

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DECISÕES ENVOLVIDAS EM UM PROCESSO DE AQUISIÇÃO E OS
IMPACTOS DESTES SOBRE A ECONOMIA

Vinicius Bolotnicki

Nº de matrícula 9715373

Orientador: José Henrique Tinoco

Tutor: Márcio Garcia

Junho de 2001

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

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DECISÕES ENVOLVIDAS EM UM PROCESSO DE AQUISIÇÃO E OS
IMPACTOS DESTES SOBRE A ECONOMIA

Vinicius Bolotnicki
Nº de matrícula 9715373

Orientador: José Henrique Tinoco
Tutor: Márcio Garcia

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

ÍNDICE

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	6
I.1) Prefácio	6
I.2) Informações gerais sobre o tema	11
I.3) Estrutura do projeto	13
CAPÍTULO II - ESTRATÉGIA DE AQUISIÇÃO	17
II.1) Adquirindo firmas sub-avaliadas	21
II.2) Criação de Sinergia	23
II.3) Reestruturações Administrativas	26
II.4) Avaliando a escolha da firma alvo	28
CAPÍTULO III - ESTRUTURANDO A OPERAÇÃO	32
III.1) Decisão do preço de aquisição	32
III.2) Forma de pagamento da operação	35
III.3) Tratamento Contábil	38
CAPÍTULO IV - ACOMPANHAMENTO APÓS AQUISIÇÃO	41
IV.1) Performance da firma após operação	41
IV.2) Razões para o fracasso de uma fusão	45
CAPÍTULO V - IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA	48
V.1) Impacto sobre os Empregos	48
V.2) Maximização da função de produção	49
CAPÍTULO VI - CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	55

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

I.1) Prefácio

A globalização, atual protagonista do mundo dos negócios em expansão, vem tornando as estratégias corporativas tomadas pelos grandes *players* de mercado cada vez mais agressivas e ousadas. Os setores da economia passam por um período de grandes apostas para garantir suas fatias do mercado. Esta nova tendência que indica parcerias, fusões e aquisições como fundamentais para a sobrevivência das firmas, está à tona como nunca na América Latina. A globalização tem co-responsabilidade no processo de fusões e aquisições, pois com o processo de abertura dos mercados, as oportunidades de negócios passaram a ser mais intensas e rápidas, os consumidores mais exigentes e a concorrência mais acirrada. Com a abertura dos mercados em decorrência da globalização, as empresas pertencentes a países com problemas econômicos fragilizaram-se. A forte concorrência, tanto em preços quanto em relação à qualidade dos bens e serviços, aliada a falta de visão dos executivos, que mantinham um parque industrial envelhecido e o capital de giro aplicado em especulação financeira, fizeram com que essas empresas quebrassem, ou na melhor das hipóteses fossem adquiridas por grupos interessados na exploração do mercado.

As mega organizações, oriundas de fusões entre grandes empresas, são mais competitivas, ágeis, e fortalecidas economicamente, podendo assim atuar em todos os países em condições melhores ou iguais às empresas domésticas.

A grande tendência mundial é que as empresas se unam para cortar custos, compartilhar tecnologia, competir numa posição de força e aumentar os lucros através dos ganhos em escala.

Um dos motivos que pode explicar a nova onda de fusões dessa década é a logística, ao contrário do que ocorreu na década de 60, as fusões dessa década destinam-se a criar gigantes setoriais. O casamento hoje acontece entre grupos do mesmo ramo e pode até incluir a revenda de empresas que não se encaixem no foco do negócio.

Já as aquisições estão ocorrendo em sua maioria em decorrência de estratégias empresariais, para a conquista de novos nichos do mercado, solidificar e expandir a imagem no mercado, buscar novas opções de negócios ou complementar sua gama de produtos e serviços.

Os movimentos de fusões e aquisições tendem a centralizar os negócios nas mãos de empresas pertencentes aos países mais desenvolvidos, que apresentam economias mais abertas e estruturadas.

Os impactos que os mercados emergentes sofrerão ainda não foram avaliados, contudo pode-se prever um enfraquecimento dessas economias, proporcionado num primeiro momento pelo envio de *royalties* às matrizes das empresas que sofreram os processos de aquisições, que são os mais comuns nestes mercados.

Para os consumidores as tendências são de ganhos, pois ao partirem para esses processos as empresas buscam redução de custos, ganhos em escala, e tendem a utilizar estratégias de marketing mais ousadas tendo em vista a conquista de mercado e a solidificação de sua imagem, tendo como reflexo a redução nos preços dos produtos e serviços oferecidos, a melhoria da qualidade e um serviço pós venda mais eficiente.

Os reflexos dos processos de fusões e aquisições para os consumidores não permitem uma projeção segura a longo prazo, porém, com o fortalecimento das empresas e a concorrência entre iguais, as tendências expostas anteriormente devem ser solidificadas e mantidas.

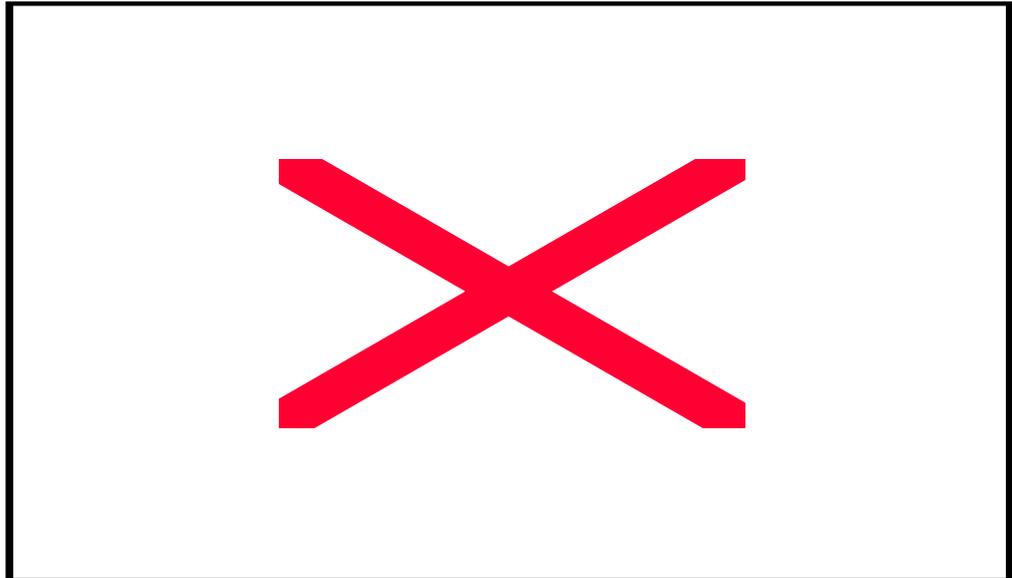
Existem três fatores que motivam a aquisição (Gaughan 1996):

- a) A empresa a ser adquirida encontra-se em dificuldades, e representa uma boa oportunidade de negócio, onde se adquire na realidade a carteira de clientes, os pontos de distribuição e o espaço físico.

- b) A empresa a ser adquirida goza de prestígio no mercado, porém não tem estrutura para se modernizar e enfrentar a concorrência, este tipo de aquisição tem por finalidade o fortalecimento da empresa através de suportes técnicos e financeiros e a exploração de sua posição no mercado.
- c) As oportunidades geradas com as privatizações e intervenções bancárias.

Os próximos anos prometem uma grande onda de negócios no mercado de fusões e aquisições, aproveitando-se do cenário favorável para esta atividade devido à desvalorização do Real e das empresas em si, com a grande queda do valor dos ativos no mercado durante o ano de 2000. Os ativos em reais estão mais baratos do que antes e mais atraentes por causa da estabilidade econômica. A reação da economia à desvalorização do real, desperta ao mesmo tempo um maior interesse das empresas de fora de investir no País e das companhias brasileiras de aumentarem seus negócios. Além disso, existe uma grande necessidade de capital das empresas brasileiras o que impulsiona a motivação das empresas estrangeiras por fusões ou aquisições.

Distribuição Geográfica das Fusões e Aquisições (Fonte: Gazeta Mercantil)



O objetivo deste texto é estudar os processos envolvidos em uma aquisição, de forma a conhecer melhor as decisões a serem tomadas para que a operação seja viabilizada.

I.2) Estrutura do projeto

Este estudo irá explicar o desenvolvimento de uma aquisição em três etapas básicas. Na parte final, faremos uma breve análise sobre os impactos na economia.

A primeira etapa terá como foco o objetivo de uma fusão ou aquisição, as razões pelas quais são tomadas decisões de adquirir uma firma, a estratégia por trás do plano de aquisição, e os recursos necessários para que esta seja executada com sucesso.

A segunda etapa mostra o processo de determinação do preço que será oferecido para efetuar a aquisição da firma alvo, como levantar fundos para fazê-lo, e o estudo da melhor forma de pagamento. Esta etapa de decisão envolve a escolha de como será o tratamento contábil da aquisição.

A terceira etapa descreve o processo pós-aquisição, ou seja, o acompanhamento da firma depois de completado o negócio.

Com isso estará coberto o processo de uma transação corporativa formal.

Ressalte-se que entre as etapas 1 e 2, existe um outro processo de avaliação e precificação da empresa, mais conhecido como *valuation*, que exige especial atenção e no qual não estaremos discutindo neste projeto.

I.3) Informações gerais sobre o tema

Aquisições podem ser executadas amigavelmente, através de um acordo entre os conselhos das empresas envolvidas na transação, como também podem ser levadas a cabo com agressividade, através de um processo conhecido como *hostile takeover*, que envolve a compra de grande parte das ações de uma empresa no mercado acionário sem um acordo prévio entre o interessado e a firma alvo. Em qualquer um dos casos, a diferença entre o preço total da aquisição e o preço de mercado é chamado de “prêmio de aquisição”.

Processos de fusões e aquisições podem ser feitos via diversos tipos de transações, que se estendem desde uma simples junção de dois negócios até a compra de uma firma através da aquisição da participação dos acionistas.

Estes são alguns exemplos de transações corporativas:

- 1) **FUSÃO**: Acordo entre o conselho deliberativo e os principais acionistas das duas empresas envolvidas na fusão, que concordam em aprovar a aquisição somente com o aval de 50% dos participantes.

Neste caso, uma das firmas é considerada "firma alvo"¹, que deixa de existir e passa a ser parte da "firma incorporadora"².

Ex: A empresa *Digital Computers* foi absorvida pela *Compaq* em 1997. A primeira deixou de existir e a segunda tornou-se administradora do patrimônio total proveniente da fusão.

- 2) **CONSOLIDAÇÃO**: Uma fusão onde ambas as firmas continuam existindo, porém sob uma mesma direção e conselho deliberativo. Tanto a firma alvo quanto a incorporadora recebem ações da nova empresa.

Ex: Na consolidação entre o *Citicorp* e o *Travelers Insurance Group* foi criado o *CitiGroup*³.

- 3) **TENDER OFFER**: Uma firma faz uma oferta de compra da parte do patrimônio da empresa que é negociado na bolsa de valores por um preço específico comunicado aos acionistas. *Tender offers* são um instrumento que viabilizam as famosas "*Hostile Takeovers*". Nestes casos, a firma

¹ Este termo será usado ao longo do texto para referir-se à empresa que será adquirida.

alvo continua existindo enquanto há acionistas minoritários que recusam a oferta.

- 4) **COMPRA DE ATIVOS:** A firma incorporadora adquire todos os ativos da firma alvo. Esta operação também está condicionada ao aval dos principais acionistas.
- 5) **MANAGEMENT/LEVERAGED BUYOUTS:** Nesta transação, a firma é adquirida pelos próprios diretores ou grupo de investidores (*Management Buyout*). No caso de uma *Leveraged Buyout* a firma é comprada através do desconto de dívidas.

² Este termo será usado ao longo do texto para referir-se à empresa que irá incorporar uma outra.

³ Ibid.

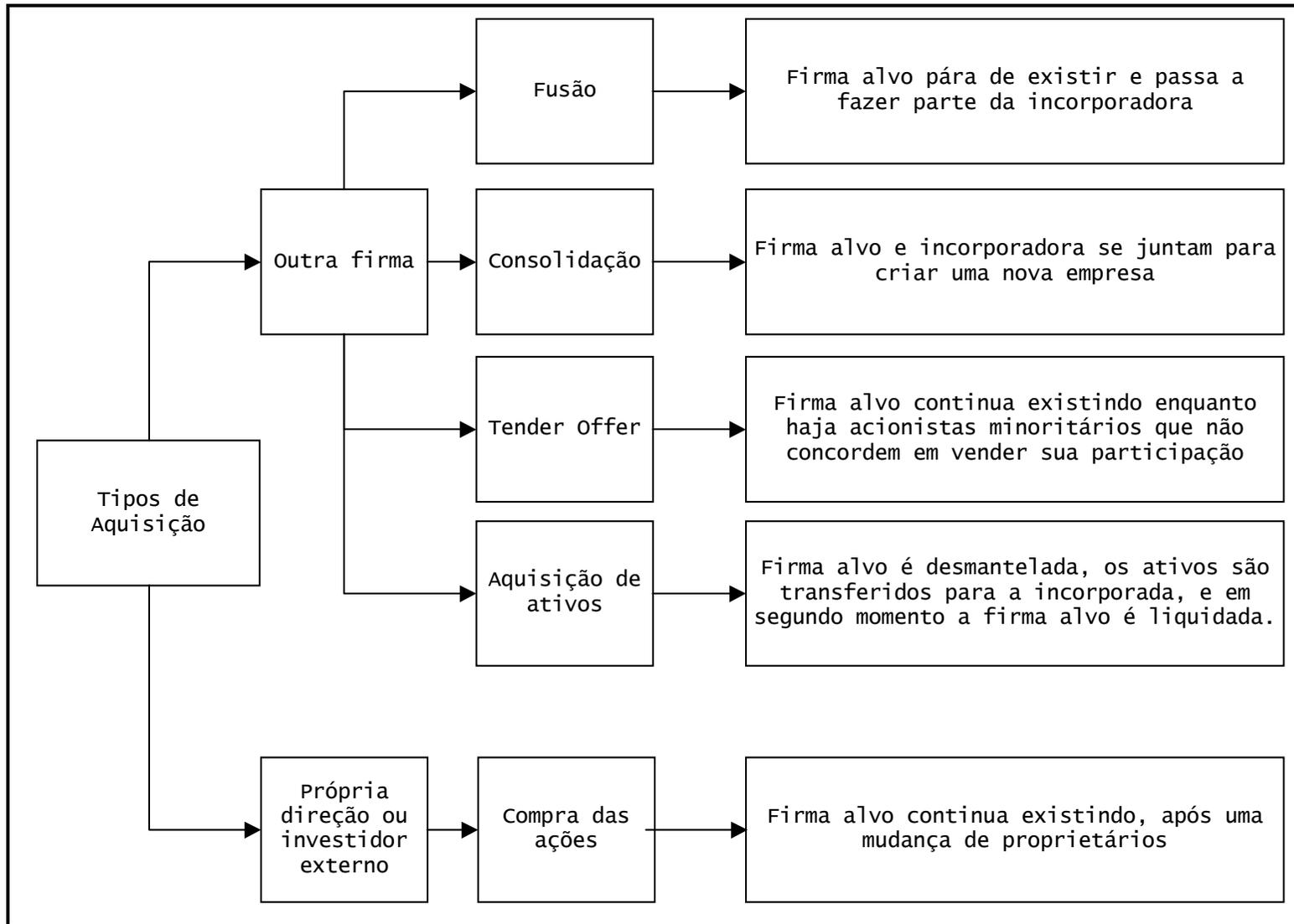


Fig.1 – Tipos de Aquisições (Manual de Fusões e Aquisições – *Ernst & Young*)

CAPÍTULO 2 – ESTRATÉGIA DE AQUISIÇÃO

Nem todas as firmas têm estratégias de aquisição bem formuladas, e nem sempre estas são seguidas. Neste capítulo estudaremos uma série de motivos que levam à elaboração de uma sugestão coerente para uma estratégia de aquisição.

As fusões e aquisições são também investimentos de capital e, desta forma seguem os mesmos princípios utilizados na avaliação de investimentos. Podemos citar algumas das razões que levam duas ou mais empresas a se fundirem criando sinergias , independente do tipo de integração realizada - horizontal, vertical ou conglomerados.

Economia de escala operacional

As economias de escala são o objetivo primeiro das fusões horizontais, uma vez que o aumento no volume de produção acarreta redução no custo e conseqüentemente aumenta a lucratividade. Define-se economia de escala como a redução do custo médio de produção resultante da elevação do nível produção. Existe um tamanho ótimo para uma empresa, a partir do qual começa a apresentar deseconomias de escala, na medida em que o nível de produção se eleva. Nas fusões verticais a economia de escala resulta do maior controle sobre as fontes de suprimento de matérias primas ou na distribuição de produtos acabados. Nesse

tipo de fusão, deve-se analisar nitidamente a relação custo versus benefício do processo. O exemplo da empresa aérea estatal da Polônia, mantendo a atividade de criação de porcos para servir nas refeições de bordo, ilustra bem este caso. As economias de integração vertical talvez também expliquem porque a maioria das companhias de aviação possuem aviões, ou porque algumas delas adquirem hotéis e companhias de locação de automóveis.

Já nas fusões de conglomerado a economia de escala que se busca é a redução do risco, através da diversificação de atividades. O crescimento através de fusões de conglomerados é bastante interessante para empresas com atividades sazonais.

Redução do Custo de Capital

Uma das razões fundamentais para que haja uma fusão é a de que uma empresa combinada pode operar mais eficientemente do que duas empresas separadas. Uma empresa pode conseguir aumentos de eficiência operacional de várias maneiras diferentes, em consequência de uma fusão ou aquisição. A redução dos custos ocorrida nos processos de fusão resulta em aumentos na lucratividade, podendo afetar diretamente a estrutura de capital da empresa, pela provável redução dos níveis de endividamento.

Recursos complementares

Algumas empresas adquirem outras para fazer melhor uso de recursos existentes ou adquirir o ingrediente que falta para o seu sucesso, e fazer uso mais eficiente da capacidade de operação. Esse processo ocorre principalmente entre empresas pequenas que possuem produtos extremamente vendáveis, mas sem uma estrutura financeira que lhe permita aumentar seu crescimento de vendas, e que são absorvidas por grandes empresas que tem os recursos, mas não a agilidade para desenvolver um produto competitivo.

Ganhos Fiscais

Uma das grandes vantagens da fusão é o aproveitamento de brechas na legislação do imposto de renda e através do processo de fusão, efetuar o chamado planejamento tributário. Ganhos fiscais podem ser um incentivo muito forte para algumas aquisições. Os ganhos fiscais possíveis em uma aquisição são os seguintes:

1. O uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais.
2. O uso de capacidade ociosa de endividamento.
3. O uso de fundos excedentes.

Capacidade de obtenção de fundos

Empresas pertencentes a setores que não necessitam investimentos substanciais em ativos por já terem atingido um grau elevado de maturidade,

geram excedentes de caixa por não terem oportunidades de aplicação dos recursos internamente. A fusão de empresas com necessidades elevadas de capital em setores com altas taxas de crescimento pode gerar um aumento substancial na capacidade de levantamento de recursos externos e por extensão na alavancagem financeira da empresa resultante.

Aumento do poder de mercado

Muitas empresas buscam o processo de fusão como forma a reduzir e em alguns casos eliminar a concorrência, monopolizando o setor de atividade em que atuam. Para evitar esse processo, no Brasil qualquer fusão que possa ter essa consequência precisa ser aprovada previamente pelo CADE (Conselho de Defesa da Economia).

Expansão de mercado

Em muitas situações uma empresa pode apresentar um valor para seus ativos inferiores ao seu valor de mercado. Quando isso acontece, é mais barato adquirir essa empresa do que construir uma nova. Normalmente, isso ocorre quando o valor de mercado da ação está abaixo do valor patrimonial.

Aumento de Receitas

Uma razão importante para a realização de aquisições é a possibilidade de que uma empresa combinada gere receitas maiores do que a soma das receitas das

duas empresas separadas. O aumento de receitas pode resultar de ganhos de marketing, benefícios estratégicos e poder de mercado.

Depois de vistos os possíveis objetivos almeçados por este tipo de operação corporativa e as vantagens que pode proporcionar, vamos ao desenvolvimento da estratégia em si.

II.1) Adquirindo firmas sub-avaliadas

O valor de algumas firmas é subestimado pelo mercado de capitais, o que as torna uma boa oportunidade de negócio. Para que estas oportunidades sejam reconhecidas, são necessários alguns componentes:

- A capacidade de identificar firmas sub-avaliadas.

Este pré-requisito se resume ao acesso a informações privilegiadas, ou simplesmente possuir ferramentas de análise mais apuradas que o resto do mercado.

- Acesso ao financiamento necessário para realizar a aquisição

Identificar a oportunidade de negócio não será o suficiente para tornar possível o processo de aquisição. Além disso, será necessário ter acesso ao

mercado de capitais para estruturar um financiamento condizente com a capacidade de absorver dívidas da firma. Para isso, a firma interessada no processo de aquisição deverá ter um bom risco de crédito e um histórico de bons negócios, que juntos provem a capacidade de executar uma boa operação.

- Habilidades de *valuation*

Uma aquisição deve ser estruturada de forma tal que a firma incorporadora consiga agregar valor ao seu negócio, prevendo um fluxo de caixa futuro que justifique as despesas presentes.

Um caso recente foi a aquisição do Banespa pelo Banco Santander, considerada pelo mercado como um negócio superavaliado. Assim que o leilão do Banespa chegou ao fim, após a proposta vencedora de aproximadamente R\$7,5 bilhões feita pelo Santander, as ações deste despencaram na Bolsa de Madrid, pois os analistas consideraram o preço pago extremamente alto.

Aquisições de firmas que tenham ações negociadas em bolsa, cujas informações são de conhecimento público, geralmente não oferecem grandes oportunidades de barganha, pois quanto mais eficiente for o mercado, mais difícil

será adquirir uma parte da utilidade do adversário, e a tendência será chegar a um equilíbrio competitivo

Em negociações privadas ou em mercados ineficientes, a chance de se fazer um bom negócio para a firma incorporadora é consideravelmente maior.

II.2) Criação de Sinergia – Agregando valor ao negócio

Um ponto importante que deve ser abordado por uma estratégia de aquisição é o valor agregado potencial que será proporcionado através da operação, ou seja, criação de sinergia. O conceito de sinergia abrange todas as áreas de uma empresa, porém é importante focar em duas áreas específicas: a área operacional e a área financeira, responsáveis pela geração e administração das receitas da empresa, respectivamente.

A sinergia operacional entre duas firmas é o que proporcionará o aumento de sua capacidade de produção, resultando no crescimento da receita operacional. Podemos categorizar Sinergia Operacional em quatro tipos:

- Economias de escala surgem como resultado de uma fusão, ajudando na criação de uma firma custo-eficiente e lucrativa. Este efeito é gerado

quando o custo unitário de um produto decresce à medida que o volume produzido por período aumenta, como resultante da fusão entre as firmas.

- Poder de decisão de preços é adquirido pela firma após a fusão, pelo fato de ter aumentado seu *market share* reduzindo a competição; obtendo através disso uma maior receita operacional.
- Combinação de poderes específicos – no caso onde a fusão envolve duas firmas que são líderes nos seus respectivos mercados, como por exemplo, uma firma que tem tradição de *marketing* se juntando com uma firma que tem uma forte linha de produtos.
- Crescimento mais acelerado em mercados já existentes – resultado também de uma fusão entre duas firmas que tem bom *market share*, uma cadeia de distribuição consolidada e uma marca reconhecida pelo mercado – que unem suas qualidades para alavancar a venda de seus produtos.

A sinergia financeira tem como objetivo otimizar o fluxo financeiro da empresa criada através da fusão, o que inclui gerenciamento do caixa, capacidade de endividamento e planejamento tributário. A implementação, com sucesso, do conceito de sinergia financeira em uma firma proporciona vantagens como um maior fluxo de caixa e um menor custo de capital.

- Gerenciamento do caixa: Quando uma firma com grande geração de caixa (*cash slack*) incorpora uma empresa que está com necessidade de recursos,

aumenta a possibilidade de realizar projetos antes financeiramente inviáveis que podem vir a agregar grande valor a esta empresa, aumentando também as possibilidades de atuação em seu mercado.

- Capacidade de endividamento: Pode aumentar após uma fusão, pois, como mencionado no parágrafo anterior, haverá um maior equilíbrio na geração de caixa, o que dá credibilidade à empresa junto ao mercado de crédito.
- Planejamento Tributário: Este aumento de credibilidade faz com que a empresa possa tomar emprestado mais recursos no mercado, a taxas menores (menor custo de capital), e assim obter benefícios fiscais, através de um planejamento tributário, na forma de demonstração de resultados em seu balanço patrimonial.

Evidência Empírica

Ganhos de sinergia são o elemento mais almejado por uma operação de fusão ou aquisição. Abaixo está representado empiricamente o resultado de um ganho de sinergia proporcionado pela operação corporativa:

$$V(AB) > V(A) + V(B)$$

$$V(AB) = \text{Valor da sinergia criada pela aquisição}$$

$$V(A) = \text{Valor da firma A}$$

$$V(B) = \text{Valor da firma B}$$

II.3) Controle Corporativo – Reestruturações Administrativas

Muitas fusões são baseadas em estratégias para aquisição do controle corporativo de uma empresa. Após a aquisição, são feitas mudanças nas principais diretrizes da empresa, como troca de filosofia de trabalho, substituição da diretoria e evolução de estratégias de marketing de produtos; mudanças que afetam o *modus operandi* da empresa, buscando alavancar seu valor de mercado.

Há empresas cujo valor poderia aumentar se a sua administração fosse alterada. Muitas vezes as aquisições ocorrem porque mudanças de tecnologia ou condições de mercado exigem uma reestruturação da empresa. Em certos casos, os administradores existentes não percebem a mudança de condições. Têm dificuldade para abandonar estratégias e estilos que passaram vários anos desenvolvendo. A aquisição de uma firma mal administrada pode vir a ser um bom negócio, caso a incorporadora possua uma estratégia para reestruturar a administração da firma, tornando-a eficiente e agregando valor de mercado à mesma. Este conceito é conhecido como qualidade de gerência (*value of control*)⁴ da firma.

⁴ Weston (1990)

O sucesso de uma operação envolvendo a qualidade de gerência de uma firma depende de uma série de fatores, alguns citados abaixo:

- A fraca performance da firma alvo deve estar estritamente atribuída à administração da mesma, ao invés de ao mercado ou indústria nos quais atua; fatores que estão fora do controle de sua administração.
- A mudança de diretrizes deve ser tomada imediatamente após a fusão ou aquisição, e deve mostrar resultados relevantes em pouco tempo; caso contrário a firma continuará condenada à falência e a incorporadora não conseguirá agregar valor.
- O preço de mercado pago pela incorporadora deve refletir o *status quo* da firma alvo, neste caso a prática de uma administração falida, para que a incorporadora tenha o prêmio (neste caso desconto do valor de mercado) que compense a compra. (Ver evidência empírica da sessão 2, capítulo II)

Evidência Empírica

As estatísticas mostram que o mercado de controle corporativo, que tem como ativo principal a qualidade de gerência, é praticamente dominado por estratégias de fusões e aquisições tipicamente hostis (*hostile takeovers*). Além disso, características típicas de firmas alvo que sofrem um *hostile takeover* são:

- Suas ações estão mais baratas que suas semelhantes na bolsa de valores,
- Sua margem de lucro comparada com o resto da indústria está abaixo da média, o que faz com que o retorno e benefício dos acionistas estejam em baixa (ex: não paga dividendos), e
- Suas ações não são desejadas por *insiders* (pessoas com informações privilegiadas, como os próprios funcionários), o que significa que nem estes acreditam no futuro da empresa.

II.4) Avaliando a escolha da Firma Alvo

O processo de escolha e avaliação da firma alvo tem como principal foco a estratégia de expansão de negócios da firma incorporadora, e o quanto a aquisição irá auxiliar este processo. Depois de elaborado um motivo que justifique a aquisição de uma firma no mercado, existe uma questão-chave que deve ser respondida; o quanto a escolha da firma alvo irá oferecer potencial de expansão no mercado em que atua a firma incorporadora.

A avaliação de candidatos para a aquisição requer o completo conhecimento do *business* da firma incorporadora. Somente assim, os possíveis ganhos de sinergias proporcionados por uma possível aquisição serão mapeados e

quantificados. Acima de tudo, a performance econômica da "firma-candidato" deve compensar o custo de capital da firma incorporadora.

Geralmente, uma aquisição irá satisfazer a uma entre três necessidades estratégicas – integração horizontal, integração vertical ou diversificação.

Integração Horizontal

A estratégia de integração horizontal é considerada como uma das mais seguras formas de conduzir a incorporação de uma firma alvo. Ela consiste basicamente no aumento da linha de produção física da fábrica, pretendendo com isso eliminar seu competidor (no caso a firma alvo incorporada) e aumentar seu *market share*. Uma pesquisa conduzida durante um intervalo de tempo de 10 anos (1972-1982) por um programa então denominado PIMS (KPMG 1994) (*Profit Impact of Market Strategy* – Impacto nos lucros proporcionado por estratégias de mercado) mostra que a firma que detém liderança de *market share* geralmente tem uma grande facilidade de multiplicar seus resultados devido à sua grande capacidade de volume de produção. Além disso, líderes de mercado geralmente têm mais poder de definição de preços pelo fato de seu produto ditar o ritmo de vendas sendo o mais demandado no mercado, o que lhe proporciona possíveis aumentos no volume destas vendas. Comprovado este fato, fica claro que a

estratégia de aumento de *market share* através de integração horizontal de duas firmas é considerada eficiente e almejada por um grande número de firmas com poder de incorporação de ativos no mercado.

Integração Vertical

Aquisições que visam penetrar setores complementares (ex: consumo ou fornecimento de matéria-prima) à produção em si, geralmente apresentam um maior risco devido ao fato de não estarem lidando com a especialidade da firma incorporadora, ou seja, interagindo com outro tipo de foco mercadológico. A integração vertical consiste em aumentar o nível de atuação fora de seu mercado alvo com o objetivo de centralizar e controlar cada vez mais o mercado em que atua. Por exemplo, a maior companhia de cigarros do mundo estabelecida nos E.U.A., a *Phillip Morris*, decidiu em um ponto de sua história, adquirir a fábrica que fornecia as embalagens para seus cigarros, tentando através disto controlar ainda mais a escala de produção de seu produto e satisfação imediata de suas necessidades. Este tipo de operação apresenta um risco maior que a integração horizontal, pois consiste em ter que administrar um *business* que se encontra fora de seu foco principal de negócios, como pode ser observado no exemplo, a especialidade da *Phillip Morris* não é produção de embalagens e sim do próprio cigarro. Porém, a estratégia de integração vertical pode representar uma grande vantagem para a firma incorporadora caso esta venha a administrar seu novo

business com sucesso, pois este método de expansão proporciona uma maior flexibilidade e eficiência na produção de seu produto principal.

Diversificação

Esta estratégia de aquisição é claramente a mais arriscada das três estratégias em questão, pois foge completamente do *core business* da firma incorporadora. A expansão que visa diversificação de áreas de atuação no mercado tem como premissa básica o *know-how* necessário para penetrar no mercado escolhido. Um exemplo de uma firma que seguiu a estratégia de diversificação e negócio no Brasil é o Grupo MPE. Seu controlador, Francisco Olacyr de Moraes, decidiu atuar em diversas áreas da economia – do *agribusiness* à construção civil. Na maioria dos casos torna-se muito difícil administrar várias firmas atuando em diferentes nichos do mercado, e por isso atualmente o Grupo MPE encontra-se em grande dificuldade financeira. Por outro lado, caso a estratégia de diversificação demonstrar sucesso, será criado um grande império.

CAPÍTULO III – ESTRUTURA DA OPERAÇÃO

Passado o processo de identificação da firma alvo e das vantagens que podem ser proporcionadas, a aquisição segue adiante, e entra na fase de estrutura e execução da operação. Esta fase possui três estágios inter-relacionados.

O primeiro estágio especifica o valor que deve ser pago pela empresa, ou seja, a decisão do preço da aquisição, dado que esta tenha sido avaliada por especialistas (processo conhecido com *valuation*, o qual não discutiremos).

O segundo estágio consiste na determinação da forma de pagamento da operação. Este pode ser feito através de ações da firma incorporadora, espécie, ou uma combinação destes recursos. Além disso, deve ser feita a decisão de como deve ser feito o financiamento da operação.

O último estágio é a escolha do tratamento contábil dado à operação, pois esta pode afetar impostos pagos pelos acionistas da firma alvo e como a operação é contabilizada no balanço patrimonial consolidado das novas firmas.

III.1) Decisão do preço da aquisição

Após o processo de *valuation*, onde o preço-teto (preço máximo) que deve ser pago pela empresa é determinado por analistas, é feita a decisão do preço que

a firma incorporadora irá ofertar pela firma alvo. Se a preço pago for equivalente ao preço-teto, significa que a firma incorporadora estará perdendo o valor que será agregado à firma alvo como resultado das reestruturações mencionadas no capítulo anterior (*value of control* e sinergia). Como a operação tem o propósito de ser vantajosa para a firma incorporadora, o ideal seria que o preço pago pela aquisição fosse bastante abaixo do preço-teto determinado pelo processo de *valuation*.

Porém, alguns fatores apresentam restrições que atuam contra a otimização do preço pago pela incorporadora:

- 1) Caso as ações da firma alvo sejam ofertadas na bolsa de valores, já haverá um preço, determinado pelo mercado de capitais (*market cap*), para esta firma. Este preço é calculado da seguinte forma: o preço da ação em uma data determinada, multiplicado pela quantidade de ações ofertadas no mercado. Se este preço for mais alto que o preço-teto determinado pelos analistas, possibilidade de lucro da aquisição terá que ser revisada, ou pode haver uma desistência por parte da firma incorporadora. Por outro lado se o preço de mercado da firma estiver muito abaixo do estipulado pelos analistas, pode haver um forte consenso no mercado que esta firma possui um péssimo histórico, o que pode resultar em uma pequena probabilidade de alavancagem para a firma, mesmo sob novas mãos.

2) O potencial de criação de sinergia operacional também é um fator fundamental na decisão do preço a ser pago pela firma alvo. A junção das duas firmas deve proporcionar à nova empresa recursos específicos que ajudem na criação de sinergia. Cada firma deve poder contribuir de uma forma única para a criação de sinergia, de tal forma que seja vantajoso para a firma incorporadora executar a operação. Um exemplo deste cenário (análogo ao discutido no capítulo 1, sessão 2) seria uma firma incorporadora que possui folga de caixa adquirindo uma firma alvo que possui uma tecnologia de ponta revolucionária ou projetos caros de alto retorno, porém não consegue mantê-los em operação por falta de recursos financeiros. Desta forma, haverá um grande potencial de criação de sinergia entre as duas firmas, a operação terá mais chances de ser lucrativa para ambas as partes (principalmente a incorporadora), e o preço pago será justificado. Caso contrário mais uma vez a operação terá que ser reconsiderada.

3) Presença de outros interessados na firma alvo (Cenário de leilão):

Quando há mais de um ofertante, o preço pago pela firma incorporadora tende a beneficiar a firma alvo, segundo uma pesquisa feita por Bradley, Desai e Kim (1988) que examinava uma amostra de 236 *tender offers* feitas no período de 1963 à 1984. A presença de concorrentes estimula a firma incorporadora à pagar um preço mais perto do seu preço-teto,

eliminando assim cada vez mais a possibilidade de existir um prêmio no preço pago pela operação. Um exemplo recente deste caso (como já citado anteriormente) foi a aquisição do banco Banespa pelo banco Santander, através de um leilão com envelopes fechados, no qual o banco Santander (firma incorporadora) pagou um preço muito acima do preço médio ofertado pelos outros concorrentes e do preço mínimo estipulado pelo consenso de valuation dos analistas do mercado.

III.2) Forma de pagamento da operação

Uma vez que a decisão sobre o preço que será pago pela aquisição estiver determinada, a firma incorporadora deve estudar a forma ideal para efetuar o pagamento da operação. Isto muitas vezes implica na necessidade de financiamento junto ao mercado de capitais, para o qual existem alguns instrumentos jurídicos chamados produtos de captação que podem ser utilizados.

Opções de Financiamento: Emissão de dívida vs.
Subscrição de ações

Existem duas formas de financiamento que podem ser usadas: emissão de dívida (debêntures ou *commercial papers*) ou subscrição de ações (*underwriting*) bolsa de valores:

1) Debêntures: são títulos emitidos apenas por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto, com garantia de seu ativo e com ou sem garantia

subsidiária da instituição financeira que as lança no mercado, para obter recursos de médio à longo prazo, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo⁵.

As debêntures são muito utilizadas como instrumento de captação para financiar projetos ou aquisições.

2) *Commercial Papers* (notas promissórias comerciais): são títulos de curto prazo emitidos por qualquer instituição não financeira, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e com data de vencimento certa⁶.

Underwriting é uma operação intermediada por bancos de investimento, para a colocação (lançamento) de ações ou distribuição, no mercado de capitais de ações⁷.

Estes são os produtos de captação mais amplamente utilizados quando há necessidade de financiamento. Geralmente, o financiamento é feito através de uma combinação destes dois instrumentos; a grande decisão está na proporção que será alocada para cada uma destas formas de financiamento, o que irá depender (mais uma vez) da credibilidade da firma incorporadora junto ao mercado de capitais e da sua capacidade de endividamento. Se a capacidade de endividamento da firma estiver abaixo do ponto ótimo, ou seja, se esta não estiver usufruindo

⁵ Fortuna, 12ª edição, 1999.

⁶ Ibid.

100% de sua credibilidade e situação contábil para adquirir dívidas, a melhor opção será aproveitar ao máximo esta lacuna, e emitir títulos de dívida junto ao mercado, complementando o financiamento com emissão de ações. É importante que a emissão destes títulos não esteja explicitamente vinculada à aquisição da firma alvo, pois o custo de capital (juros pagos pelo empréstimo) pode aumentar sensivelmente.

Pagamento à vista: Espécie vs. Ações da Incorporadora

A firma tem a opção de pagar a operação usando recursos já existentes, que neste caso seriam caixa disponível ou ações cotadas na bolsa de valores em poder da empresa. Mais uma vez, tem que ser analisado o melhor custo de oportunidade para que seja efetuado o pagamento, e para isto observamos os seguintes fatores:

- 1) Disponibilidade de caixa: a opção de utilizar espécie para fazer o pagamento da operação está diretamente e unicamente condicionada à disponibilidade deste montante no caixa da empresa.
- 2) O valor das ações na bolsa de valores: o conselho da firma incorporadora deve julgar se o cenário econômico é propício para a utilização de suas ações como forma de pagamento da aquisição. Em outras palavras, devem avaliar se o preço das ações de sua empresa na bolsa de valores se encontram em momento ideal para que a operação seja vantajosa. Se o

⁷ Ibid.

preço das ações estiver abaixo do desejado, não será lucrativo usá-las para fazer o pagamento, pois a quantidade de ações utilizadas será maior do que o esperado e pode acarretar em perdas futuras para a empresa. Por outro lado, se o preço das ações estiver acima do desejado será mais provável que a firma utilize estas como forma de pagamento, pois se tiver que emitir mais ações no futuro poderá usufruir de um preço elevado das mesmas para efetuar a operação, sem acarretar prejuízos para a empresa.

III.3) Tratamento contábil

A última decisão a ser tomada em relação à estrutura da operação é o tratamento contábil que será dado à mesma. Esta é uma decisão importante, pois terá que ser aprovada pelo mercado e por auditorias externas que venham a utilizar os novos balanços da firma para fazer uma análise de credibilidade.

Nesta sessão, faremos uma análise dos métodos contábeis utilizados e examinaremos as razões pelas quais as firmas os escolhem.

Purchase vs. Pooling

Existem duas escolhas básicas para o tratamento contábil que será usado após feita a fusão ou aquisição. A principal diferença entre estes métodos, é o

valor da firma adquirida considerado pelo balanço consolidado após a fusão, ou seja, o quanto da firma adquirida fará parte do ativo e passivo do balanço final das duas empresas juntas. Também leva-se em consideração os métodos de depreciação utilizados e a forma pela qual será tratada a nova receita da firma após a fusão.

No tratamento contábil denominado *purchase method*, a aquisição é contabilizada integralmente no balanço consolidado das firmas, além de qualquer outra despesa recorrente da operação. Em outras palavras, o valor de mercado da firma incorporadora aumenta na proporção do preço pago pela aquisição e os passivos são praticamente somados. Este método permite que os ativos da firma alvo sejam ajustados pelo valor de mercado antes de serem contabilizados no balanço consolidado. Ágio é gerado quando o valor total do ativo é menor que o valor total do passivo e patrimônio líquido. O ágio não sofre depreciação, pois apesar de ser considerado um ativo, não é tratado pela contabilidade como um ativo físico, pois os impostos não incidem sobre ele.

O tratamento contábil denominado *pooling of interests method* é uma soma dos balanços das duas firmas envolvidas na transação. Os ativos adquiridos são contabilizados pelo seu valor de face no ato da compra. Não há ágio criado

neste tipo de tratamento contábil, e a receita adicional gerada pela junção das firmas não está sujeita à impostos.

CAPÍTULO IV – ACOMPANHAMENTO APÓS AQUISIÇÃO

Nos capítulos anteriores, descrevemos os processos de escolha de uma firma alvo, estrutura da operação e forma de pagamento da aquisição. Após confirmada a operação, começa o trabalho de acompanhamento das diretrizes e metas da firma recém-nascida. Neste capítulo, analisaremos casos onde houve sucesso e fracasso após o processo de junção corporativa, baseando-se em exemplos reais, e as razões que justificam resultados.

IV.1) Performance da firma após a operação

Muitos estudos, principalmente feitos por empresas de consultoria, tem como objetivo examinar até que ponto fusões representaram histórias de sucesso ou casos de fracasso após a combinação das firmas. Estes estudos comprovam que muitas fusões não correspondem às metas de eficiência e sinergia traçadas pelos estrategistas e analistas que vislumbram a operação, e mesmo as que correspondem à estas expectativas raramente agregam valor às ações da firma incorporadora.

Exemplos de casos reais - Fracassos

A consultoria McKinsey and Co. examinou 58 programas de aquisições entre 1972 e 1983, buscando evidência para as seguintes questões: (1) “O retorno do montante investido na operação de aquisição excedeu o custo capital da empresa?”; (2) “Até que ponto as aquisições ajudaram a firma incorporadora a ganhar mercado?”.

Em 28 dos 58 casos examinados a empresa de consultoria concluiu que ambas as questões obtiveram respostas negativas, e 6 outras obtiveram resultados negativos para pelo menos uma das questões. Ou seja, aproximadamente 50% das aquisições não correspondem aos resultados almejados pelos seus idealizadores. Em um estudo subsequente que engloba 115 programas de fusão corporativa no Reino Unido e Estados Unidos durante a década de 90, a consultoria McKinsey concluiu que 60% das transações obtiveram retornos sobre o investimento abaixo do seu custo de capital, e que somente 23% obteve retornos mais altos. Em 1999, a consultoria e auditoria KPMG examinou 700 casos de fusões corporativas de alto escalão, que aconteceram durante 1996 e 1998, e concluiu que em somente 17% dos casos houve criação de valor, 30% das operações não proporcionou mudanças significativas para as empresas, e que em 53% dos casos houve destruição de valor.

Outra estatística alarmante diz respeito à quantidade de cisões de firmas recém fundidas. Um estudo feito por Mitchell e Lehn (1998) aponta que 20,2% das fusões ocorridas durante os anos de 1982 e 1986, foram desfeitas até 1988. Outros estudos feitos com intervalos mais longos mostram que aproximadamente 50% das fusões são um fracasso e que as firmas envolvidas tendem à separar-se, principalmente pelo fato de que os benefícios idealizados pelo programa de aquisição não foram atingidos, e que em 44% destes casos, a firma incorporadora pagou um preço maior do que o preço justo pela firma alvo (Kaplan e Weisbach, 1992).

Exemplos de casos reais - Sucessos

Apesar do cenário um tanto pessimista traçado pela evidência de fusões fracassadas citadas no parágrafo acima, temos também casos de operações que foram exemplos de sucesso. Algumas firmas alcançaram suas metas de criação de sinergia e valor, ao longo do tempo, após a fusão.

Estudos mostram que metas de eficiência operacional geralmente são atingidas com um *lag*. Pesquisas feitas por Healy, Palepu e Ruback (1992) apontam que 25% das firmas que passam por um processo de fusão demoram um pouco até voltar ao padrão operacional da indústria, e em caso de sucesso ultrapassam a

média de faturamento desta. Entre os resultados deste estudos estão as seguintes estatísticas:

- Em média, nos cinco anos posteriores à fusão, firmas que otimizam seus negócios faturam 2,1% acima da média da indústria à qual pertencem.
- Na maioria dos casos de sucesso, o executivo principal é substituído, e implementa metas mais agressivas que as vigentes antes da fusão.
- Firms que avaliam a capacidade de sinergia como principal motivador para elaborar a estratégia de aquisição tem chances de sucesso 28% maiores que a média das empresas que optam por fusões corporativas.
- Cortes de no quadro de funcionários da empresa incorporada pela fusão é uma medida comum em empresas que obtêm sucesso; 66% das fusões bem sucedidas promoveram cortes de pessoal.

IV.2) Razões para o fracasso de uma fusão

Dadas as premissas e pesquisas apresentadas na primeira sessão deste capítulo, seria interessante analisar com mais profundidade as razões pelas

quais grande parte das fusões não são bem sucedidas. As principais razões para o fracasso de uma fusões são as seguintes:

1) Falta de um plano pós-fusão para atingir as metas de sinergia e controle:

Muitas firmas tendem a acreditar que o valor agregado proporcionado pela sinergia da fusão é um processo natural, e que não requiere interferência. Porém na prática, a interferência no processo de criação dessa sinergia é a chave do negócio. É preciso ser elaborado um planejamento estratégico de tal forma que esta criação de sinergia seja um processo otimizado pela nova firma, e que nenhum de seus benefícios sejam desperdiçados. É importante que o valor potencial dessa sinergia seja estimado logo após a fusão, e que o planejamento estratégico seja fortemente baseado nesta estimativa.

2) Falta de responsabilidade e compromissos com a empresa após a fusão:

Este problema está fortemente relacionado com o anterior. Após consumada a aquisição, na maioria dos casos, percebe-se uma falta de envolvimento por parte dos agentes envolvidos no negócio, para assegurar o cumprimento das metas almejadas.

3) Choques culturais:

Como conseqüência dos processos de fusões e aquisições, há uma reorganização nas estruturas das empresas envolvidas, tendo como impacto quase imediato a

redução de postos considerados idênticos, e dispensa de pessoal com dificuldade de assimilação das novas filosofias de trabalho. Firms adquirem diferentes filosofias ou culturas de trabalho, que são exclusivas e ajudam a cativar seus funcionários e acionistas. Quando há uma junção de duas firmas que resulta em um choque ou conflito de culturas, pode ocorrer uma seleção natural dos empregados que ficam dominados pela cultura predominante, e assim uma fuga de funcionários. Isso pode tornar-se um problema grave, pois além de ter efeitos morais negativos para os outros funcionários, trará em custo de treinamento para a firma que terá que contratar novos funcionários.

4) Conflitos de Poder (*Managerial Egos*):

Na maioria das fusões, surgem situações de conflito de poder entre os funcionários de alto escalão das duas firmas que agora operam em conjunto. Dividir poderes é uma situação que oferece um grande obstáculo ao ser humano, e causará problemas não só para os outros membros da diretoria, mas também para as pessoas subordinadas à estes, o que desvia o foco e metas da empresa. Uma parte dos profissionais que perdem seus postos de trabalho em decorrência do surgimento das novas empresas, são absorvidos pela rede de pequenas empresas que nascem em consequência da terceirização de serviços, ou pela rede de venda.

5) Preço da aquisição:

Outra vez, o sucesso da aquisição muitas vezes é mensurado pelo preço pago pela firma incorporadora para arrematar a firma alvo. São poucos os casos onde o preço da aquisição é considerado abaixo do que o esperado, especialmente em situações de leilão (onde há mais de um interessado).

CAPÍTULO V – IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA

V.1) Ambiente Competitivo

Algumas vezes, fusões e aquisições entre firmas de uma indústria criam um ambiente competitivo, pois podem vir a representar uma "união de forças" para desbancar um líder do setor. Este cenário geralmente ocorre em países mais desenvolvidos, onde o micro empresário tem mais poder de investimento e desenvolvimento de negócios. Mesmo assim, qualquer fusão corporativa tem seus devidos impactos sobre a economia.

O principal impacto das aquisições é a inevitável queda, no curto prazo, do nível de empregos da indústria, como resultado da busca dos ganhos de sinergia. No entanto, uma parte destes ganhos serão repassada aos consumidores via preços mais baixos, devido ao ambiente de concorrência criado pela operação. Com isso, as concorrentes também tendem a seguir esta mesma estratégia, abaixando seus preços para manter sua competitividade. Assim, em um prazo mais longo, os menores preços do mercado levarão à um aumento no consumo, seguido por uma expansão na produção e uma recuperação dos empregos no setor.

Portanto, vemos que em ambientes competitivos, o impacto de uma fusão ou aquisição sobre os empregos é de curto prazo.

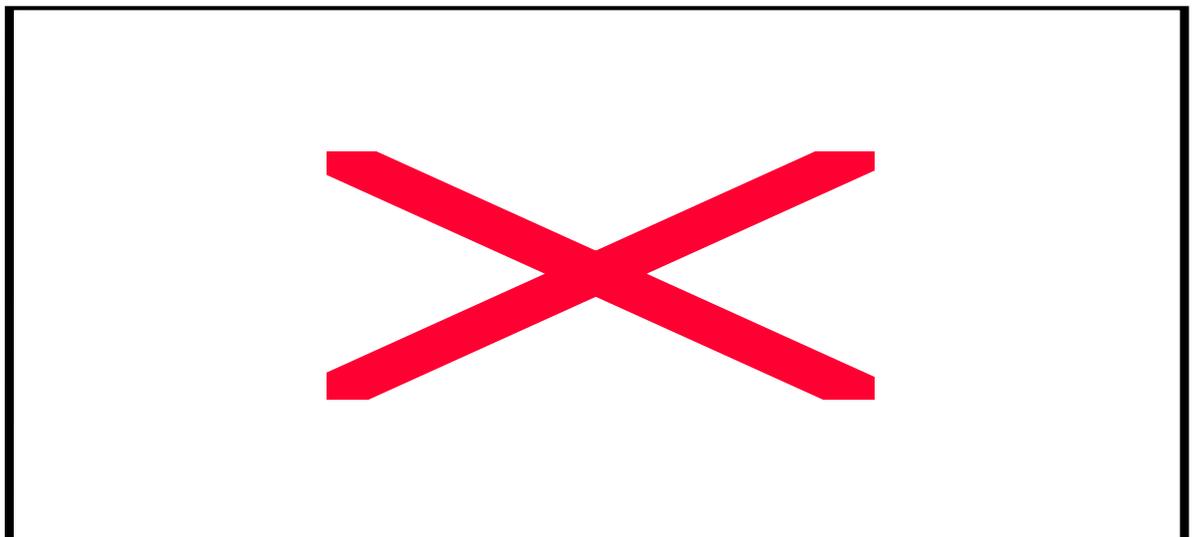
V.2) Ambiente Monopolista

Existem casos onde fusões e aquisições podem criar um ambiente monopolista, na economia. Isto geralmente acontece em países menos desenvolvidos, onde a concorrência é baixa, ou em setores da indústria que não tem um nível de desenvolvimento tão alto.

Além do impacto sobre os empregos, já mencionado acima, neste caso é relevante analisar os efeitos das fusões sobre custos, preços, produção e bem-estar, para que possamos considerar o caso de uma indústria, que após fundir-se, passou de competitiva à monopolista.

Na figura abaixo, a curva de demanda da indústria, antes e depois da fusão, é D , enquanto a de custo unitário é C_1 . Supondo custo unitário igual ao preço, a produção é Q_1 . Com a fusão, os custos se reduzem para C_2 , o preço aumenta para P_m e a produção se reduz para Q_2 . Assim os gastos correspondem a área c , custos mais baixos do monopolista. As perdas são aquelas observadas no excedente do consumidor e associadas à queda de produção provocada pelo aumento de preço. A perda total do excedente do consumidor é a área $(a+b)$, mas a área b é

compensada por um aumento equivalente do excedente do produtor, de modo que a perda líquida é igual a área (c-a). Conclui-se que quanto mais a fusão aumentar o preço e quanto mais elástica for a demanda, maior será a área a e, portanto, maiores reduções de custos serão necessárias para se contrabalançar essa perda, e resulte num aumento de bem-estar econômico.



Observação: A curva “d” tangencia o ponto (P_m, Q₂).

Convém lembrar que essa é uma análise de equilíbrio parcial que abstrai todas as interações entre os diversos setores da economia. Além disso, o modelo acima é estático, ou seja, não leva em conta os efeitos da fusão sobre o investimento em novos patrimônios e sobre o progresso técnico. Logo, a fusão pode apresentar diversas vantagens do ponto de vista da firma, mas não necessariamente traz benefícios para a economia como um todo. A economia só se

beneficia se uma fusão resultar em vantagens como economias de escala e racionalização da produção, que não poderiam acontecer de outra forma.

CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO

Os processos de fusões e aquisições que estão ocorrendo hoje são decorrência do processo da globalização econômica, que obriga as empresas a fortalecerem-se para serem competitivas e sobreviverem ao processo de concorrência que se torna a cada dia mais acirrado. Esses processos tem causado grandes impactos aos países, principalmente aqueles em processo de desenvolvimento, que ainda não tem um parque industrial moderno e em condições de competir. Um desses impactos é no campo social, pois com a reestruturação das empresas fundidas ou adquiridas, agravasse o problema de desemprego e distribuição de renda.

Outra consequência gerada com o processo de fusões e aquisições é o enfraquecimento das economias periféricas e o fortalecimento das centrais, proporcionado pela remessa de royalties às matrizes das novas empresas. Para os consumidores, esse processo traz à primeira vista grandes benefícios, uma vez que as empresas terão ganhos de escala, os quais deverão ser repassados ao mercado.

Tendo analisado estatísticas positivas e negativas em relação à probabilidade de sucesso de uma fusão, e conhecendo os princípios básicos que norteiam este tipo de decisão, podemos fazer algumas outras conclusões técnicas como:

- Fusões entre firmas do mesmo porte têm menor probabilidade de sucesso que uma aquisição de uma firma pequena por uma maior, pois a *combinação de poderes específicos* entre duas firmas do mesmo porte é mais difícil de ser encontrada.
- Fusões que visam a sinergia como principal meta para o crescimento futuro da empresa têm maior chance de obter sucesso.

Podemos concluir que uma decisão empresarial que envolva a aquisição de uma empresa exige um grande processo de planejamento analítico, não só da empresa a ser adquirida como também do mercado no qual irá atuar. Apesar das chances de sucesso não serem exorbitantes, a tendência de utilização deste instrumento de crescimento corporativo continuará sendo vista como a melhor opção para adquirir poder de mercado.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

- 1) KPMG, 1999. *Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success*, (KPMG Global Research Report).
- 2) Fortuna, Eduardo. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. (12^a ed., rev. e ampliada, - Rio de Janeiro: Qualitymark Editora Ltda, 1999).
- 3) (1994) *Ernst & Young – Mergers and Acquisitions*, (2nd edition, John Wiley & Sons, N.Y).
- 4) Gaughan, P. (1996), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, (John Wiley & Sons, N.Y).
- 5) Weston, J.; et al (1990), *Mergers and Corporate Governance*, (Prentice Hall, Englewood Cliffs).
- 6) Marina Corrêa da Fontoura, Monografia de final de curso (PUC-Rio Economia, 2000).