômicas.”

A partir da análise da localização das unidades produtoras, suas respectivas regiões de influência, e seus principais produtos, foram definidos diversos ramos de atuação, que formam diferentes mercados: mercado de águas engarrafadas, mercado de cervejas, mercado de refrigerantes, mercado de chás, mercado de isotônicos, mercado de sucos e mercado de malte.

Para os setores de chás, isotônicos e sucos, não havia concentração horizontal, conforme constatado na análise. A conclusão foi de que não havia coincidência de operações entre Brahma e Antártica para esses mercados, e sim complementariedade.

Em apenas três mercados foram constatadas a existência de concentração horizontal. Nos mercados onde havia coincidência de operações entre as empresas, o SEAE chegou às seguintes conclusões:

- i. **Mercado de Águas Engarrafadas:** A concentração nesse mercado após a fusão seria de apenas 1,08%, significativamente abaixo do patamar de 20% estabelecido pelo Guia como “suficientemente alto para possibilitar o exercício unilateral do poder de mercado, portanto não haveria danos à concorrência”.
- ii. **Mercado de Refrigerantes Carbonatados:** Analogamente ao mercado de cervejas, optou-se pela divisão cinco mercados diferentes regionalmente. As participações nas vendas totais deste produto seria de 16,8% a 24,5%, sendo que a Coca-Cola, líder de mercado, têm participações de 37,7% a 49,5%. Não haveria perda de bem-estar para os consumidores e nem perdas de eficiência, pois a entrada de novos concorrentes nesse mercado era fácil.
- iii. **Mercado de Cervejas:** Devido ao alto grau de concentração em todas as regiões, a “SEAE procedeu ao estudo da possibilidade de exercício unilateral do poder de mercado por parte da Ambev”.

Portanto, de acordo com a SEAE, a fusão das empresas não poderia ser aprovada da forma na qual foi apresentada, necessitando assim de algumas recomendações, como por exemplo:

- A venda da totalidade dos ativos associados a marca Skol; as plantas necessárias a sua operação, correspondendo aos níveis produzidos atualmente, e os contratos de distribuição do produto e os demais contratos vinculados ao negócio Skol.
- A venda de uma das duas plantas localizadas em Cuiabá, Cuiabana (Brahma) e Filial Cuiabá (Antártica).
- A venda de uma das duas plantas localizadas em Manaus, Miranda Correa (Brahma) e Filial Manaus (Antártica).
- Desde a data de aprovação do ato, conceder um prazo de até seis meses para o cumprimento das exigências.
- O reexame do contrato entre Brahma e Miller, por parte do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

3.3. Parecer da Secretaria do Direito Econômico (SDE)

Em 2000, foi anunciado o parecer da Secretaria de Direito Econômico (SDE), que concluiu que os efeitos líquidos da operação seriam negativos, extinguindo assim a intervenção das autoridades de defesa da concorrência para que fosse preservada a dinâmica concorrencial no mercado.

Segundo a SDE, “o mercado relevante de cervejas é profundamente afetado pela operação, devendo ser objeto de preocupação das autoridades de defesa da concorrência”. Defendia-se que as participações de mercado resultantes da fusão seriam muito elevadas, ficando a Ambev com mais de 65% em todos os mercados relevantes.

De acordo com a Secretaria, havia uma alta probabilidade de abuso do poder de mercado, tendo em vista a reunião, sob um único comando, das três maiores marcas do mercado e das três maiores redes de distribuição de cerveja. Portanto, o fórum sugeriu a venda de uma das três marcas de cerveja da empresa (Antártica, Brahma ou Skol), além de duas fábricas de cerveja. Assim sendo, a SDE entendia que a livre concorrência no mercado de cervejas estaria assegurado se tais medidas fossem tomadas, possibilitando ao consumidor brasileiro o acesso a produtos de qualidade a preço competitivos.

Para Marcel Telles, o presidente da Brahma na época, o parecer da SDE era “burro e covarde”. O parecer era covarde pois a SDE não teria tido coragem de ir contra a fusão, propondo assim medidas inviáveis. E era burro pois inviabilizaria a

operação, pois a venda de uma dessas três marcas eliminaria os ganhos da fusão, no sentido de que a união das duas maiores cervejarias do país, resultasse em uma empresa do mesmo tamanho ou até mesmo menor do que as originais. “Se vendermos a Antártica, voltamos ao início, com apenas a Brahma e a Skol. Se vendermos a Skol, seremos menores que antes”, disse Telles.

A Brahma defendia que a SDE e as outras agências do governo teriam outros mecanismos para evitar o controle do mercado pela Ambev. A decisão do caso, ficou sob responsabilidade do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), que teve um prazo de 60 dias para aprovar ou não a operação.

3.4. Decisão do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)

Segundo HIGUTHI (2002), “pelo código, a Ambev não poderia existir, porém o Cade já havia aprovado outras fusões que também resultaram na concentração de mercado.” O clima era de apreensão durante os dias de análise do Conselho.

Fusões aprovadas pelo Cade

| Empresas | Setor | Concentração de mercado |
|----------------------------|------------------------|--------------------------------|
| Brosol / Echin | Autopeças | 96% |
| Helio / Carbex | Material de escritório | 85% |
| Colgate / Kolynos | Higiene | 78% |
| Mahle / Cofap / Metal Leve | Autopeças | 78% |
| Ajinomoto / Oriente | Alimentação | 72% |
| Electrolux | Eletrodomésticos | 61% |

Fonte: Revista Veja, 9 de fevereiro de 2000.

Em 31 de março de 2000, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) divulgou o parecer final sobre o caso. Por um lado, a fusão das duas empresas possibilitaria ganhos de eficiência de cerca de R\$ 177 milhões por ano, aumentando o bem-estar econômico. Por outro lado, a concentração eliminaria um concorrente do mercado, causaria uma potencial redução de empregos no setor, e o consumidor teria restrição a sua possibilidade de escolha.

O Cade deu um parecer final à favor da fusão entre a Brahma e Antártica, porém algumas obrigações foram impostas para compensar os custos econômicos do ato, como podemos observar a seguir:

Principais restrições:

- A Ambev deveria vender a marca Bavaria, assim como transferir os contatos de fornecimento e de distribuição da cervejaria, dentro de um prazo de oito meses.
- O comprador da Bavaria, não poderia ter uma participação no mercado de cervejas brasileiro acima de 5%.
- A empresa também teria que vender, também no prazo de oito meses, cinco fábricas da Antártica e da Brahma que somavam uma capacidade de produção de 709 milhões de litros, localizadas nos estados do Rio Grande do Sul, Mato Grosso, Bahia, Amazonas e São Paulo.
- Compartilhar com cinco pequenas empresas, com até 5% de participação no mercado, sua rede de distribuição (uma em cada região), durante quatro anos.

Restrições adicionais:

- Foi proibida a desativação de alguma fábrica da Ambev dentro de um período de quatro anos, caso quisesse se desfazer de alguma unidade nesse período, teria então que vender a terceiros.
- O nível de emprego anterior a fusão deveria ser mantido. Sendo a empresa responsável por cursos de qualificação e realocação profissional, em caso de demissões consequentes de programas de reestruturação.
- A fábrica de Ribeirão Preto da Antártica deveria ser equipada antes da venda, passando a oferecer também envasamento em latas.
- A Ambev teria que compartilhar com os compradores da Bavaria e das outras cinco fábricas, sua rede de distribuição por um período de quatro anos, renovável por mais dois anos.
- A Ambev estava proibida de obrigar a venda exclusiva de seus produtos nos pontos-de-venda.
- Um termo de compromisso de desempenho, com metas de redução de custos e ganhos de eficiência, deveria ser assinado com o Cade, devendo ser cumprido durante cinco anos, sob pena de pagamento de multa.

O Cade avaliou todos os impactos das diversas possíveis decisões do caso, incluindo os pareceres da SEAE e SDE:

Opções alternativas:

- **Aprovação sem restrições:** Ocasionalmente a perda de um concorrente sem compensação.
- **Venda da marca Skol:** Não resolveria o problema em todas as regiões, inviabilizaria o negócio, pois a Ambev seria então menor do que era no cenário anterior a fusão, gerando problemas de eficiência.
- **Venda de uma das três marcas (Antártica, Brahma ou Skol):** A Brahma já era líder de mercado então não faria sentido vendê-la, cairíamos no caso acima, e vendendo a Antártica o panorama seria o mesmo do que se não houvesse fusão, não fazia sentido algum.
- **Desconstituição da operação:** Haveria uma perda de eficiência de no mínimo R\$ 177 milhões por ano, e uma possível perda de concorrente.
- **Decisão do Cade:** Possível eliminação dos dados a concorrência se houvesse perda de eficiência.

Apesar da aprovação da fusão com restrições, os interesses da nova cervejaria não foram afetados. Das três principais condições impostas, somente uma não estava de acordo com o que a Ambev planejava, a determinação de compartilhar a sua distribuição com outras cervejarias. Caso não fosse cumprida alguma das determinações do Conselho, a empresa estaria sujeita a multas diárias de até R\$ 106 mil reais.

A Kaiser e a Schincariol, foram as principais cervejarias prejudicadas com a decisão do Cade, pois foram excluídas da compra dos ativos da Ambev, por terem uma participação de mercado maior do que o limite de 5% imposto pelo Cade.

Segundo Humberto Pandolpho, o presidente da Kaiser na época, as análises do Cade não foram técnicas, e sim significavam uma troca de opiniões entre os conselheiros. O presidente ainda acusou o procurador-geral do Cade, de desprezar um relatório de 177 páginas de informações baseadas em análises técnicas elaboradas por procuradores do próprio Conselho. Para Humberto o relatório final era frágil e inconsequente.

Como não poderia deixar de ser, a decisão do Cade gerou muita polêmica e nem todos saíram satisfeitos. O Jornal Folha de São Paulo, no mesmo dia da decisão do Cade, publicou algumas opiniões de profissionais do mercado sobre a formação da Ambev.

O gerente nacional de vendas da Schincariol afirmou que os interesses dos consumidores e das demais empresas que atuam no setor seriam prejudicados, e que em uma economia de mercado que visa defender os mecanismos éticos de concorrência, esse panorama seria inadmissível. Já o presidente do conselho Deliberativo da Abredi (Associação dos Bares e Restaurantes de São Paulo), disse estar bastante temeroso, pois a aprovação da fusão por parte do Cade dá origem a uma empresa muito forte, que objetiva sempre o aumento do seu poder, logo é importantíssimo que as autoridades façam valer todos os pontos da decisão do Conselho. O setor de bebidas não podia mais suportar pressões para que houvesse aumento dos preços e vendas casadas, que estavam ficando cada vez maiores.

Houve também algumas opiniões positivas em relação a operação, como a do vice-presidente da Força Sindical, que destacava dois pontos positivos na decisão do Cade. O primeiro era a diminuição dos riscos de cartelização devido a venda da marca Bavaria. O segundo era a garantia da manutenção do emprego por quatro anos. O presidente da Fiesp (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo) considerou positivo o processo de criação da Ambev, uma vez que o Brasil começava a criar suas próprias multinacionais. Já o gerente comercial e de marketing de uma empresa fornecedora da Antártica e da Brahma, a Santa Marina, afirmou que a demanda por seus produtos deverá aumentar, uma vez que a fusão possibilitaria a criação de um potencial exportador, ajudando também a melhorar a programação de fornecimento. Porém o poder da Ambev de exercer uma pressão maior nas negociações, sem dúvida era um lado negativo da união.

4. Ações pós-fusão

Com a aprovação da fusão, a Ambev deu início as ações impostas pelo Cade. No primeiro semestre do ano 2000, a empresa assinou convênio com o Senai (Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial) e o Sebrae (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas) para a qualificação de funcionários. O Senai era responsável pelos cursos de atualização e requalificação profissional e o Sebrae pelos cursos de desenvolvimento de novos empreendedores. O Cade aprovou os termos dos convênios, que foram supervisionados pelo Ministério do Trabalho e Emprego.

A empresa também contratou um banco de investimentos dos EUA, o Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corp., especializado em fusões e aquisições no mercado mundial, para cuidar dos processos de vendas da marca Bavaria e das fábricas. A South African Breweries (SAB) e a Anheuser-Busch, gigantes do mercado cervejeiro internacional, eram umas das 10 empresas interessadas no final de julho.

Um das principais barreiras para a entrada de novos concorrentes é a dispendiosa e pulverizada cadeia de distribuição do mercado de cervejas brasileiro. Segundo dados da Antártica e da Anheuser-Bush, para se atingir o equilíbrio nesse mercado, é preciso uma planta de produção com capacidade de cerca de 200 milhões de litros por ano, e uma produção efetiva de pelo menos 160 milhões de litros por ano.

Foi com o propósito de viabilizar a entrada de um novo concorrente que tivesse potencial para crescer e conquistar 20% do mercado nacional em um prazo de quatro anos, que o Cade impôs a venda das fábricas e da marca Bavária (a Bavária até então detinha 4,5% de participação no mercado de cervejas).

A melhor proposta de compra foi apresentada pela canadense Molson Inc., que possuía 45% de participação de mercado em seu país e ocupava o 24 lugar no ranking mundial. Com o fim das negociações em novembro de 2000, a marca Bavária foi vendida por US\$ 213 milhões.

O Cade aprovou a operação, que também incluiu a venda de algumas outras fábricas de cervejas, nas quais a Ambev havia investido por volta de R\$ 17 milhões. Todas foram entregues em plena operação, cumprindo as determinações do Cade, além de a Ambev ter também se responsabilizado pela distribuição da Bavária por um período de 10 anos.

Como parte da estratégia de internacionalização da empresa canadense, já no primeiro ano (2001), a produção da Bavaria foi de 300 milhões de litros, obtendo um faturamento líquido de cerca de R\$ 210 milhões. Já em 2002, a Molson passou a ocupar um lugar expressivo no mercado de cervejas brasileiro, adquirindo o controle da Kaiser.

As operações de exportação das duas empresas (Brahma e Antártica) juntas já atingiam mais de 25 países. Além de contar com franquias de refrigerantes nos Estados Unidos, Japão e Portugal, a Ambev possuía também fábricas na Argentina, Uruguai e Venezuela. No Brasil, sua área de atuação abrangia 18 estados, obtendo assim 67% de participação do mercado de cervejas brasileiro.

As maiores cervejarias do mundo

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

Fonte: Impacta Databank Consultoria

5. Valuation

5.1. Métodos de Valuation

O método de valuation utilizado será o conceito de valor econômico adicionado (EVA) e valor adicionado pelo mercado (MVA). Esta análise consiste em abordar o conceito de criação de valor, uma vez que o objetivo fundamental de finanças é a maximização de riqueza do acionista. Para tanto precisaremos definir alguns conceitos antes, como por exemplo, o custo de capital (WACC), Lucro Líquido, Retorno Sobre Investimento (ROI), Retorno Sobre Patrimônio Líquido (ROE) e o Lucro Residual (RI).

5.2. Medidas de Desempenho Tradicionais

5.2.1. WACC – Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital)

O custo médio ponderado de capital tem o objetivo de medir e avaliar o custo de capital ou taxa de atratividade implícita da empresa, é uma média ponderada do custo de capital, e é dessa ponderação que origina-se o grande problema de mensuração.

Uma vantagem da utilização desse método é que ele inclui a remuneração de todo o capital da empresa, tanto o de terceiros como o de capital próprio, incluindo os benefícios fiscais gerados pelo endividamento, uma vez que utiliza-se o custo da dívida após impostos.

5.2.2. Lucro Líquido

Em todas as demonstrações de resultados o lucro líquido está presente. Porém existem alguns fatores que podem distorcer a sua interpretação como medida de desempenho ou como um indicador, como por exemplo: a exclusão da necessidade de investimento, o fator risco é ignorado e alguns métodos de contabilização podem distorcer o resultado atrapalhando a comparação, tais como, estoques, P&D e depreciação.

Como a maximização da riqueza não está ligada diretamente com a maximização do lucro líquido, o mesmo não se mostra um bom indicador de avaliação de uma empresa no que diz respeito ao valor agregado de riqueza.

5.2.3. ROI – Return On Investment (Retorno Sobre Investimento)

Esse método representa a razão entre o resultado líquido e o capital total investido (contábil), ele relaciona o lucro operacional com o investimento da empresa. Em uma visão mais simplificada, o ROI pode ser encontrado pela divisão do resultado líquido pelo ativo total (RL/AT), que também é chamado de retorne sobre o ativo (Return on Asset - ROA).

$$ROI = ROA = \frac{RL}{AT}$$

Onde:

ROS = Retorno Sobre Vendas (Return on Sales)

Giro = Giro dos Ativos (Asset Turn Over)

$$ROI = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativos}} = \text{Margem (ROS)} \times \text{Giro}$$

Essa versão é muito limitada contábilmente, pois ao mesmo tempo que leva em conta as despesas com o capital de terceiros, não reflete as oportunidades e riscos futuros e ignora a estrutura de capital da empresa sua política de financiamento. Também há a possibilidade do ativo influenciar o resultado, fazendo com que empresas mais maduras apresentem resultados aparentemente melhores.

5.2.4. ROE – Return On Equity (Retorno Sobre Patrimônio Líquido)

O ROE é uma medida do retorne sobre o patrimônio líquido da empresa, pode ser calculado dividindo-se o lucro obtido pelo patrimônio líquido, esse método permite ao acionista observar como está a gestão dos recursos próprios e de terceiros, além de verificar o montante de retorno e a eficiência do PL.

$$ROE = \frac{\text{Resultado do Exercício}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Uma grande desvantagem desse modelo está no fato de que impossibilita comparações com outras empresas e de tendências, pois mistura desempenho financeiro e operacional, além da variedade de procedimentos contábeis. Para STEWART (1991), a maior limitação do ROE é que “os gerentes podem ser tentados a aceitar projetos que

são financiados com dívidas e deixar passar outros muito bons que devem ser financiados com o patrimônio”

5.2.5. RI – Residual Income (Lucro Residual)

O lucro residual pode ser visto como os recursos gerados pela firma que restam após a dedução dos juros reais aplicados sobre o capital que os acionistas investiram, ou seja, lucro líquido menos os juros embutidos no investimento.

$$RI = RL - JI$$

Onde: RI = Lucro Residual (Residual Income), RL = Resultado Líquido do Exercício, JI= Juros Sobre o Capital Próprio.

A análise de lucro residual utiliza o conceito de criação de riqueza, mostra que quando os retornos de um projeto superam o custo de capital, sempre há criação de valor.

5.3. MVA – Market Value Added (Valor de Mercado Adicionado)

O conceito do MVA (Market Value Added), representa uma medida cumulativa em valores monetários da performance da empresa, ou seja, comparando com o valor inicialmente investido, mostra o quanto o valor de mercado das ações dessa empresa tem adicionado valor aos acionistas. O MVA indica se a empresa criou ou destruiu riqueza, refletindo os resultados financeiros.

O valor de mercado da empresa, pode ser determinado pelo preço de mercado das ações multiplicado pela quantidade de ações em circulação. Esse preço é calculado com base nas expectativas do mercado com relação ao potencial de criar valor que a empresa possui.

Uma empresa que tem como meta a criação de valor para o acionista, deve ter como objetivo principal maximizar o valor do MVA. Esse método mostra o nível de acerto das decisões tomadas no passado até o momento, assim como também representa os valores futuros dos EVA, trazidos a valor presente.

O MVA juntamente com o EVA, ajuda a direcionar a administração da empresa para a tomada de decisões estratégicas, estabelecendo e priorizando metas (internas e externas), tanto de curto como de longo prazo.

O MVA é definido por:

MVA = Valor de Mercado da Empresa – Valor Investido pelo Acionista

MVA = Valor presente dos futuros EVA

Segundo a equação acima, se o retorno esperado pela empresa for igual ao seu custo de capital, o valor de mercado dessa empresa será igual ao capital investido, portanto seu valor adicionado será nulo, $MVA = 0$. Por outro lado, se o MVA for positivo, significa que a empresa criou valor para o seu acionista.

Quando uma determinada empresa passa a enfrentar a perda do valor econômico do negócio ou até mesmo da própria empresa, mudanças na liderança ou na influência dos acionistas, necessidade de melhorar a performance econômica ou problemas de adaptação a novas realidades do mercado, os benefícios de se utilizar uma metodologia com foco na criação de valor são muito superiores aos métodos tradicionais de análise financeira, pois permitem uma avaliação melhor das alternativas de estrutura de capitais e dos recursos aplicados.

Esse método proporciona vantagens competitivas ao negócio, melhorando as análises da estrutura dos recursos aplicados considerando o desempenho e evolução da receita, com o controle dos gastos e com a melhoria operacional, e da estrutura e do custo de capital, assim como sua influência ao longo do tempo. Também há melhorias nas tomadas de decisões dos gestores, que passam a ser tecnicamente orientadas sobre como investir e utilizar os recursos que agregam valor para a empresa e/ou unidade de negócio, além de um maior alinhamento de interesses dos próprios gestores com os acionistas em alcançar as metas estabelecidas, devido a participação ilimitada nos resultados que criam valor para a firma. Os administradores passam a ter uma visão de proprietário.

A contabilidade criativa ajuda a explicar a evolução da avaliação de desempenho. As medidas de desempenho, são mais claras do que as tradicionais, uma vez que números contábeis podem ser facilmente manipulados, como por exemplo, um aumento da depreciação de um ativo, melhorando o ganho por ação, disfarçando a saúde financeira da empresa. Ganhos por ação revelam muito pouco sobre alterações na relação preço/lucro, e por se basear no fluxo de caixa, medidas de desempenho são difíceis de se manipular, evidenciando um cenário mais confiável das firmas.

5.4. EVA – Economic Value Added (Valor Econômico Adicionado)

Com a intenção de fornecer informações que até então não eram facilmente mensuráveis, a consultoria de Nova Iorque Stern Stewart & Co., começou a divulgar uma nova metodologia de Criação de Valor ao Acionista, no início da década de 90. Assim nasceu o EVA – Economic Value Added, um conceito com o objetivo de maximizar a riqueza do acionista. A principal diferença está no fato de considerar no resultado operacional a dedução do Custo de Capital Aplicado no negócio como um encargo financeiro, e que necessariamente afetará o resultado operacional líquido do período. Desse modo, os gestores enchem com clareza tanto o objetivo mínimo de remuneração ao acionista como a necessidade da criação de valor.

MALVESSI (2000), “Os conceitos de criação de valor ao acionista, como o MVA, (Market Value Added – Valor Adicionado pelo Mercado), e o EVA (Economic Value Added – Valor Econômico Adicionado), têm estado em evidência tanto no mundo acadêmico, quanto no meio dos analistas do mercado financeiro nos EUA e no Brasil.” Esses conceitos podem ser aplicados a qualquer empresa, com ou sem fins lucrativos, tanto para os seus acionistas como também para os investidores como um todo.

O EVA é definido como NOPAT (Net Operating Profit after Taxes – Lucro Operacional após o Imposto de Renda) menos o WACC (Weighted Average Cost of Capital – Custo Médio Ponderado de Capital). Segundo MARTINS (1996), “o conceito do EVA nada mais é do que o que sobra depois de considerar o Custo de Capital Próprio como despesa”.

O NOPAT é o lucro derivado das operações da empresa menos o valor do imposto de renda, porém antes da dedução dos encargos do capital. Por não depender e nem ser influenciado pelo grau de alavancagem financeira da firma, o NOPAT mostra uma visão clara do desempenho operacional da empresa.

O WACC é uma medida do efetivo custo de capital que foi operacionalmente utilizado para se obter o resultado econômico produzido. O produto do capital aplicado na empresa pelo WACC, nos dá os encargos de capital, ou seja, o fluxo de caixa que os investidores e proprietários requerem para compensar os riscos do investimento realizado na empresa.

A fórmula de cálculo do EVA é:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Custo de Capital}$$

$$\text{Custo de Capital} = \text{WACC} \times \text{Capital Aplicado}$$

Portanto:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital Aplicado})$$

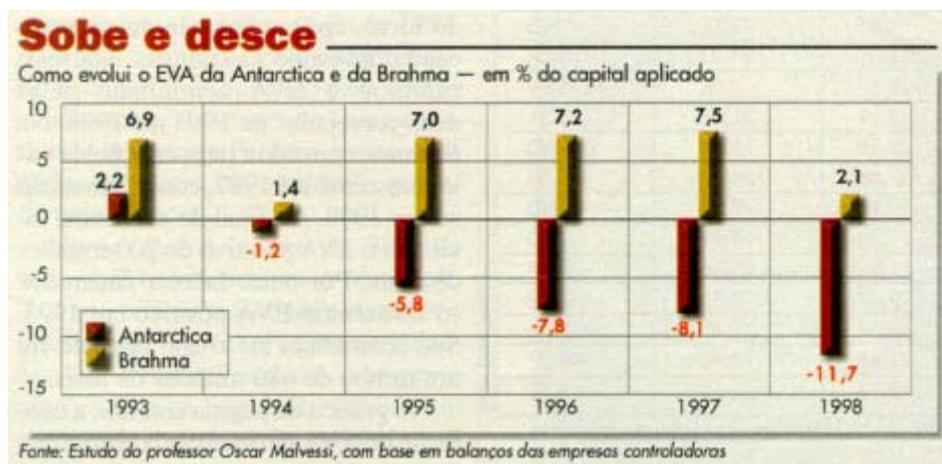
Quando o NOPAT for maior do que o custo de capital aplicado, há criação de valor para os investidores (acionistas e proprietários), já quando o custo de capital for maior do que o NOPAT, há destruição de valor. Portanto o EVA é uma medida de performance financeira que mistura tanto princípios modernos de Finanças Corporativas, como conceitos já conhecidos como o Lucro Residual.

“As diferenças básicas no valor encontrado pelo EVA quando comparado com os conceitos tradicionais de análise empresarial como Lucro Líquido, Lucro por Ação, ROI e ROE, devem-se do fato de o EVA considerar o custo monetário de todo o capital aplicado, o risco do negócio, o valor do dinheiro no tempo, além dos ajustes nas demonstrações financeiras.”(MALVESSI, 2000)

A metodologia de criação de valor possibilita aos gestores uma nova visão sobre os negócios, permitindo a implantação de planos de remuneração variável baseada na evolução do desempenho da empresa. Assim, é possível focar no incremento da riqueza aos acionistas e eliminar as distorções derivadas da utilização dos dados históricos dos registros contábeis.

6. Aplicação do método

6.1. Brahma e Antártica



Podemos notar na figura² acima, que o EVA da cervejaria Brahma teve duas quedas pontuais, em 1994 e 1998, porém ao longo desses cinco anos, ele vem crescendo, o que significa que a empresa vinha agregando valor.

Para a cervejaria Antártica, o cenário é o inverso. A empresa tem constantemente diminuído o seu EVA ao longo do tempo, diminuindo assim o patrimônio dos seus acionistas, ou seja, destruindo valor.

Como a partir da fusão, as duas empresas passam a não mais existir no ponto de vista legal, analisarei então a evolução do EVA da Ambev na seção seguinte.

6.2. Ambev

De acordo com as demonstrações de resultados divulgados no site da empresa, analisaremos o EVA da Ambev de 2001, 2006 e 2011, segundo a fórmula abaixo:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{CCP}\% \times \text{PL})$$

Sendo:

NOPAT = Lucro Líquido

² Gráfico retirado do artigo “Por que a Brahma vale mais que a Antártica?” publicado pela revista Exame em outubro de 1999.

CCP = Custo do Capital Próprio (taxa de juros real)

PL = Patrimônio Líquido

Para efeito de cálculo do Custo de Capital Próprio, usarei a taxa de juros real pois não haveria sentido desconsiderar a inflação do período. Sendo a taxa de juros real representando o custo de oportunidade que um investidor teria ao deixar de aplicar seu dinheiro no mercado, e fazê-lo na empresa.

Obviamente, o investidor espera uma rentabilidade acima dos juros reais, o que agregaria valor ao seu investimento, ou seja, o EVA seria positivo.

Principais indicadores

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <i>(Os indicadores são em milhões de reais exceto quando indicado)</i> | | | | | | | | | | | |
| Demonstração de Resultados | | | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | 6.526 | 7.325 | 8.684 | 12.007 | 15.959 | 17.614 | 19.580 | 20.713 | 23.194 | 25.233 | 27.127 |
| Lucro Bruto | 3.159 | 3.984 | 4.640 | 7.226 | 10.216 | 11.665 | 12.980 | 13.496 | 15.462 | 16.784 | 18.333 |
| Despesas Gerais e Administrativas | 1.784 | 1.933 | 2.334 | 3.611 | 5.174 | 5.409 | 5.622 | 5.993 | 7.020 | 7.236 | 7.432 |
| EBIT | 1.376 | 2.051 | 2.306 | 3.615 | 5.043 | 6.256 | 7.742 | 7.829 | 9.179 | 10.023 | 11.709 |
| Lucro Líquido | 785 | 1.510 | 1.412 | 1.162 | 1.546 | 2.806 | 5.003 | 5.119 | 5.986 | 7.561 | 8.641 |
| Balanco Patrimonial | | | | | | | | | | | |
| Ativo Total | 11.020 | 12.381 | 14.830 | 33.017 | 33.493 | 35.561 | 37.680 | 41.813 | 40.101 | 42.678 | 46.139 |
| Caixa, Equivalentes e aplicações financeiras correntes | 2.563 | 3.505 | 2.534 | 1.505 | 1.096 | 1.539 | 2.308 | 3.299 | 4.098 | 6.978 | 8.270 |
| Dívida Total | 4.569 | 4.487 | 5.980 | 7.811 | 7.204 | 9.567 | 9.868 | 10.677 | 7.280 | 6.770 | 4.102 |
| Patrimônio Líquido | 3.363 | 4.130 | 4.362 | 16.995 | 19.867 | 19.268 | 18.120 | 20.788 | 22.017 | 24.362 | 25.611 |
| Fluxo de Caixa e Rentabilidade | | | | | | | | | | | |
| EBITDA (normalizado) | 1.990 | 2.710 | 3.072 | 4.537 | 6.305 | 7.445 | 8.794 | 9.174 | 10.361 | 11.707 | 13.141 |
| Margem EBITDA | 30,5% | 37,0% | 35,4% | 37,8% | 39,5% | 42,3% | 44,9% | 44,3% | 44,7% | 46,4% | 48,4% |
| Investimentos de Capital | 447 | 545 | 862 | 1.274 | 1.369 | 1.425 | 1.572 | 1.958 | 1.440 | 2.287 | 3.200 |
| Retorno sobre o Patrimônio | 23,3% | 36,6% | 32,4% | 6,8% | 7,8% | 14,6% | 27,6% | 24,6% | 27,2% | 31,0% | 33,7% |
| Dados por Ação (R\$/ação) | | | | | | | | | | | |
| Valor Patrimonial | 1,46 | 1,80 | 1,92 | 5,19 | 6,08 | 6,05 | 5,89 | 6,77 | 7,14 | 7,85 | 8,22 |
| Lucro por ação | 0,34 | 0,66 | 0,62 | 0,35 | 0,47 | 0,88 | 1,63 | 1,67 | 1,94 | 2,44 | 2,77 |
| Dividendos (ON) - R\$/ação (1) | 0,15 | 0,21 | 0,42 | 0,39 | 0,38 | 0,56 | 0,64 | 0,87 | 1,11 | 1,50 | 1,62 |
| Dividendos (PN) - R\$/ação (1) | 0,14 | 0,23 | 0,46 | 0,43 | 0,42 | 0,62 | 0,70 | 0,96 | 1,22 | 1,65 | 1,78 |
| Payout Dividendos | 39% | 35% | 51% | 54% | 148% | 64% | 40% | 57% | 59% | 66% | 63% |
| Capitalização | | | | | | | | | | | |
| Capitalização de mercado (2) | 18.744 | 19.876 | 26.392 | 40.424 | 53.646 | 64.109 | 79.072 | 56.599 | 98.306 | 144.416 | 187.588 |
| Dívida Líquida | 2.006 | 982 | 3.447 | 6.305 | 6.107 | 7.802 | 7.560 | 7.378 | 3.237 | -207 | -4.155 |
| Participações Minoritárias | 89 | 79 | 196 | 213 | 123 | 223 | 507 | 224 | 279 | 203 | 218 |
| Ações em Circulação (milhões) | 2.305 | 2.295 | 2.275 | 3.278 | 3.268 | 3.186 | 3.078 | 3.071 | 3.082 | 3.102 | 3.117 |
| ADRs Equivalentes (milhões) | 2.305 | 2.295 | 2.275 | 3.278 | 3.268 | 3.186 | 3.078 | 3.071 | 3.082 | 3.102 | 3.117 |

(1) Os lucros/dividendos por ação são calculados dividindo-se o lucro/dividendos pela média ponderada do número de ações ordinárias e preferenciais em circulação durante os respectivos períodos. As ações preferenciais da Ambev têm direito a dividendos 10% maiores do que os dividendos pagos às ações ordinárias.

(2) Capitalização de mercado baseada no preço da ação do fechamento do último dia de cada ano indicado.

EVA de 2001:

Lucro Líquido = 784,6 milhões de reais

CCP = 0,19 (SELIC 2001)– 0,07 (IPCA 2001)

PL = 3.363,4 milhões de reais

EVA = 784,6 – 0,12(3.363,4)

EVA = 381

EVA de 2006:

Lucro Líquido = 2.806 milhões de reais

CCP = 0,13 (SELIC 2006)– 0,03 (IPCA 2006)

PL = 19.268 milhões de reais

EVA = 2.806 – 0,10(19.268)

EVA = 879,20

EVA de 2011:

Lucro Líquido = 8.641 milhões de reais

CCP = 0,10 (SELIC 2011)– 0,06 (IPCA 2011)

PL = 25.611 milhões de reais

EVA = 8.641 – 0,04(25.611)

EVA = 7.616,56

Podemos notar nos cálculos acima que a Ambev vem se preocupando em elevar o seu EVA ao longo dessa década.

7. Efeitos da fusão

7.1. Posição dos acionistas

A fusão entre a Antártica e a Brahma, criou a terceira maior cervejaria do mundo e a maior da América Latina. Porém, nem todos os acionistas das empresas envolvidas estavam satisfeitos.

Os acionistas da cervejaria Antártica, tiveram uma reação negativa com o anúncio da fusão. Segundo eles, o valor patrimonial da cervejaria paulista havia sido subavaliado pelo banco que assessorou a operação, o Morgan Stanley Dean Witter, favorecendo assim aos acionistas da Brahma na hora da conversão em papéis da nova empresa, a Ambev. Depois de muitas reclamações, a Ambev dobrou o preço oferecido pelos papéis da Antártica.

Nos últimos cinco anos, a Antártica, a segunda maior cervejaria do país, com receita líquida de 1,4 bilhões de reais em 1998, tornou-se uma notória predadora do patrimônio de seus acionistas.³ Portanto, com a fusão das duas empresas, havia uma perspectiva positiva quanto a reversão desse quadro desfavorável, uma vez que a administração estaria nas mãos da Brahma.

Do outro lado, a Brahma, maior do setor, havia se firmado como uma empresa agregadora de riqueza. Em 1994, as ações das duas empresas se encontravam no mesmo patamar, a Antártica era cotada em 2,5 bilhões de reais, enquanto que a Brahma valia 2,2 bilhões de reais. Porém, já no fim de 1998, a Brahma valia 3,7 bilhões de reais e a Antártica por sua vez, havia se reduzido para 220 milhões de reais.

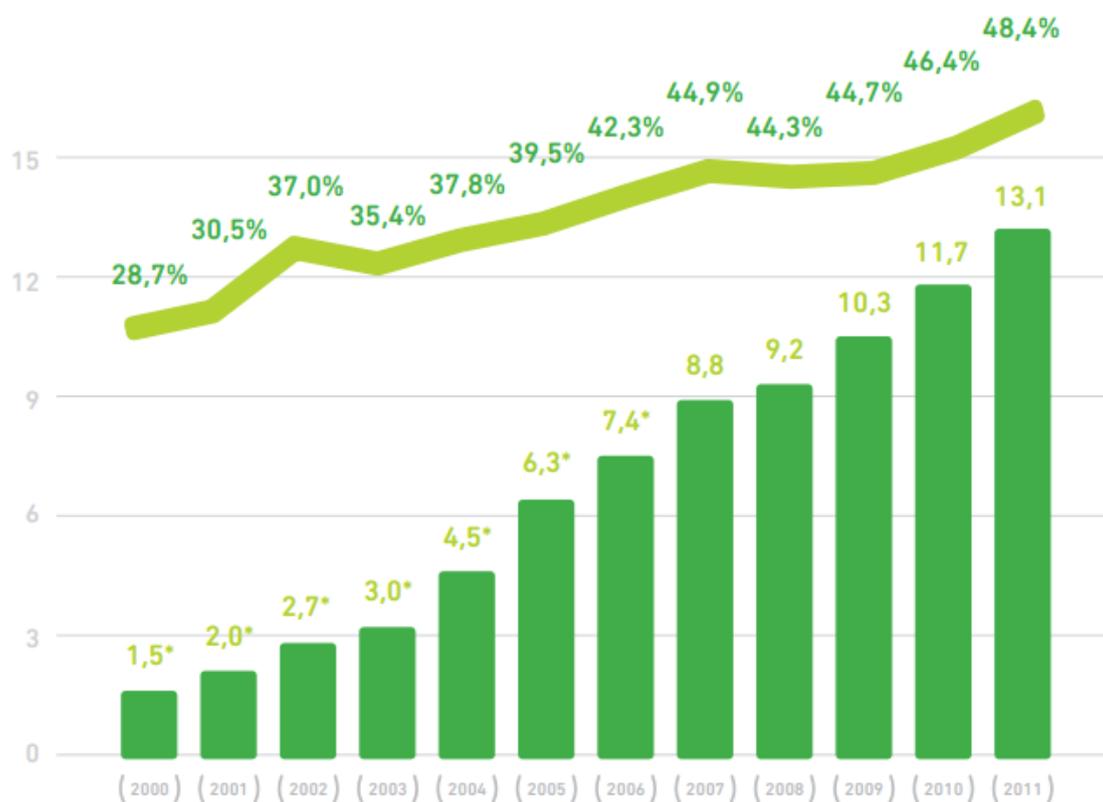
No acordo entre as duas empresas, a composição acionária se fez na base de 70% para a Brahma e 30% para a Antártica. A cervejaria paulista era avaliada em 480 milhões de reais, enquanto a Brahma valia 6,9 bilhões de reais, segundo o valor das ações negociadas em bolsa.

No dia da aprovação da fusão pelo Cade, as ações preferenciais da Ambev já subiam 14,28% na Bolsa de Valores de São Paulo, movimentando um montante de R\$ 773,615 mil. Antes da operação ser aprovada essas transações dificilmente ultrapassavam os R\$ 20 mil diários.

³ Trecho retirado do artigo “Por que a Brahma vale mais que a Antártica?” publicado pela revista Exame em outubro de 1999.

Como observamos no capítulo anterior, os acionistas sem dúvida agregaram valor aos seus investimentos. Como podemos observar na tabela⁴ a seguir, a Ambev aumentou em quase 10 vezes o seu EBITDA, e praticamente dobrou sua margem.

Evolução do EBITDA e da Margem nos últimos 10 anos (em R\$ e bilhões)



7.2. Posição dos consumidores

Segundo o presidente do Cade na época, a aprovação da fusão do jeito que se deu poderia garantir uma redução de 10% nos preços das cervejas para o consumidor. Porém, de fato, não foi exatamente isso que foi observado.

Uma análise realizada para o período de 1995 a 2009, mostra a evolução dos preços médios das principais marcas de cervejas da Ambev (Antártica, Brahma e Skol), essa variação é mostrada na tabela⁵ abaixo:

⁴ Retirada do Relatório Anual da Ambev de 2011.

⁵ Estudo realizado por Prezzotto, K. e Lavall, V.

| Ano | Preço Médio* | Deflator** | Preço Deflacionado*** | Índice de Base Móvel | Varição do Preço da Cerveja em relação a 1995 |
|------|--------------|------------|-----------------------|----------------------|---|
| 1995 | R\$ 1,05 | 100 | R\$ 1,05 | R\$ 100 | 100 |
| 1996 | R\$ 1,06 | 101,73 | R\$ 1,04 | R\$ 99,24 | 99,235605 |
| 1997 | R\$ 1,16 | 101,22 | R\$ 1,15 | R\$ 109,99 | 109,144626 |
| 1998 | R\$ 1,35 | 101,97 | R\$ 1,32 | R\$ 115,52 | 126,087505 |
| 1999 | R\$ 1,54 | 107,92 | R\$ 1,43 | R\$ 107,78 | 135,903138 |
| 2000 | R\$ 1,73 | 103,20 | R\$ 1,68 | R\$ 117,48 | 159,653008 |
| 2001 | R\$ 1,87 | 109,24 | R\$ 1,71 | R\$ 102,12 | 163,031159 |
| 2002 | R\$ 1,93 | 118,11 | R\$ 1,63 | R\$ 95,46 | 155,625708 |
| 2003 | R\$ 2,00 | 107,27 | R\$ 1,86 | R\$ 114,10 | 177,567065 |
| 2004 | R\$ 2,06 | 103,81 | R\$ 1,98 | R\$ 106,43 | 188,989959 |
| 2005 | R\$ 2,40 | 101,99 | R\$ 2,35 | R\$ 118,58 | 224,111608 |
| 2006 | R\$ 2,64 | 101,24 | R\$ 2,61 | R\$ 110,81 | 248,349043 |
| 2007 | R\$ 2,74 | 110,29 | R\$ 2,48 | R\$ 95,27 | 236,605659 |
| 2008 | R\$ 2,92 | 110,62 | R\$ 2,64 | R\$ 106,25 | 251,396889 |
| 2009 | R\$ 3,26 | 103,13 | R\$ 3,16 | R\$ 119,75 | 301,053225 |

Fonte: Elaboração própria (2010).

* Valores médios obtidos das cervejas pertencentes à AmBev (Brahma, Skol e Antarctica), garrafa de 600 ml.

** Deflator do IBGE/SNIPC, disponibilizado pelo IPEADATA.

*** Preço Real considerado.

Podemos perceber que o preço sofre um aumento superior ao nível geral de preços, nos levando a deduzir que o consumidor estaria em uma situação pior com a fusão. Porém a produção de cerveja também aumentou significativamente nesse período, o que também pode ter influenciado os preços.

Apesar de o mercado de cervejas exibir uma concentração maior com o surgimento da Ambev, as concorrentes menores também cresceram e aumentaram as suas respectivas participações e mercado. Devido a esse fato, o consumidor não seria tão prejudicado.

No ano de 2004, a Kaiser perdeu sua posição de 2ª empresa em participação de mercado para a Schincariol, que já vinha aumentando sua participação desde 1996, evidenciando a concorrência. Logo, somente com os dados analisados, é difícil chegarmos a uma conclusão, ficando assim a situação do consumidor, em relação a fusão, indeterminada.

8. Conclusão

O mercado mundial de cervejas é altamente concentrado, em vários países uma ou duas cervejarias dominam mais de 70% do mercado. O Brasil não foge a regra, depois de um longo caminho, Antarctica e Brahma conseguiram realizar a fusão, obtendo assim uma fatia de 67% desse mercado.

Os novos instrumentos de criação de valor ao acionista, EVA e MVA, possibilitam aos administradores e investidores a avaliar, com a rapidez que o mercado exige e de uma maneira mais eficaz, os resultados das estratégias adotadas pelas empresas, diminuindo a fragilidade das análises contábeis e qualificando as respostas.

A priori, não haveria uma relação explícita entre o EVA passado e o MVA futuro, porém se uma empresa aumenta seu EVA, e os investidores acreditam que esse aumento seja permanente, o MVA também aumentará por consequência. Portanto, podemos concluir que o EVA, por se basear em demonstrativos contábeis, representa o desempenho passado da firma, enquanto que o MVA incorpora esse valor em uma expectativa de resultados futuros.

Ao analisar a evolução ao longo do tempo do valor de mercado da Ambev, podemos perceber o decisivo papel que a fusão trouxe para a criação de valor da empresa e consequentemente ao acionista. A empresa aumentou significativamente seu valor de mercado e sua receita comparativamente aos números pre-fusão, aumentando assim a sua distribuição de dividendos.

Verificamos também a evolução pontual do EVA durante a última década. Crescendo cerca de 130% de 2001 para 2006, e cerca de 766,30% de 2006 até 2011. Para a década inteira, a Ambev aumentou seu EVA em aproximadamente 20 vezes, ou seja, os acionistas agregaram valor aos seus investimentos, superiores ao seus respectivos custos de capital.

Muito desse efeito, também pode ser explicado pela fusão da Ambev com a cervejaria belga Interbrew em 2004, porém não tratamos a fundo dessa operação, pois consideramos apenas a origem para a nossa análise.

Do ponto de vista dos consumidores, a relação é ambígua. Ao mesmo tempo em que houve uma forte concentração no mercado de cervejas, o surgimento da empresa

alavancou o setor de bebidas brasileiro, mais que dobrando o nível de empregos e a geração de impostos.

A fusão possibilitou a entrada de novas marcas no mercado, tanto da concorrência como da própria Ambev, aumentou a gama de produtos de qualidade a preços acessíveis e possibilitou o lançamento de inovações.

Apesar dos preços terem aumentado, não se sabe ao certo as verdadeiras causas, podendo ser também devido ao aumento da produção e consumo de cerveja. Schumpeter acredita que no capitalismo contemporâneo, a competição de mercado não ocorre apenas através de competição de preço, ele afirma que elas ocorrem principalmente através da inovação tecnológica. Ainda segundo Schumpeter as empresas que procuram manter ou expandir suas parcelas de mercado necessitam inovar, e isso não é questão de opção, mas sim de sobrevivência (KUPFER 2002). Após a fusão, as empresas de menor porte também aumentaram suas participações de mercado, e trocaram posições no ranking, mostrando assim que ainda havia competição no setor.

Referências Bibliográficas

BREALEY, R.; MYERS, S.; ALLEN, F. Princípios de Finanças Corporativas. 8ª Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

COPELAND, T.; KOLLER T.; MURRIN J. Avaliação de Empresas Valuation – Calculando e gerenciando valor das empresas. (Tradução: Allan Vidigal Hastings) 3ª ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DE OLIVEIRA, Maria H. Cerveja. Informe Setorial n. 10 do BNDES. Área de operações industriais 1 - Gerência setorial de bens de consumo não duráveis – AO1/GESET2 1996.

EHRBAR, Al. EVA valor econômico agregado: A Verdadeira Chave para a Criação de Riqueza. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

GAPENSKI, Louis C. Using MVA and EVA to measure financial performance (Market value added; economic value added). Healthcare Financial Management.

GRAVA, J. William. Fusões e aquisições: motivadores econômicos e estratégicos, *in* Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos / Jairo Saddi [et al.]. São Paulo: IOB, 2002.

KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

MALARD, Neide Terezinha. Concentração de Empresas e Concorrência. Brasília: Fundação Getúlio Vargas, 1997.

MINISTÉRIO DA JUSTIÇA – SECRETARIA DE DIREITO ECONÔMICO – DEPARTAMENTO DE PROTEÇÃO E DEFESA ECONÔMICA, ATO N ° 08012.005846/99-12 - <http://portal.mj.gov.br/sde>

OLIVEIRA, D. Et. Al.: Avaliação de Desempenho Gerencial – Método de EVA/MVA. Universidade de Itaúna, 2009.

PREZZOTTO, K.; LAVALL V.: Ambev – Análise da Fusão e Efeitos Sobre o Mercado Unioste 2010.

SERRALVO, Amauri. Parecer Caso AMBEV. Ministério da Justiça – Procurador-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, 2000.

SILVA, Luiz Antônio Guerra. Megafusão Empresarial “Brahma x Antarctica”, Lei Antitruste e globalização. Revistas Universitas/Jus. – Coleção UniCEUB – edição especial – n.3 – janeiro a junho de 1999 – série nacional.

VARIAN, Hal R.: Microeconomia. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

Ambev - www.ambev.com.br

Folha de São Paulo – www.folha.uol.com.br

Kaiser - www.kaiser.com.br

CADE - www.cade.gov.br

The Economist – www.economist.com

HIGUTHI, Michelle R.: Central de Cases: Ambev – Antecedentes da fusão. 2002.

Oscar Malvessi – www.oscarmalvessi.com.br

Revista Época - <http://epoca.globo.com/edic/19990705/neg2.htm>

Revista Exame – <http://exame.abril.com.br>

Revista Istoé – www.istoe.com.br

Revista Veja - http://veja.abril.com.br/070799/p_128.html

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

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