



1

# **Fatores Críticos de Sucesso em Operações de Fusão e Aquisição - A Captura de Valor através das Sinergias**

## **Banca Examinadora**

Prof. Dr. João Carlos Douat (Orientador)

Prof. Dr. Carlos Osmar Bertero

Prof. Dr. Leonardo Cruz Basso

*À minha esposa Gisela, amiga e companheira, que demonstrou todo seu amor apoiando-me nas horas mais duras durante todo o curso, dedico todo meu amor e profundo agradecimento...*

*À minha filha querida, Isabella, fonte de energia e ternura, dedico meu empenho hoje e sempre, para seu futuro...*

*Aos meus pais, que propiciaram a sedimentação, com muita luta e amor, de sólida base em minha formação, meu eterno obrigado...*

*Ao meu orientador, que com muito esforço e dedicação ajudou-me na elaboração deste trabalho, meu muito obrigado...*

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**  
**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

MARCO AURÉLIO ÁVILA GIUSTI

**Fatores Críticos de Sucesso em Operações de  
Fusão e Aquisição –  
A Captura de Valor através das Sinergias**



Dissertação apresentada no curso de  
Pós-Graduação da FGV/EAESP  
Área de Concentração: Administração  
Contábil e Financeira como requisito  
para obtenção de título de mestre em  
Administração

Prof. Orientador: João Carlos Douat

São Paulo

2000

Faculdade de Administração de S. Ciências da São Paulo	
16.11	65.016.4(21)
	6538-f
1459/2000	Dis. e.1

SP-00020428-9



GIUSTI, Marco Aurélio Ávila. Fatores Críticos de Sucesso em Operações de Fusão e Aquisição - A Captura de Valor através das Sinergias . São Paulo: EAESP/FGV, 2000, 104 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, Área de Concentração: Administração Contábil e Financeira).

Resumo: Aborda os fatores críticos de sucesso para operações de fusão / aquisição, e as metodologias e estratégias disponíveis para a captura do valor das sinergias, tecendo considerações sobre as principais fatores de sucesso nestas operações, e sobre o papel da cultura das empresas neste contexto.

Palavras-Chaves: Finanças – Fusões – Aquisições - Sinergias - Cultura Organizacional

## **SUMÁRIO**

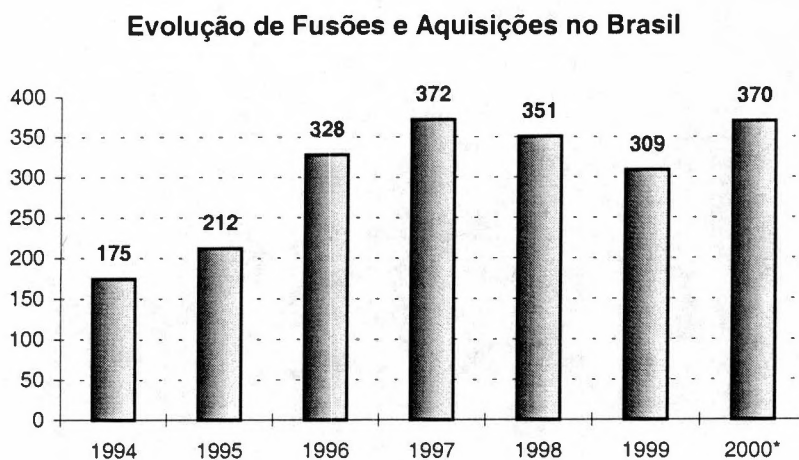
<b>1 – INTRODUÇÃO</b>	<b>7</b>
<b>2 - PORQUE E COMO OCORREM AS FUSÕES E AQUISIÇÕES</b>	<b>13</b>
2.1 - Influências políticas e econômicas em fusões e aquisições	13
2.2 - Porque ocorrem as operações	15
2.2.1 - A geração de valor econômico	17
2.2.2 - Fontes de sinergias	19
2.2.3 - Quantificação das fontes de sinergia	28
2.2.4 - Quantificação dos riscos associados	29
2.2.5 - Outras fontes de sinergia	29
A - Qualificações: Capacidades, tecnologia, conhecimentos específicos, relações estratégicas	30
B - Valor ao consumidor: Produtos e serviços, canais de distribuição e mercados	31
C - Processos: Elementos do modelo de negócios, elementos de inter-relacionamento do sistema	32
2.3 - Como ocorrem as operações	32
2.3.1 - Integração horizontal	33
2.3.2 - Integração vertical	34
2.3.3 - Aquisição conglomerada	37

<b>3 - FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO PRÉ- OPERAÇÃO</b>	<b>38</b>
3.1 - Análises prévias à operação	39
3.2 - Análise estratégica	40
3.3 - Análise das deficiências	46
3.4 - Análise financeira	48
3.4.1 - Quantificação dos valores econômicos	48
3.4.2 - Fontes de financiamento	52
3.5 - Análise dos recursos humanos	54
3.5.1 - Elementos da integração	55
3.5.2 - Adaptação organizacional	56
3.5.3 - Grau de integração	58
3.5.4 - Preservação da identidade própria	60
3.6 - Fusões internacionais: considerações especiais	61
3.7 - Regras de Drucker	68
 <b>4 – FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO - PÓS-OPERAÇÃO</b>	 <b>70</b>
4.1 - A nova estrutura organizacional	72
4.2 - Comunicação na nova organização	75
4.3 - Integração das áreas operacionais	77
4.4 - Nova missão, valores e linguagem comum	83

<b>5 – EVIDÊNCIAS DE MERCADO</b>	85
5.1 – Aquisição da Empresa SEGURO pela Empresa VIDA	85
5.2 – Aquisição da Empresa LIFE pela Empresa VIDA	89
5.3 – Aquisição da Empresa XYZ pela Empresa VIDA	93
5.4 – Evidências do Mercado Brasileiro	97
 <b>6 - CONCLUSÃO E COMENTÁRIOS FINAIS</b>	98
6.1 - Conclusão	98
6.2 - Sugestão para a continuação do estudo	100
 <b>7 – BIBLIOGRAFIA</b>	102

## 1 - INTRODUÇÃO

A motivação para este estudo baseia-se no incremento do número de operações de fusão / aquisição (em inglês: Mergers & Acquisitions - M&A) ocorridas no País nos últimos anos, e no aumento na magnitude das fusões e aquisições realizadas em âmbito global - as assim chamadas megafusões. O gráfico abaixo mostra a evolução destas operações no país nos últimos anos.



Fonte: KPMG \* Estimado

Ainda que o objetivo precípua destas operações seja o aumento ou a criação de valor para os acionistas, nem sempre este objetivo é atingido. Um exemplo deste problema foi citado recentemente nos meios de comunicação (PASIN e MATIAS, 2000, Revista Dinheiro):

“ Fusões e aquisições nem sempre têm impacto positivo imediato na rentabilidade das empresas envolvidas, como prevêem os manuais de administração e o próprio mercado. Estudo comparativo realizado para avaliar o desempenho das companhias nos dois anos subsequentes a fusões e aquisições constatou que quase a metade das empresas envolvidas nesses

processos registra queda na rentabilidade em relação ao período anterior, quando as companhias não tinham sido incorporadas por outras.

Esse resultado põe em xeque a teoria de que fusões e aquisições só trazem vantagens para as empresas", diz o professor da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP) e sócio da consultoria Austin Asis, Alberto Borges Matias. Ele e o especialista Rodrigo Maimone Pasin, também da FEA/USP, são autores do estudo que avaliou o desempenho das companhias na transição.

Para chegar a essa conclusão, foram selecionados os 20 maiores processos de fusões envolvendo empresas brasileiras entre janeiro de 1995 e outubro de 1997, cujos valores das operações superaram US\$ 100 milhões.

Dessa amostra, 13 empresas se dispuseram a participar da avaliação, apresentando balanços patrimoniais e demonstração de seus resultados nos dois anos que antecederam a transação e nos dois anos posteriores ao negócio.

....

**Pior - "O número de fracassos é bastante alto", diz Borges Matias. Na sua análise, grande parte das companhias registra piora nos resultados após as fusões e aquisições por causa de problemas na junção de culturas empresariais diferentes. "Isso provoca uma bagunça inicial, e a fusão pode virar uma confusão", compara o especialista da FEA/USP.**

Ele aponta a diferença na cultura das empresas envolvidas como o principal obstáculo na obtenção de resultados positivos imediatos. ....Outro fator que afeta negativamente os resultados, destaca Matias, é que nos primeiros anos após a fusão, prejuízos encobertos são lançados de uma só vez nos registros contábeis da empresa para se obter ganhos fiscais e iniciar uma nova etapa de sua administração.

O resultado obtido, segundo o especialista, não chega a condenar os benefícios atribuídos às fusões de companhias. Entre os ganhos esperados estão a maior escala, maior eficiência, poder de mercado, entre outros, mas coloca em dúvida se a fusão é a solução imediata para boa parte dos problemas.

"Existe muita euforia com relação ao assunto", afirma o consultor. Para ele, o sucesso das fusões depende de uma avaliação prévia mais racional da situação das empresas. (DE CHIARA, 2000). "

Três fenômenos explicam estas recentes tendências: (1) o aumento da relevância das bolsas de valores no panorama financeiro, este por sua vez respaldado no fortalecimento de uma classe de investidores não mais dispostos a financiar a dívida pública da forma como vinha sendo praticado (não entraremos para os objetivos desta monografia em uma investigação dos porquês deste fenômeno ocorrer de forma paralela no Brasil, EUA e outros mercados); (2) a globalização, que não somente permite como estimula a expansão de empresas pelo mundo, ao substituir monopólios ou oligopólios nacionais por quase oligopólios de abrangência global; e (3) a dinamização dos mercados, que freqüentemente torna impraticável construir habilidades e capacidades internamente à velocidade requerida.

Uma vez que os fenômenos acima citados não apresentam por ora tendências de retrocesso, mas sim de intensificação, é de bom senso supor que o ritmo das operações de fusão / aquisição não irá diminuir, e sim experimentar um aumento sensível; ainda dentro deste quadro é fácil prever que boa parte destas operações não trará os resultados esperados, tanto por fatores fortuitos como principalmente por inadequação das estratégias, metodologias ou implementação.

Dentro deste contexto, é previsível que uma das competências essenciais a serem desenvolvidas pelas empresas dispostas a ter sucesso nos próximos anos (entendendo-se sucesso como a criação de valor) é justamente a habilidade de identificar oportunidades para fusões e aquisições, e realizá-las da maneira mais eficiente possível; algumas empresas mais avançadas neste campo já criaram um processo próprio para isto - ver o trabalho de ASHKENAS (1998).

Neste sentido, buscamos neste trabalho responder a seguinte questão que naturalmente surge quando analisamos as recentes operações:

*Quais são os fatores críticos de sucesso que permitem a captura das sinergias e consequente geração de valor em fusões e aquisições ?*

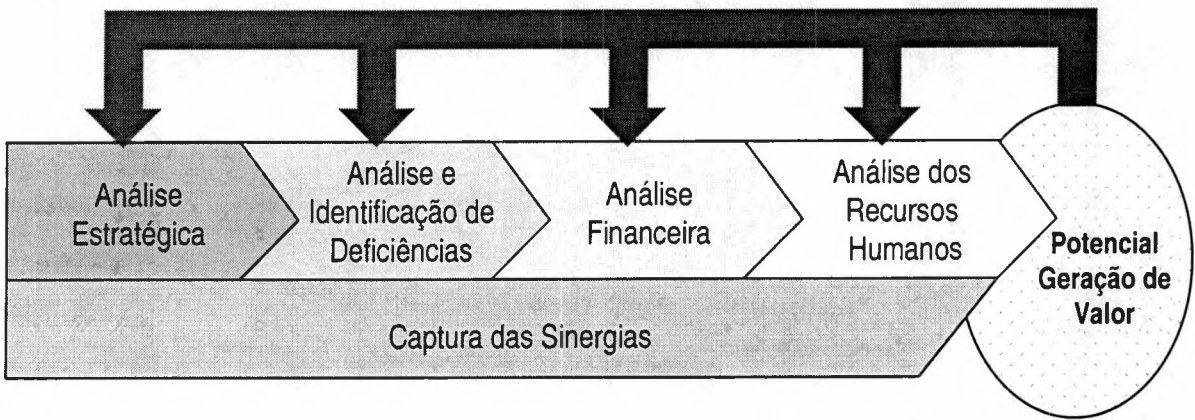
O primeiro passo para o alcance do objetivo é exatamente definir o que desejamos como “sucesso”; para tanto necessita-se quantificar as oportunidades de criação de valor econômico, tanto para em uma primeira fase definir potenciais candidatos para operações de fusão / aquisição, como para em uma segunda fase propor objetivos de criação de valor nas principais dimensões do negócio tais que justifiquem a realização da transação. Este é o objetivo do **Capítulo 2**, no qual discorreremos sobre as formas mais usuais de fusões e aquisições, sobre os tipos de sinergias nelas criados e as formas de se quantificar estes efeitos em termos econômicos.

Modelos econômicos de avaliação de uma fusão ou aquisição, por mais completos e pormenorizados que possam ser, em geral, não levam em consideração, pelo menos na análise quantitativa, que fatores intangíveis muitas vezes podem determinar o sucesso da operação, principalmente aqueles que influenciam ou são influenciados pelas pessoas que irão conduzir o processo de mudança da empresa resultante, ou seja, a cultura



organizacional e nacional de ambas antes e após a operação torna-se vital para o sucesso da nova empresa.

O objetivo do **Capítulo 3** é justamente propor uma estrutura de análise para a fusão / aquisição, a qual aborda os fatores críticos de sucesso para a operação, porém antes de efetivá-la.



Fluxo de análises – PRÉ-OPERAÇÃO

Uma vez que, parafraseando Peter F. Drucker, mais cedo ou mais tarde todo planejamento deve degenerar em algum tipo de ação, o **Capítulo 4** trata das ações a serem tomadas no período de integração, para assegurar a obtenção dos ganhos decorrentes das sinergias previstas nas etapas de planejamento.

Sendo esta uma das fases mais importantes, senão a mais importante para a criação de efetivo valor para os acionistas, esta fase foi dividida em quatro focos de ação, para que a integração ocorra a partir de uma perspectiva integrada. O diagrama apresentado a seguir e detalhado no Capítulo 4 nos dá uma melhor idéia desta estrutura:



Diagrama dos elementos da integração – PÓS-OPERAÇÃO

A verificação da captura de sinergias apresentadas no trabalho é feita através de evidências de mercado, mostradas no **Capítulo 5**, através de alguns exemplos de operações ocorridas e o valor gerado em cada uma delas. Finalmente, as conclusões para o trabalho são apresentadas no **Capítulo 6**, juntamente com proposta para continuação do estudo.

## **2 - PORQUE E COMO OCORREM AS FUSÕES E AQUISIÇÕES**

O objetivo do presente capítulo é de elucidar os fatores que motivam as operações de fusões e aquisições, como a geração de valor econômico para os acionistas, assim como as possíveis fontes de sinergia que favorecem a captura destes valores. Neste sentido, propomos uma metodologia de análise dividida em quatro subcategorias, para as fontes de sinergia.

Uma vez explicado o “porque”, a seção seguinte permite o entendimento do “como” ocorrem as operações, analisando-se os três principais tipos de fusões e aquisições. Antes, porém, contextuamos as operações no ambiente externo e possíveis influências que podem sofrer de caráter político e econômico.

### **2.1 - Influências políticas e econômicas em fusões e aquisições**

Fusões e aquisições, bem como desinvestimentos (*divestitures*) são eventos freqüentemente influenciados pelas circunstâncias políticas e econômicas presentes, que determinam para um dado momento o tipo e o extensão dos conglomerados empresariais aceitos pela sociedade. O primeiro exemplo deste fato remonta já ao primeiro capitalista da história do Brasil: o Visconde de Mauá, conforme narrado por CALDEIRA (1995).

Os instrumentos políticos-jurídicos-legislativos e de política econômica são empregados tanto para incentivar como para coibir fusões, aquisições e desinvestimentos, conforme a percepção majoritária das partes interessadas, a saber: políticos, entidades sindicais, funcionários e consumidores.

Fusões, aquisições e mesmo cisões ou desinvestimentos são bem vistos quando existe a percepção de que a sociedade circundante se beneficiará da existência de umas poucas ou de várias empresas atuando em uma dada

indústria, e por outro lado são mal vistos quando venham em prejuízo da sociedade.

É importante notar que as mesmas forças que permitem a criação de grandes corporações são freqüentemente co-responsáveis pelos seus posteriores desmembramentos, como por exemplo no caso da Microsoft (JACKSON, 2000).

Os instrumentos político-jurídico-legislativos incluem a criação de agências supervisoras (tais como o Federal Trade Commission ou o CADE), limitações explicitadas em lei à atuação de um determinado número de empresas em um ramo de atividade (via cartas-patente por exemplo), e outros regulamentos.

É importante finalmente notar que, em geral, qualquer política econômica que procura o ajuste de uma ou outra variável na economia, cria resultados diversos nas várias indústrias, iniciando um processo de reestruturação que possibilita tanto corrigir possíveis distorções causadas como alcançar oportunidades anteriormente inexistentes.

Independentemente da fusão ou aquisição ter sido motivada como forma de compensação de mudanças no cenário econômico ou pela simples busca de eficiência e outros benefícios, estas envolverão os objetivos discutidos a seguir.

## 2.2 - Porque ocorrem as operações

Fusões e aquisições são fatos freqüentes em tal proporção que permitem diversos estudos estatísticos. Considerando-se de antemão que o objetivo maior de qualquer fusão ou aquisição seja a criação de valor econômico, existem cinco abordagens, apresentadas por WESTON e COPELAND (1995, p.682-690) que procuram explicar, e que são portanto utilizadas para justificar operações de fusão e aquisição:

- 1 - **Eficiência.** Esta corrente explicita que a aquisição de uma empresa que tenha um corpo gerencial de rendimento insatisfatório por outra empresa, a qual tenha um melhor corpo gerencial, fará elevar o nível de desempenho da empresa adquirida a pelo menos até os patamares da empresa compradora.
- 2 - **Informação.** As empresas alvo de aquisições estão sendo sub-avaliadas pelo mercado, em face à falta de informações importantes sobre as competências e recursos da mesma; a prospecção de informações prévia à oferta, e a disseminação de algumas destas informações no mercado, faria aumentar o valor de mercado das ações da empresa, e aumentaria a pressão dos investidores em se realizar totalmente o potencial da empresa.
- 3 - **Gerencialismo ou Problemas de Agência** (*Managerialism or Agency Problems*). Em corporações que se ressentem da falta de uma governância do conselho (*board governance*) mais forte e crítica sobre o desempenho da gerência, esta tenderia a se acomodar e exagerar na auto-indulgência com mordomias. Assim, a ameaça ou a concretização da compra de tal empresa por outra melhor gerida forçaria a gerência para fora de sua zona de conforto e traria uma melhoria no desempenho da empresa.

4 - **Poder de mercado.** Esta abordagem enfatiza os ganhos de escala como os principais objetivos a serem obtidos com uma fusão / aquisição; ou seja, o aumento do volume de produção pela combinação das capacidades das duas empresas traria sinergias de despesas significativas.

5 - **Impostos.** Empresas com créditos fiscais significativos, oriundos de perdas anteriores, poderiam ser agregadas à empresa resultante e estes créditos então utilizados para abater impostos devidos. Este cenário é particularmente atraente quando a empresa alvo vem saindo de um processo de concordata seguida de reestruturação, no qual as dívidas tenham sido equacionadas com base nos ativos, e que tenha grandes créditos fiscais oriundos de prejuízos anteriores.

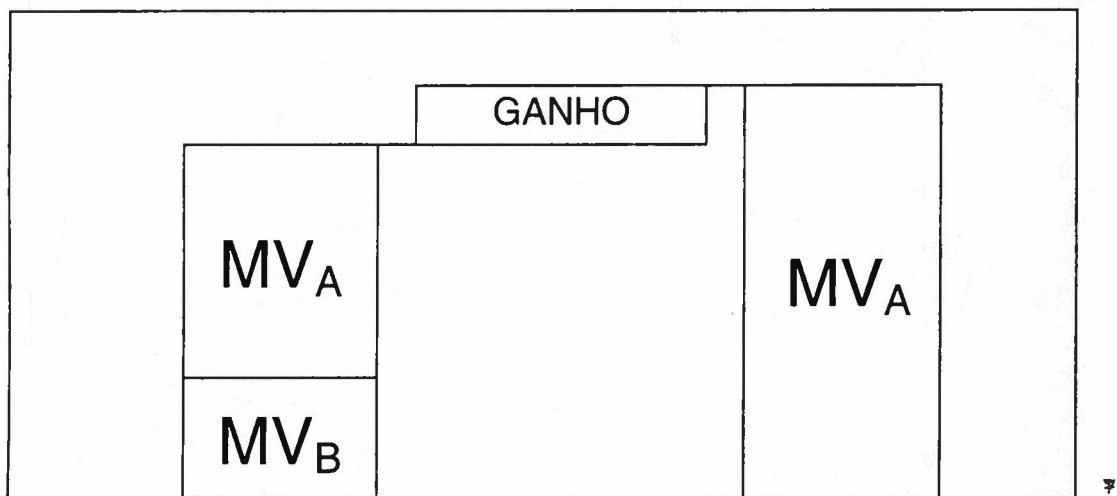
Uma sexta abordagem, proposta por Richard Roll, explica uma motivação não racional para as operações de fusões e aquisições. Obviamente, estas seis dimensões podem ocorrer em maior ou menor grau de forma integrada entre elas.

6 - **Hubris.** Esta teoria (conforme MOITINHO e SILVA,2000), propõe que parte da motivação para as operações de fusão / aquisição é decorrente da necessidade de satisfação dos egos dos diretores de empresas. Entendemos que a mensuração do prêmio pago para a aquisição de uma empresa em relação às sinergias esperadas é um indicador irrefutável sobre a sabedoria daqueles que conduzem os processos de fusão / aquisição.

### 2.2.1 - A geração de valor econômico

A geração de efetivo valor econômico em uma fusão ou aquisição se dá quando os ganhos obtidos superam os custos da operação, como já proposto por BREALEY e MYERS (1996, p. 914-916).

#### Ganhos



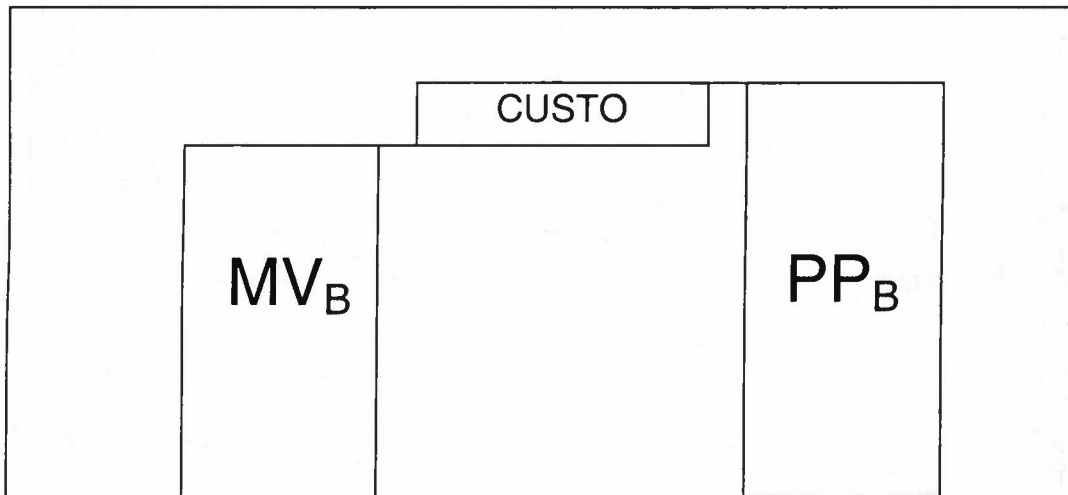
onde:

**MV** = valor de mercado ;

**MV<sub>AB</sub>** = valor de mercado para a situação final

**MV<sub>A</sub>** e **MV<sub>B</sub>** = valor de mercado para as empresas em separado.

## Custos



onde: **MV** = valor de mercado e **PP** = preço de aquisição

Esta geração de valor econômico está intimamente relacionada, por um lado, aos ganhos a serem obtidos pela sinergia entre as duas empresas, e por outro lado pela forma como transcorrem as negociações para a fusão, entre outras coisas, como já demonstrado no trabalho acima citado:

**Valor = ganho - custo**

ou

$$\text{Valor} = [MV_{AB} - (MV_A + MV_B)] - [(PP_B - MV_B)]$$

onde  $[MV_{AB} - (MV_A + MV_B)]$  representa o ganho a ser atingido com a fusão / aquisição e  $[(PP_B - MV_B)]$  o custo da aquisição.

Da equação acima, vemos que torna-se imprescindível uma correta estimativa de  $MV_{AB}$ , ou seja, o valor de mercado das empresas operando em conjunto, refletindo todas as possíveis capturas de sinergias, sejam elas nas receitas, nas despesas ou outras formas exploradas na seguinte seção.



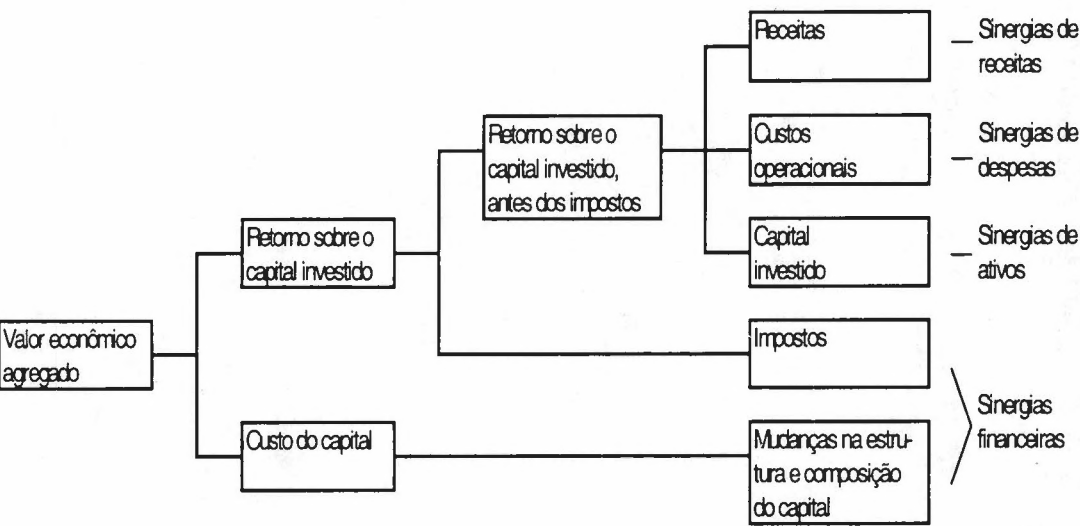
De fato, uma incorreta avaliação de  $MV_{AB}$ , pode levar a problemas futuros pois o termo  $[MV_{AB} - (MV_A + MV_B)]$  pode resultar em ser menor que o CUSTO, não justificando racionalmente a operação. Portanto, a captura das sinergias planejadas torna-se “vital” para a geração de valor nas operações.

2.2.2 - Fontes de sinergias

O termo sinergia é mais freqüentemente associado com ciências físicas do que com economia ou finanças. Refere-se ao tipo de reação que ocorre quando duas substâncias ou fatores são combinados para produzir um efeito maior do que o causado pela soma das duas operações independentes. Em termos econômicos isto pressupõe a habilidade de uma corporação em ser mais lucrativa e geradora de valor do que as firmas que foram combinadas, em termos individuais.

Sinergias de receitas, de despesas, de ativos e financeiras

Conforme mencionado na seção anterior, a geração de valor econômico em uma operação de fusão ou aquisição está intimamente ligada à captura de sinergias, que para efeito de análise, serão divididas em quatro categorias. O esquema abaixo nos dá uma idéia de quais são elas:



Ou seja,

$$\text{EVA} = \text{Capital Investido} * (\text{ROIC-WACC})$$

### Sinergias de receitas

As sinergias de receitas ocorrem quando a combinação das duas empresas produz uma alteração na forma de distribuição e comercialização tal que os produtos da nova empresa passam a prover uma receita superior.

Se:

$$R_A = \sum \text{Punit}_A \cdot Q_A \quad \text{e} \quad R_B = \sum \text{Punit}_B \cdot Q_B, \text{ então}$$

$$R_{AB} = \sum \text{Punit}_A \cdot Q_A + \sum \text{Punit}_B \cdot Q_B \pm \sum \text{Punit}_A \cdot Q_{A(B)} \pm \sum \text{Punit}_B \cdot Q_{B(A)}$$

onde:

$R_A$  - Receita do produto A

$R_B$  - Receita do produto B

$\text{Punit}_A$  - Preço unitário do produto A

$\text{Punit}_B$  - Preço unitário do produto B

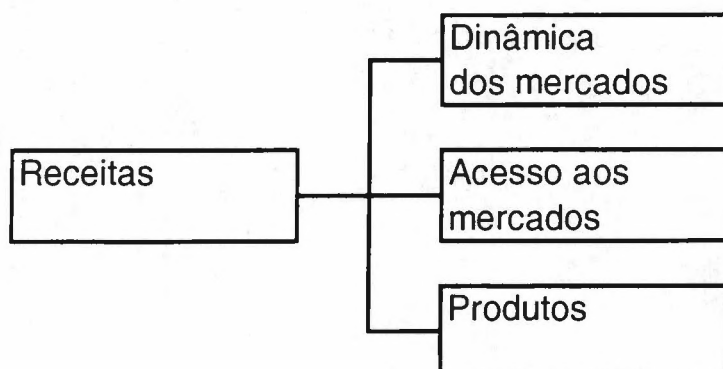
$Q$  - Volume de vendas de cada produto

$Q_{A(B)}$  - Volume de vendas do produto A sob a influência de B (aumento nas vendas)

$Q_{B(A)}$  - Volume de vendas do produto B sob a influência de A (aumento nas vendas)

Uma fusão que teve como grande geração de valor baseada na captura deste tipo de sinergia é aquela que criou a Ambev (OLIVEIRA et. al., 2000), onde a liderança em cervejas da Brahma + Skol passou a ser complementada pela liderança da Antarctica no mercado de refrigerantes não-cola.

Este tipo de sinergia pode ser explorada através das seguintes dimensões:



#### ***Exploração da dinâmica dos mercados:***

- Racionalização das políticas de preços, eliminando descontos não necessários. No caso da Ambev, esta sinergia não pôde ser contabilizada devido a pressões públicas, receosas de práticas monopolistas, e mais especificamente no mercado de refrigerantes, devido ao ataque dos refrigerantes genéricos (tubainas) aos de primeira linha;
- Racionalização da distribuição e coordenação dos distribuidores, aumentando seu poder de barganha junto aos clientes. A fusão Brahma-Antarctica permite fazer frente à pressão dos grandes grupos do varejo (Carrefour, Pão de Açúcar, etc.);
- Promoção e estabelecimento de um padrão de referência para o mercado, naquelas indústrias influenciadas pelo estabelecimento de padrões, tais como telecomunicações, eletroeletrônicos, informática, etc. (*WEB Economy*). Não foi explorado no caso da Ambev, por não ser aplicável.

### ***Acesso aos mercados:***

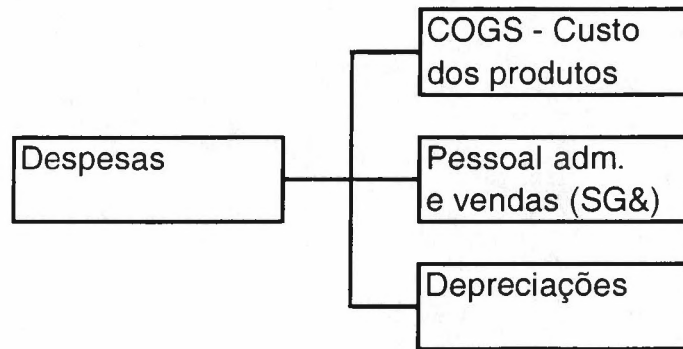
- Entrada em novos mercados e novos segmentos. Não foi explorado no caso da Ambev, por não ser aplicável dentro da atual concepção da empresa;
- Aumento mútuo das áreas geográficas onde os produtos são distribuídos - no caso em que as empresas não atuem nos mesmos mercados. Graças ao acordo da Brahma com a Pepsi-Cola os refrigerantes Antarctica passam a ter maior acesso a mercados como o norte-americano;
- Exploração dos relacionamentos preexistentes com os consumidores. Não foi explorado no caso da Ambev, para não ferir susceptibilidades do público consumidor.

### ***Produtos:***

- Racionalização e complementação das linhas de produtos. Este processo está, ao que se sabe, em andamento no caso Ambev;
- Alavancagem das marcas. Não foi explorado no caso da Ambev, por não ser aplicável nesta conjuntura competitiva;
- Novos produtos / serviços. Não foi evidenciado até esta data, no caso Ambev.

### **Sinergias de despesas**

As sinergias de despesas ocorrem quando a combinação das duas empresas oferece potencial para a redução de alguns custos, tais como:



- **COGS (*Cost of Goods Sold*) ou Custo dos Produtos Vendidos** - Grandes sinergias de despesas são comumente encontradas nesta área, em virtude de:
  - ♦ Aumento do poder de negociação com os fornecedores;
  - ♦ Aumentos da eficácia operacional devido à implementação de melhores práticas e trocas de experiências;
  - ♦ Maior utilização dos ativos (vide também sinergias de ativos);
- **SG&A (*Sales, General & Administrative*) ou Vendas, Geral e Administrativa** - O *overhead* da empresa combinada também pode ser significativamente reduzido pela eliminação de funções redundantes (*overlap*). Pessoal de vendas pode ser reduzido principalmente em integrações verticais, porém mesmo em integrações horizontais (explorado na próxima seção) ganhos expressivos podem ser obtidos. Outras funções gerais e administrativas também podem ter seu quadro reduzido, desde que isto não implique em perda de flexibilidade / agilidade, o que é uma consideração importante quando a empresa combinada tiver filiais em locais distantes:
  - ♦ Diretoria;
  - ♦ Planejamento Estratégico;
  - ♦ Marketing;
  - ♦ Pesquisa e Desenvolvimento;

- ♦ Recursos Humanos;
  - ♦ Financeiro;
  - ♦ Jurídico;
  - ♦ Tecnologia da Informação;
  - ♦ Qualidade
- **Depreciações.** A avaliação de quais ativos manter e quais eventualmente vender deve ser considerada, tanto do ponto de vista de alocação do capital (sinergias de ativos) como de eventuais créditos e incentivos fiscais (sinergias financeiras), e apropriadamente quantificada.

### **Sinergias de ativos**

As sinergias de ativos referem-se à otimização do uso dos ativos existentes na empresa combinada, que se refletem diretamente nos custos unitários médios. Isto pode ocorrer sempre que os volumes de produção das duas empresas apresentem variações não correlacionadas. Este tipo de sinergia é mais intensamente buscado em empresas sujeitas a fortes oscilações na carga de trabalho, como por exemplo na fabricação de equipamentos sob encomenda, ou ainda na geração de energia elétrica.

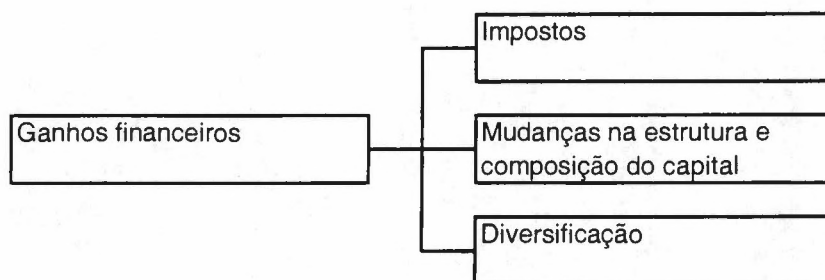
Este tipo de sinergia pode ser obtido de duas formas: pela racionalização dos ativos existentes, com a conseqüente venda de ativos sub-utilizados, ou pela redução de outros ativos, tais como capital de giro e estoques em processo.

Deve ser investigada ainda a possibilidade de haver um valor prêmio a ser obtido pela venda de linhas de negócio que não mais se enquadrem na estratégia da nova empresa. Esta foi uma possibilidade largamente explorada durante os LBOs (*leverage buy outs*) praticados nos EUA no final da década de

1980, e não deve ser descartada, conforme BREALEY e MYERS (1996, p. 938-939).

## Sinergias financeiras

As sinergias financeiras ocorrem em três vertentes:



- **Impostos:** A possibilidade de se utilizar créditos fiscais e uma engenharia fiscal objetivando transferir a apuração de lucros para locais onde se pague menos impostos são os dois principais meios de se obter sinergias fiscais;
- **Estrutura e composição do capital:** Duas formas correntes são o aumento do acesso a capitais mais baratos, pelo menor risco da empresa combinada, e pela utilização otimizada da capacidade de endividamento.
- **Diversificação:** Objetivando a estabilização dos fluxos de caixa no tempo.

## Riscos associados à captura de sinergias

Os riscos associados à captura de sinergias também devem ser considerados na avaliação da viabilidade da operação de fusão / aquisição, e apropriadamente quantificados.

Exemplos de riscos associados são:

(a) - Quanto às sinergias de receitas:

- Intervenção de órgão regulamentador obrigando à retirada do mercado ou venda de produto(s) com expressiva participação - ex.: caso **Kolynos**;
- Canibalização da linha de produtos;
- Conflitos com os distribuidores, levando a quedas nas vendas;
- Descaracterização dos produtos frente aos consumidores tradicionais, com a destruição de *brand equity* (valor da marca).

(b) - Quanto às sinergias de despesas:

- Despesas rescisórias extraordinárias e outras perdas, causadas por resistências dos empregados afetados (greves, vandalismo, etc.);
- Despesas extraordinárias causadas por atrasos imprevistos na execução do plano de integração.

(c) - Quanto às sinergias de ativos:

- Despesas extraordinárias para o descomissionamento / venda de ativos redundantes / sub-utilizados;
- Risco de não se conseguir vender determinados ativos;



- Perdas de produção decorrentes da falta de familiaridade com os novos procedimentos operacionais a serem adotados.

(d) - Quanto às sinergias financeiras:

- Perda de incentivos fiscais / multas em decorrência do fechamento de plantas industriais;

Após listar todos os riscos identificados, deve-se classificá-los com o objetivo de auxiliar na quantificação dos riscos. Uma estrutura para classificação é útil para que os diversos riscos sejam valorizados congruentemente. Um exemplo de estrutura é o dado abaixo:

- a) **Alto Risco:** A maior parte das variáveis não pode ser influenciada ou controlada pelas empresas envolvidas, ou estas são desconhecidas / muito difíceis de se avaliar;
- b) **Médio Risco:** Uma parte significativa das variáveis envolvidas pode ser influenciada ou controlada, ou pode ser conhecida com alguma antecedência;
- c) **Baixo Risco:** A quase totalidade das variáveis envolvidas pode ser influenciada ou controlada.

Estas classificações de risco podem ser utilizadas para quantificar o valor gerado pela fusão / aquisição em diversos cenários.

### 2.2.3 - Quantificação das fontes de sinergia

A quantificação das fontes de sinergia é realizada a cada passo do processo de fusão/aquisição, porém em detalhe cada vez maior à medida que mais informações passam a ser conhecidas:

- A - No estágio de identificação de candidatos à incorporação / fusão, com base em informações publicamente disponíveis;
- B - Após o anúncio de intenções, com base em dados internos preliminares;
- C - Durante o diligenciamento;
- D - Após a concretização da operação.

A identificação de sinergias potenciais deve ocorrer em paralelo com a identificação de passivos ocultos (trabalhistas, previdenciários, fiscais, ambientais, etc.).

Com base nestas informações e nos riscos levantados e quantificados (ver 2.2.4 abaixo) se quantifica as variações incrementais dos fluxos de caixa, com base por exemplo no modelo a seguir:

$$\text{Valor das sinergias} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+WACC)^i} - \frac{CF_{n+1}}{(WACC-g) * (1+WACC)^n} - I$$

onde:

- $CF_i$  - é o valor dos fluxos de caixas incrementais até o ano limite  $n$  (para efeito da avaliação) - função dos tamanhos das sinergias, custo da captura, e cronograma de captura;
- WACC - custo ponderado do capital;
- $g$  - crescimento esperado das sinergias (não é o crescimento esperado da empresa);
- $I$  - Investimento inicial e custos requeridos para a captura das sinergias.

#### **2.2.4 - Quantificação dos riscos associados**

À quantificação do valor das sinergias devem ser comparadas aos estimadores dos riscos associados, conforme levantados em 2.2.2.

Uma média ponderada dos valores envolvidos para cada cenário de cada risco serve como um bom estimador do risco total incorrido, tal como exemplificado em 3.4.1 (3).

#### **2.2.5 - Outras fontes de sinergia**

O capital e os ativos materiais não são os únicos ativos de que uma empresa dispõe. Outras fontes de sinergia podem ser encontradas com relativa frequência, e aproveitadas em benefício da empresa resultante da fusão / aquisição.

As questões abaixo nos ajudariam a identificar em cada dimensão proposta quais seriam os aspectos relevantes a serem observados quando analisamos uma operação de fusão e aquisição e que poderiam gerar valor através de outras formas de sinergias.

## **A - Qualificações: capacidades, tecnologia, conhecimentos específicos, relações estratégicas**

### ***Capacidades***

- Em quê somos melhores que o resto da indústria ?
- Quais técnicas operacionais próprias poderemos aplicar a outras empresas ?
- Em quê somos piores que o resto da indústria, e poderemos adquirir as capacidades necessárias ?
- Quem são os melhores da categoria da indústria, e o que podemos aprender deles ?

### ***Tecnologia***

- Quais melhorias de produto não podemos fazer por falta de tecnologia ?
- Quais empresas tem tecnologias que poderiam reduzir o tempo de desenvolvimento do produto ou reduzir custos de produção ?
- Quais são os maiores desafios tecnológicos percebidos pelo nosso grupo de P&D ?

### ***Conhecimentos específicos***

- Em quais mercados locais o nosso nível de conhecimento é pior que o dos competidores ?
- Em quais mercados locais o nosso nível de conhecimento é superior ao dos competidores ?
- Quais outras empresas dispõem de informações melhores sobre os nossos clientes do que nós ?
- Temos informações sobre clientes que seriam de alto valor para outras empresas ?

### ***Relações estratégicas***

- Quais outras empresas dispõem de relações valiosas para nós ?
- Temos relações que seriam de alto valor para outras empresas ?
- Quais relações valiosas não temos tido capacidade para construir e o quê é que nos falta ?

## **B - Valor ao consumidor: Produtos e serviços, canais de distribuição e mercados**

### ***Produtos e serviços***

- Quais produtos poderíamos oferecer em conjunto para incrementar o valor atribuído pelo cliente ?
- Quais novas funções nossos clientes gostariam de ter ?
- Que serviços poderíamos agregar a nossos produtos ?
- Que produtos poderíamos agregar a nossos serviços ?

### ***Canais de distribuição***

- Que outros produtos poderíamos vender através de nossos canais ?
- Através de quais canais de distribuição gostaríamos de vender nossos produtos ?
- O quê poderíamos fazer para tornar a nossa força de vendas ou parceiros para distribuição mais eficazes ?

### ***Mercados***

- Que outros produtos poderíamos vender aos nossos clientes ?
- Quem tem os clientes para os quais gostaríamos de vender nossos produtos ?
- Para quais localidades desejaríamos nos expandir, e quem seriam os principais concorrentes nestes lugares ?

- Quais outras empresas desejariam se instalar nas localidades onde somos fortes ?

### **C - Processos: Elementos do modelo de negócios, elementos de inter-relacionamento do sistema**

#### ***Elementos do modelo de negócios***

- Que parte do nosso negócio é mais forte que a de nossos concorrentes?
- Que parte do nosso negócio é mais fraca que a de nossos concorrentes?
- Quais empresas tem sistemas de negócio fundamentalmente diferentes, e como poderíamos alavancá-los ?

#### ***Elementos de inter-relacionamento do sistema***

- Que ligações no nosso sistema de negócio são mais fortes que a de nossos concorrentes ?
- Que ligações no nosso sistema de negócio são mais fracas que a de nossos concorrentes ?
- Que empresas poderíamos adquirir para fazer o nosso fluxo de trabalho se tornar mais eficiente ?

### **2.3 - Como ocorrem as operações**

Na presente seção, procura-se apresentar as formas mais comuns de fusões e aquisições e suas implicações para a estrutura da indústria como um todo. Também é o objetivo discutir os determinantes e motivos operacionais,

econômicos e financeiros destas táticas de reestruturação industrial para compreender a razão da ocorrência de fusões e aquisições.

### **2.3.1 - Integração horizontal**

A integração horizontal é um movimento caracterizado pela integração de duas empresas operantes no mesmo ramo de negócios, cujos produtos ou serviços oferecidos possuem características similares.

A integração horizontal tende a ocorrer com mais frequência nas seguintes situações:

#### ***Sinergias de Receitas***

- Quando a venda de produtos complementares (*line extensions*) puder ser alavancada sob uma marca forte, por exemplo: ABB Automation (robotização e automação industrial), Alstom (divisão de geração de energia), Voith (geração de energia hidroelétrica e máquinas para papel); Schuler Pressen (prensas e equipamentos de entrada e saída para prensas), Microsoft (diversos aplicativos adquiridos com as respectivas empresas e renomeados), etc.
- Quando houver a necessidade de se consolidar os participantes de uma indústria, para fazer frente a uma ameaça competitiva (manter participação), por exemplo: Ambev, Boeing-McDonnell-Douglas; Time-Warner, etc.
- Entrada em novos segmentos do mercado e novas localidades geográficas, por exemplo: Daimler-Chrysler, todas as grandes empresas de telecomunicações (AT&T, Sprint, BT, Telefonica, Deutsche Telekom), maior parte das grandes *dot-coms* (Terra Networks, PSINet, El Sitio, MSN, etc.).

### ***Sinergias de Despesas***

- Diminuição dos custos de produção pelo aumento de escala como por exemplo: a maior parte de fusões e aquisições no setor automobilístico;
- Diminuição de *overhead*: Autolatina é um exemplo.

### ***Sinergias de Ativos e Financeiras***

- Sem significado específico neste tipo de operação; são aplicáveis como de resto a quaisquer operações de fusão e aquisição.

#### **2.3.2 - Integração vertical**

Há outro método além de integração horizontal que permite o redimensionamento do tamanho e direcionamento do crescimento da empresa. Esta se dá por crescimento vertical ou, mais especificamente, pela extensão da produção via integração de etapas e processos anteriores ou posteriores da cadeia de valor. Basicamente, os movimentos de integração vertical visam à aproximação de empresas, via aquisição ou fusão de firmas, até fontes de matéria prima e insumos ou o consumidor final.

As combinações verticais “para frente” (na cadeia de valor) são caracterizadas pelo movimento na direção de consumidores finais, através de ampliação de canais de distribuição e expansão de etapas mais adiantadas da cadeia de valor. A incorporação de uma companhia com forte capacidade comercial e um amplo conhecimento de marketing ou mesmo possuidora de certa reputação varejista é a escolha mais comum para outras firmas estenderem suas atividades para mercados de consumo final.



Embora este seja o caminho natural, a verticalização “para frente” não envolve necessariamente o contato direto com o consumidor final, mas implica simplesmente na aproximação a este mercado. Como exemplo, uma empresa produtora de fios têxteis destinados a atender a demanda de tecidos em geral, decide expandir seu campo de atuação junto ao segmento de tecelagem. Tais produtos podem tanto ser usados como artigos de consumo final quanto como insumos para uma confecção de peças de vestuário.

Na direção oposta, empresas podem integrar-se “para trás” (na cadeia de valor), adquirindo firmas cujas atividades operacionais compreendem qualquer estágio prévio da cadeia produtiva. Fornecedores de matéria prima, os produtores de insumos ou partes componentes são os possíveis alvos deste tipo de combinação vertical.

Em linhas gerais, há algumas razões para firmas se integrarem verticalmente, seja para trás ou para frente. Algumas economias, tanto operacionais como administrativas, podem ser obtidas via este tipo de integração.

Mais especificamente, estas economias fazem com que uma firma integrada possa executar uma série de sucessivas funções produtivas mais eficientemente que um número de empresas individuais, cada uma das quais executando uma única atividade.

As economias de integração vertical são especialmente aparentes em situações onde os processos tecnológicos complementares podem ser trazidos para uma mesma planta industrial. Nesses casos, as sinergias operacionais são muito claras, no sentido que grande parte das tarefas podem ser realizadas de forma compartilhada e outras podem mesmo ser dispensadas.

Em outros casos, onde a firma procede tarefas tecnologicamente distintas que não possam ser agrupadas em uma mesma unidade industrial, tais como a

produção de componentes de uma máquina, montagem da máquina e distribuição da mesma, as economias surgem da melhoria de coordenação dos níveis de produção nestes estágios da cadeia produtiva.

Os resultados atribuídos a estas melhoras de coordenação são verificados pela redução de estoques, eliminação de gastos com transporte de produtos resultantes de transações de compra e venda, entre uma e outra fase do processo produtivo, equalização de gastos com contratação de pessoal e propaganda e ainda ganhos peculiares de integrações verticais tal como a eliminação das margens e lucros em excesso, pagos corriqueiramente a fornecedores ou intermediários de vendas. A integração vertical tende a ocorrer com frequência nas seguintes situações:

### ***Sinergias de Receitas***

- Quando se busca dominar toda a cadeia de valor agregado para uma indústria, como apresentado por GADIESH e GILBERT (1998, p,149 - 162).

### ***Sinergias de Despesas***

- Diminuição do desperdício de subprodutos; por exemplo.: indústria química e petroquímica.

### ***Sinergias de Ativos e Financeiras***

- Sem significado específico neste tipo de operação; são aplicáveis como de resto a quaisquer operações de fusão e aquisição.

### 2.3.3 - Aquisição conglomerada

As aquisições conglomeradas se caracterizam por agregarem empresas que não atuam nas mesmas indústrias nem nas mesmas cadeias de valor. Ocorrem mais freqüentemente quando empresas com excesso de caixa se encontram impedidas de buscar novas aquisições dentro da mesma indústria, por força da legislação anti-truste; esta situação deixa a direção de tais empresas em uma situação delicada, onde são vítimas de seu próprio sucesso. Neste sentido, duas alternativas se apresentam para tais empresas:

- **Alternativa 1:** Recompra de ações ou distribuição de dividendos em excesso - não é uma boa alternativa, pois de qualquer maneira tenderia a reduzir o valor da empresa;
- **Alternativa 2:** Investimentos em negócios não-correlacionados - arriscada, ao se dispende dinheiro com negócios nos quais não se tem experiência.

A experiência recente (COPELAND e ANSLINGER, 1996) demonstra que desde que algumas regras sejam seguidas, esta segunda alternativa não somente é viável como eficaz na criação de valor para os acionistas. ¶

Quanto às sinergias, a aquisição conglomerada se caracteriza pelo único tipo de sinergia buscado, que é o financeiro, com as contribuições fiscais e de fluxo de caixa para a melhoria do resultado da empresa-mãe.

### **3 - FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO PRÉ-OPERAÇÃO**

O objetivo do presente capítulo é discutir os fatores críticos de sucesso em fusões e aquisições. Um segundo objetivo seria o de focalizar o papel da cultura interagindo com estes processos.

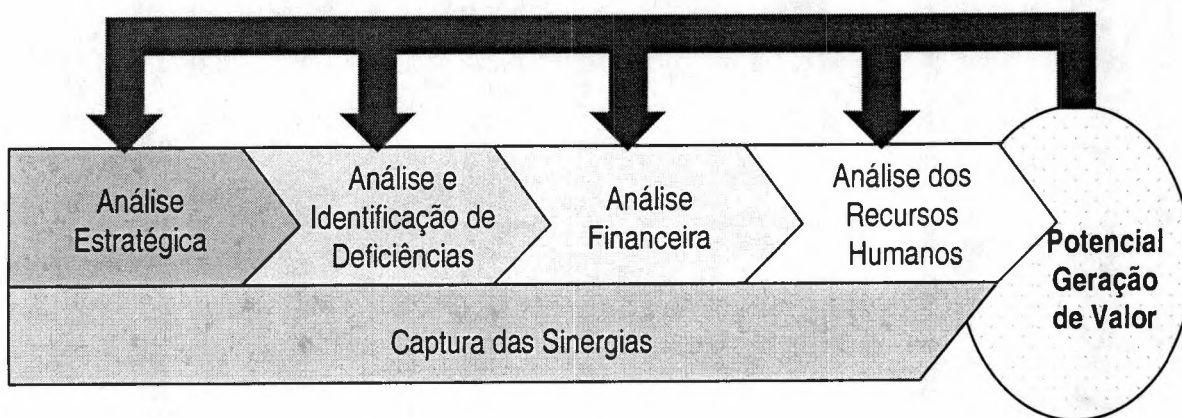
Definiremos sucesso nas operações de fusão / aquisição, como sendo a consecução dos objetivos explícitos que se utiliza para justificar tal tipo de operação, derivados do objetivo primeiro de aumento do valor econômico para o acionista, quais sejam: aumento das receitas, aumento ou manutenção das margens sobre as vendas, diminuição relativa das despesas, diminuição relativa dos ativos imobilizados, diminuição do custo ponderado do capital (WACC), e outros.

De modo geral, a operacionalização de fusões e aquisições é uma tarefa muito trabalhosa, e requer uma imensa dedicação de pessoal altamente capacitado durante um determinado período de tempo; e mais particularmente quando as empresas a serem integradas possuem culturas marcadamente diferentes isto se torna um imenso desafio para todos os envolvidos. A utilização de parâmetros financeiros como os acima mencionados ajuda a manter o alinhamento e a motivação da equipe de executivos envolvida no processo. ¶

Torna-se claro portanto que, para se definir objetivos para os indicadores acima é necessário que sejam realizadas adequadas análises e planejamentos referentes aos principais elementos de um negócio, e que estas análises e os respectivos planejamentos sejam elaborados com a participação dos principais executivos envolvidos na sua implementação.

### 3.1 - Análises prévias à operação

Para que as sinergias de uma operação de fusão / aquisição sejam capturadas adequadamente, é necessário que elas sejam identificadas, que sejam estabelecidos planos apropriadamente avaliados para que as ações necessárias sejam implementadas, e que sejam previstas as principais dificuldades e contingências a serem encontradas. O modelo abaixo nos dá uma idéia de como abordar este problema:

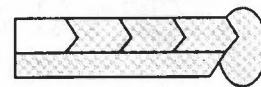


Ou seja, a captura das sinergias como meio de geração de valor econômico deve estar alicerçada na análise dos principais elementos do negócio, na identificação das deficiências em relação a estes mesmos elementos, na análise do resultado financeiro, e na análise dos recursos humanos envolvidos.

Alternativamente discutimos em 3.7 as regras de Drucker para uma operação de fusão ou aquisição.

**Observações:** (1) - Propomos aqui uma análise top-down; outras formas podem ser adotadas;

(2) - O esquema citado é recursivo - após todas as análises terem sido realizadas, deve-se repassar cada uma delas com base nos resultados de todas as análises, e convém revisita-las durante e após o período de integração.



### 3.2 - Análise estratégica

O objetivo da análise estratégica, como apresentada abaixo, é examinar sob o ponto de vista do processo de planejamento estratégico o resultado da união das duas empresas.

É bom notar que não estamos nos referindo ao assim chamado *strategic fit* (encaixe estratégico), que deve ser necessariamente avaliado antes da aquisição, mas sim a algo mais detalhado, somente possível de ser feito após o processo ter sido iniciado e existir a disponibilidade de informações sobre ambas as empresas.

O foco desta seção não é descrever as diversas abordagens para a análise estratégica que uma empresa pode adotar, mas sim elucidar algumas questões chaves estratégicas para o sucesso da operação.

Com o objetivo de avaliar o alinhamento estratégico das organizações, a equipe de análise deve procurar responder uma série de perguntas e desenvolver algumas análises, como as enunciadas por WESTON et. al. (1998, p. 464):

#### **1 - Quais são os desafios revolucionários e as oportunidades potencialmente acessíveis à empresa combinada ?**

Os desafios e oportunidades podem incluir, por exemplo, a oportunidade de mudar as regras do jogo no mercado onde competimos. Exemplo sobre este tipo de assunto, conforme descrito nos meios jornalísticos especializados (LEIBOVITCH, 2000):



**Aquisição da Star Division pela Sun Microsystems** - A Sun está buscando neste momento mudar o paradigma do mercado de programas aplicativos para escritório, ao oferecer gratuitamente um produto (Star Office) equivalente ao líder de mercado (Microsoft Office), buscando assim simultaneamente alavancar a venda de seus computadores servidores de rede e desestabilizar um forte concorrente.

Mantém ainda a opção estratégica de poder, no futuro, introduzir uma tecnologia baseada em portais de Internet, onde o uso dos aplicativos por empresas poderia ser cobrado com base na sua efetiva utilização.

## **2 - Quais são as mudanças atuais ou previsíveis nos ambientes - competitivo, tecnológico e político ?**

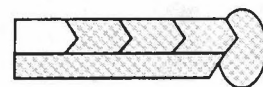
Mudanças nos ambientes onde a empresa combinada operará, atuais ou previsíveis, devem ser apropriadamente analisadas, uma vez que tanto podem ensejar oportunidades como ameaças. Estas mudanças podem incluir também aspectos regulatórios ou legais.

7

## **3 - Quais são as nossas capacidades e limitações ?**

Uma análise das capacidades e limitações, sob o prisma estratégico, deve incluir a habilidade ou capacidade de se influenciar corpos regulatórios ou legislativos, ONGs e a opinião pública, e outras capacidades similares. Não é escopo deste passo do trabalho uma análise detalhada das capacidades operacionais da empresa combinada.





#### **4 - Quais são as expectativas das partes envolvidas ?**

Conforme já relatado no início do capítulo 2, as partes envolvidas tem uma influência sobre a constituição e a operação da empresa combinada, variando desde preocupações sobre cartelização até níveis de emprego e rentabilidade.

Estas expectativas deverão ser analisadas de forma a, no devido momento, serem conforme necessário empregadas em um plano de relações públicas, conforme o exemplo praticado pela Ambev nos meios de comunicação, em resposta à campanha defensiva desencadeada pela direção da Kaiser.

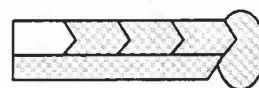
#### **5 - Analisar a companhia combinada em relação a competidores, indústrias e economias.**

Este tipo de análise visa a evitar problemas futuros em relação a órgãos regulamentadores, ao se avaliar as perspectivas dos competidores a médio e longo prazo, e às indústrias e às economias onde se atuará.

#### **6 - Analisar as relações com fornecedores de ambas as empresas**

A forma de relacionamento, e os quadros de fornecedores de ambas as empresas devem ser analisados, buscando-se identificar estratégias e políticas conflitantes.





## **7 - Analisar as relações com empresas complementares**

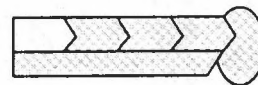
As relações com parceiros e outros tipos de empresas complementares também devem ser analisadas, fora do escopo cliente-fornecedor. Parcerias estratégicas das empresas constituintes, com empresas que sejam concorrentes entre si, serão um problema a mais a ser resolvido.

## **8 - Formular missões, objetivos e metas**

Este passo é particularmente importante, pois ensaia a articulação da visão de futuro da empresa combinada. A existência de uma ou mais missões definidas e adequadamente comunicadas através da organização, serve como instrumento ao mesmo tempo apaziguador de ansiedades e energizador. Objetivos e metas claramente definidos serão ainda mais valiosos, ao definir pontos de referência válidos para o curto e médio prazos para os empregados e acionistas (discutido no capítulo 4).

## **9 - Desenvolver sensibilidade a possíveis mudanças críticas**

A cultura das empresas é um elementantíssimo em qualquer operação de fusão e aquisição. Neste momento o passo mais importante é desenvolver sensibilidade com relação a determinados elementos da cultura (signos, símbolos, cerimônias, vocabulário, comportamentos, etc.) da “outra” empresa, para futuramente se determinar a viabilidade de algumas mudanças críticas que se façam necessárias.



## **10 -Formular medições internas de desempenho da organização**

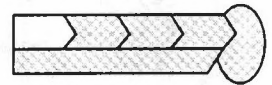
Um dos determinantes mais fortes no comportamento das organizações é a forma como elas são medidas e avaliadas. A formulação dos indicadores de desempenho assim como sua aplicação podem direcionar as pessoas para atingir objetivos claros.

Freqüentemente a imposição de novas fórmulas para a medição do desempenho, ainda que diferindo sutilmente das praticadas habitualmente, traz choques e incertezas sobre a melhor maneira de se proceder. Ainda assim, indicadores de desempenho claros com objetivos explícitos servem para se manter um aspecto meritocrático de justiça interna, para que os funcionários não se sintam injustiçados face ao pessoal da “outra” firma. Obviamente a utilidade básica dos indicadores como instrumentos gerenciais para a obtenção dos ganhos sinérgicos, são também objetivos principais da aplicação dos mesmos.

## **11 -Formular estratégias de longo e curto prazo**

7

O desafio aqui não somente é formular as estratégias, mas fazê-lo de forma que haja aceitação dos corpos gerenciais oriundos de ambas as empresas. À semelhança da missão, as estratégias tem um valor norteador muito importante durante a fase de integração.

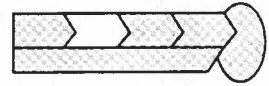


## **12 - Analisar os fluxos de informações e ciclos de retroalimentação**

Fluxos de informações são vitais para o bom funcionamento da empresa combinada, não somente do ponto de vista das pessoas que nela trabalham, mas para que as sinergias sejam efetivamente alavancadas.

Sob este aspecto vale ainda ressaltar a importância de se avaliar neste item as políticas e padrões de TI (tecnologia de informação), por sua importância na manutenção das comunicações internas.

Os ciclos de retroalimentação serão particularmente úteis para se lidar com o lado humano das operações de fusão e aquisição, sem falar no fim básico destes ciclos de retroalimentação.



### 3.3 - Análise das deficiências

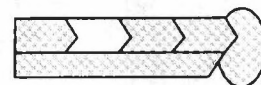
O propósito da análise das deficiências é identificar áreas que necessitam melhoramentos na empresa combinada, ou que podem (ou devem) ser vendidas a bem da organização como um todo, ou ainda que apresentem sobreposições entre as duas empresas. Para tanto os pontos abaixo devem ser observados conforme referenciados por WESTON et. al. (1998, p. 464-465):

#### 1 - Quais são as nossas fraquezas e onde é que temos de melhorar ?

O uso intensivo de *benchmarking* aqui é de alta valia, para evitar eventuais disputas de poder que estejam mais ou menos latentes. Embora freqüentemente um dos objetivos das operações de fusões e aquisições seja eliminar áreas de fraqueza (ou sobrepostas), é bom lembrar que a complementaridade nunca é perfeita.

#### 2 - Quais empresas podem nos ajudar e como podemos ajuda-las ?

Fusões e aquisições podem ser o momento ideal para se firmar novas parcerias com empresas que tenham interesses complementares, mesmo que tais empresas tenham uma participação das empresas em fusão.

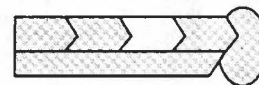


**3 - Como se poderia construir uma família de empresas que se suporte uma à outra ?**

A complementaridade das divisões das empresas em fusão pode dar origem a empresas competitivas em seu próprio direito, com aumento de valor para os acionistas.

Dois exemplos podem ser citados aqui: GM x EDS e Daimler-Chrysler x Debis; nos dois casos as empresas-mãe dispunham de divisões de TI com estruturas significativamente grandes, o que era uma consequência natural do estilo de administração predominante na GM e na Daimler respectivamente; com a terceirização destas atividades para empresas pertencentes ao mesmo grupo, não somente a empresa contratante se beneficiou da geração de valor advinda do aumento de foco nos negócios principais como as empresas contratadas passaram a dispor de massas críticas suficientes para garantir as respectivas existências como grandes empresas de TI.

7



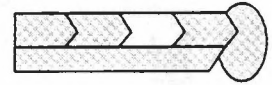
### 3.4 - Análise financeira

A análise financeira tem como objetivo quantificar a geração de valor econômico e analisar as fontes de financiamento necessárias para se concretizar a operação.

#### 3.4.1 - Quantificação dos valores econômicos

A quantificação dos valores econômicos compreende os passos abaixo; citamos os passos que consideramos necessários a título de orientação, porém as técnicas podem seguir os modelos detalhados por DAMODARAN (1996) ou similares:

- A - **Estimar os fluxos de caixa futuros de ambas as empresas em separado.** Este passo é necessário não somente para uma avaliação do valor econômico gerado pelo método dos fluxos de caixa descontados (DCF), mas também para que a partir de uma comparação da correlação dos fluxos de caixa em separado se estime os fatores de risco temporais a serem aplicados na quantificação.
- B - **Estimar as taxas de desconto a serem aplicados.** As taxas de desconto devem incluir as taxas de juros sem riscos a serem aplicadas, as quais são dependentes da estrutura de capitais da empresa consolidada, e os fatores de riscos a serem aplicados, tanto em função do nível de correlação entre os fluxos de caixa de ambas as empresas no tempo como da qualidade destes fluxos de caixa.



- C - **Reverificar as contribuições de cada tipo de sinergia.** De posse de um plano mais detalhado para a integração é possível estimar as contribuições incrementais para cada sinergia e os riscos a elas associados. Neste item, a quantificação das análises anteriormente descritas deve ocorrer.
- D - **Verificar os resultados da avaliação contra outras avaliações recentes, e contra avaliações da indústria.** Após ter realizado as estimativas citadas nos passos anteriores, é prudente verificar os resultados destas estimativas contra outras avaliações recentes, preferencialmente relativas a operações já realizadas, bem como em relação à indústria na qual a empresa se insere. Uma abordagem alternativa ainda é realizar avaliações por vários métodos diferentes, para obter avaliações mais precisas.

Com base nestas estimativas se avalia a criação de valor resultante da fusão / aquisição, utilizando-se para tanto os métodos usuais para avaliação de quaisquer ativo (DAMODARAN, 1996):

#### 1. DCF (Valor Base)

$$\text{Valor} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} - \frac{CF_{n+1}}{(r-g) * (1+r)^n}$$



onde:

$CF_i$  - Fluxo de caixa livre no período  $i$

$r$  - Taxa de desconto refletindo o risco dos fluxos de caixa estimados

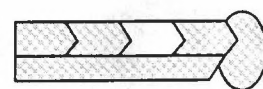
$g$  - Taxa de crescimento esperado da empresa resultante

Esta abordagem envolve a aplicação dos procedimentos de orçamento de capital para toda a empresa, ao invés de utilizá-lo para um único projeto. Para a aplicação deste método, dois itens principais são necessários: (i) demonstrativo pró-forma que apresenta projeções para o fluxo de caixa livre esperado da fusão e (ii) a taxa de desconto, ou custo de capital, para ser aplicado a este fluxo de caixa projetado.

2. **Avaliação por cenários** (Incertezas sobre o valor base)- Uma forma de se avaliar o negócio seria de compor uma média ponderada pelas probabilidades de ocorrência de cenários para as diversas avaliações obtidas pelo método DCF (COPELAND et. al., 1996, p.446-484). O exemplo numérico abaixo nos dá uma idéia sobre como aplicar este método.

Cenário	NPV USD mi.	Probabilidade	Valor ponderado
A - Melhor	450,000	15%	67,500
B - Provável	380,000	65%	247,000
C - Pior	220,000	20%	44,000
Total		100%	358,500





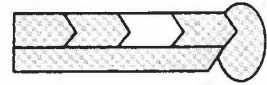
## Considerações sobre a magnitude do prêmio pago

Freqüentemente as operações de fusões / aquisições são fortemente marcadas pelo envolvimento pessoal dos executivos de ambas as empresas na operação; isto por vezes causa uma perda de objetividade que leva ao pagamento de um prêmio excessivo para a concretização do negócio.

Do ponto de vista contábil, uma vez que as demonstrações das empresas constituintes deverão ser completamente coerentes com as demonstrações da empresa consolidada, as divergências entre os valores da transação (excetuando-se aí comissões e taxas) e os valores contábeis deverão ser caracterizadas como *goodwill*, e apropriadamente destacada no balanço.

A observação acima é importante pois, segundo as práticas de avaliação mais completas, o retorno de uma empresa sobre o capital investido (ROIC) deve e pode ser calculado tanto considerando-se o capital total da empresa como o mesmo capital somado ao *goodwill*. A comparação dos ROICs apurados utilizando-se estes dois critérios dá uma boa medida da eficácia da execução da operação de fusão / aquisição (COPELAND et. al. 1996, p.170-171). Caso as expectativas de ganhos sinérgicos não estejam bem fundamentadas, ou seja, caso não seja adequadamente justificável a afirmação de que o valor

presente líquido dos fluxos de caixa incrementais seja maior do que o prêmio pago, o julgamento do mercado será severo.



### 3.4.2 - Fontes de financiamento

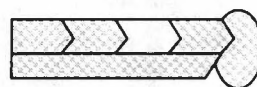
Um capítulo à parte nas fusões e aquisições diz respeito às fontes de financiamento empregadas. Fusões e aquisições são operações que demandam via de regra grandes desembolsos, mesmo que a compra da outra empresa seja paga por meio de troca de ações.

Alguns exemplos dos desembolsos necessários:

- Honorários de consultores, banqueiros e advogados envolvidos na transação;
- Multas por rescisão de contratos com fornecedores e parceiros;
- Rescisões trabalhistas / bônus para permanência de pessoal chave;
- Despesas com relocação de instalações e escritórios;
- Investimentos em TI para alinhamento de sistemas de suporte a decisões gerenciais;

Assim sendo, torna-se crítico determinar as melhores formas de se financiar a operação:

**Auto-financiamento** - Esta forma de financiamento é provavelmente a mais indicada para as empresas que estão com muito dinheiro em caixa, excetuando-se talvez para os montantes necessários ao pagamento dos acionistas da empresa adquirida. A experiência demonstra, conforme BREALEY e MYERS (1996, p.924-926), que via de regra a troca de ações é um meio mais neutro de se obter este pagamento, em face das oscilações das cotações dos papéis de ambas as empresas. Exceção pode ser feita quando assimetrias de informação favoráveis aos compradores existirem, ou seja, quando os vendedores não tiverem ciência do real valor da empresa para o adquirente.



**Emissão de ações** - Nem sempre é uma alternativa bem vista pelos investidores, uma vez que tende a diluir o controle das empresas sem uma contrapartida real (apenas potencial) de criação de valor.

**Emissão de debêntures** - Dependendo do nível de endividamento da empresa-alvo esta pode ser uma alternativa atraente, como exemplificado por WESTON e COPELAND (1988, p.701-707).

Qualquer que seja a forma utilizada, é ainda importante alavancar os relacionamentos com fontes de financiamentos: acionistas, investidores institucionais, bancos, etc., para se obter a melhor transação possível.



### 3.5 - Análise dos recursos humanos

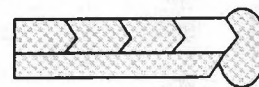
Nesta seção exploramos alguns fatores culturais que estão relacionados à problemas de integração em fusões e aquisições, e que devem ser analisados nesta fase das operações. Trataremos das práticas administrativas de RH (Recursos Humanos) no capítulo 4, onde abordaremos assuntos como comunicação, estrutura, salários e benefícios, etc.

Uma premissa adotada para esta análise é que as fusões e aquisições somente poderão funcionar eficazmente (gerar valor econômico) se existir um mínimo de entendimento entre as duas organizações parceiras, relativo à como competir futuramente e como administrar a nova estrutura. Isto é ainda mais relevante quando as duas empresas que se unem possuem diferentes formações nacionais, desde sistemas de valores distintos, originando modelos organizacionais diversos, o que abordaremos na seção 3.6.

A cultura organizacional estabelece as regras de conduta do grupo, objetivando basicamente dois pontos:

1. Estabelecer as regras de relacionamento entre os membros do grupo;
2. Estabelecer as regras de relacionamento com entidades externas (clientes, fornecedores, acionistas, sindicatos, governo, etc.).

A cultura organizacional tem um papel moderador no primeiro objetivo acima, pois estabelece as regras de convivência do grupo, enquanto que age como um escudo protetor contra agentes externos, ao colocar claramente para todos os envolvidos a diferença entre “nós” e “eles”. Esta diferença é construída através dos códigos e símbolos conhecidos em maior ou menor grau apenas pelos membros do grupo.



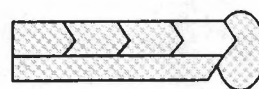
A cultura organizacional é predominantemente construída sobre práticas, as quais podem ser descritas em termos de símbolos, heróis e rituais, ao invés de serem descritas sobre valores.

Valores são relacionados aos níveis mais profundos de cultura; portanto, organizações de um mesmo país podem diferir em práticas, mas não em valores, enquanto ainda que organizações de diferentes países podem também diferir em valores, o que torna operações de fusões e aquisições internacionais tanto mais complexas, pois conflitos baseados em valores são provavelmente mais difíceis de serem resolvidos uma vez que eles envolvem premissas básicas já internas adquiridas na “infância” organizacional e constituem uma parte básica da identidade organizacional.

### 3.5.1 - Elementos da integração

A análise sobre a integração, quando esta for desejada, deve encarar uma série de elementos sempre presentes, para que as medidas apropriadas sejam tomadas durante o período de integração:

**Stress Organizacional.** Frequentemente, as fusões são acompanhadas por sentimentos de *stress* e insegurança pelos funcionários da empresa comprada ou em fusão. Ao nível individual, o *stress* acontece como resultado da enorme quantidade de trabalho envolvido na combinação de duas empresas, na incerteza e insegurança quanto ao futuro e por causa de distúrbios nos elementos familiares dos relacionamentos, comportamentos, regras e tarefas.



**Potencial para Conflitos.** Conflitos entre os grupos organizacionais engajados em uma fusão podem ser freqüentemente observados durante situações pós-fusão. Membros das organizações tipicamente começam definindo a situação a partir de termos antagônicos, “nós contra eles”, e os problemas aumentam quando os grupos começam a disputar por recursos escassos. Mesmo com tentativas formais para se criar uma identidade ou cultura comum, a persistência da identidade original pode ser observada em situações pós-fusão muito tempo depois do início do processo.

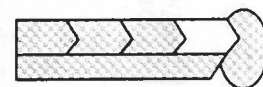
**Estilos de Administração.** As empresas podem trazer consigo estilos de administração diferentes e culturas organizacionais diferentes. Os dois grupos podem ter atitudes diferentes quanto à forma para tomar riscos, planejar o futuro, proceder para tomada de decisões, políticas para funcionários, e para a delegação de autoridade e responsabilidade.

### 3.5.2 - Adaptação organizacional

A adaptação organizacional se refere à compatibilidade de práticas administrativas, estilos de liderança, estruturas ou culturas organizacionais. Esta afeta certamente o custo e a eficácia da integração.

Conforme OLIE (p.153-173), uma das causas base para as dificuldades de fusões está nas diferenciações no caráter ou cultura das organizações envolvidas na fusão. Diferenças fundamentais, manifestadas nas formas de pensamento, comportamento e ações dos funcionários, podem invalidar os benefícios das sinergias operacionais, porque aumentam o potencial de conflitos e podem inutilizar acordos sobre elementos administrativos.





É importante notar que cada organização desenvolve, com o passar do tempo, uma cultura específica, personalidade ou estilo administrativo próprios. Este estilo ou cultura é o produto de influências externas e internas, como a história da organização, seus líderes, o contexto cultural ou nacional no qual teve origem e a indústria em que opera.

Através da resolução dos problemas internos e externos, a cultura pode resolver três problemas fundamentais em situações de fusões e aquisições. Em primeiro lugar, a cultura reduz a incerteza das pessoas. A maioria das culturas provê um sentimento de direcionamento e de consistência de seus membros para com comportamentos corretos, desejáveis e preferíveis. Segundo, a um nível coletivo, a cultura facilita a interação e serve como um mecanismo de coordenação.

As pessoas podem cooperar e agir de forma relativamente pouco ambígua e previsível. E finalmente, o sentimento de pertencer a determinado grupo contribui para criar uma identidade através da qual os membros da organização se distinguem dos não membros. A cultura, então, pode ser vista como a cola social que une cada membro de um grupo.

¶

Uma fusão implica que estas funções são, de certa forma, estressadas, dependendo no grau de mudança envolvido. Em primeiro lugar, uma mudança pode produzir um alto grau de incerteza porque as regras do jogo deixam de ser totalmente claras e as pessoas passam a não conseguir mais prever e entender o que está acontecendo. Segundo, duas organizações que desenvolveram diferentes formas de adaptação externa e integração interna podem ter seu canal de comunicação e de interação fortemente alterados, porque a estrutura de referência que serve como mecanismo de coordenação já não existe mais. Terceiro, uma fusão pode ser vista como uma ameaça à identidade cultural dos membros da organização.



### 3.5.3 - Grau de integração

O grau de adaptação cultural e organizacional entre duas empresas que se fundem não é um elemento determinante para o sucesso em todas as combinações organizacionais; seu significado irá variar de acordo com o tipo e grau de integração.

Conforme OLIE (p.161-173), normalmente, quanto maior o grau de integração, maior o risco de eventual quebra da combinação devido às diferenças na cultura organizacional e no estilo administrativo. Um alto nível de interação aumenta o potencial de conflitos, especialmente se as diferenças são muitas e reduzem as chances de que os dois grupos administrativos efetivamente trabalhem para que juntos atinjam os objetivos comuns. Contatos longínquos e raros minimizam as oportunidades de conflito.

A escala e os objetivos da integração pós-fusão definem em parte as metas da fusão. Quando o objetivo da fusão é atingir sinergia financeira, como a redução de risco através da diversificação, como no caso de fusões de empresas com atividades distintas, será necessária uma pequena ou quase nula integração entre elas. Fusões entre empresas relacionadas, por outro lado, requerem um alto grau de integração para se atingir a sinergia.

A integração operacional requer a adaptação entre elementos culturais relacionados à administração interna da empresa, e à relação organizacional para com o ambiente externo.

Além dos motivos e objetivos estratégicos de uma fusão, os valores da alta administração e as normas sociais e culturais também determinam o grau de integração que será atingido. Se a empresa compradora é unicultural, enfatiza conformidade e premia a aderência a objetivos únicos, práticas estratégicas e organizacionais, é mais fácil impor sua própria cultura e sistemas





administrativos sobre a empresa comprada. Por outro lado, se o comprador possui uma estrutura multicultural, então seria recomendável que utilize a cultura da empresa comprada. Porque mesmo que a integração seja mínima, conflitos podem nascer a partir da mistura de muitas culturas.

É importante não se deixar levar pelo sentimento de superioridade que se instala na empresa compradora - que a sua organização a todos os níveis seja sempre melhor do que na empresa comprada.

### **A relação entre as duas organizações**

Muitas vezes, na literatura os termos fusão e aquisição são utilizados como sinônimos, embora indiquem processos distintos. A crença de que cada um deles leva a conseqüências diferentes em termos de integração nos leva a distingui-los a seguir.

Conforme OLIE (p.161-173), o elemento básico de uma fusão é o sentimento de igualdade, interdependência e acomodação mútua. Normalmente, as duas organizações se unem em uma única com uma identidade comum e igual. Enquanto uma fusão é uma união entre iguais, uma aquisição impõe uma hierarquia, controle e dominação entre as empresas. Existe uma dominante e uma subordinada. Em uma fusão, no entanto, o relacionamento é caracterizado pela negociação e parceria. Portanto o sucesso de uma fusão é muito mais baseado na relação de bem estar entre as partes do que numa aquisição.

Em termos de cultura, a aquisição envolve uma adaptação unilateral a cultura da empresa dominante. O grau em que isto acontece é função do intento estratégico e do grau de multiculturalismo.



Em uma fusão, nenhuma das partes tem o poder de se impor sobre a outra. Elas deverão então desenvolver uma terceira cultura, composta pelo amálgama das duas culturas originais, ou então chegar a uma versão muito modificada de uma das duas. A falta de uma cultura dominante leva a um processo longo de adaptação e criação, fato este que não acontece em uma aquisição. Portanto maiores serão as diferenças culturais e maiores serão as possibilidades de conflito a respeito.

#### **3.5.4 - Preservação da identidade própria**

Em uma aquisição, o processo de adaptação é unilateral e este será mais fácil na medida em que a empresa subordinada aceitará e considerará legítima a empresa dominante. Normalmente, porém, os problemas de integração serão menores quando os desejos e necessidades de ambas forem coincidentes.

No entanto, problemas poderão acontecer quando as identidades culturais de ambas forem incompatíveis. Outro caso em que poderão acontecer problemas é se a parte inferior não admirar a cultura dominante e se colocar em uma posição resistente.

Mesmo em aquisições menos problemáticas, o desejo de se manter a própria cultura poderá estar presente. Neste caso a pergunta não é mais se as empresas se adaptam, mas se querem se adaptar. Construir uma nova identidade, sacrificando a antiga, normalmente se torna um processo extremamente difícil.



Mesmo em uma fusão tais problemas poderiam acontecer, principalmente por parte daqueles que durante o processo perdem seus *status* ou privilégios. Coletivamente a cultura antiga poderia ser vista como algo de valor e que portanto deveria ser mantido. Normalmente, os grupos não abandonam sua cultura com tanta facilidade, especialmente nas organizações em que as pessoas se identificam fortemente com seus valores, objetivos e cultura.

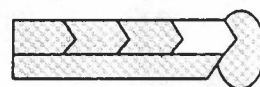
### **3.6 - Fusões internacionais: considerações especiais**

Em geral, podemos assumir que os processos internacionais de fusões e aquisições estão sujeitos as mesmas dinâmicas que os processos entre duas empresas com o mesmo pano de fundo nacional, embora a natureza específica dos problemas que devem ocorrer serão diferentes.

Além da cultura que é inerente à organização, a cultura nacional das empresas envolvidas deve ser levada em consideração. O papel das diferenças culturais entre nações deve ser considerado, embora existam outros fatores relacionados com o país, como legais, políticos e econômicos, que devem ser conectados com a natureza e funcionamento de organizações localizadas em um determinado país.

Como cultura nacional, estes fatores podem fazer com que aumente a diferenciação das organizações tornando efetiva a integração das empresas entre as nações.

Um dos estudos mais importantes de culturas nacionais e seus efeitos em organizações na atualidade é o de HOFSTEDE (1980). Na base de sua pesquisa sobre sistemas de valores nacionais em 50 países e 3 regiões, ele



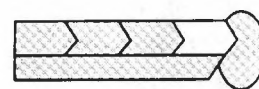
identificou quatro dimensões sobre as quais culturas nacionais podem diferir: distância de poder, aversão à incerteza, individualismo e masculinidade.

Como o modelo de Hofstede permite generalizações sobre os efeitos de “combinar” duas organizações com diferentes formações culturais, iremos adota-lo como base para discussão de fusões e aquisições internacionais.

A primeira dimensão que distingue uma cultura nacional é a distância de poder. A distância de poder refere-se ao quanto uma sociedade aceita que o poder seja distribuído de maneira desequilibrada. Isto influencia o grau de centralização e liderança coercitiva em um regime organizacional. Organizações em países que possuem grandes distâncias de poder tendem a tomar as decisões de forma mais centralizadas (isto é, um maior número de decisões são tomadas por um número menor de pessoas), e tendem a ter uma pirâmide organizacional maior. Hofstede descobriu que países latinos (tanto Europeus como latino americanos), asiáticos e africanos possuem grande distância de poder.

A aversão à incerteza, a segunda dimensão, indica até quanto que membros de uma sociedade sentem-se desconfortáveis com incertezas e ambigüidades e preferem situações estruturadas ao invés de não estruturadas. Em países onde a aversão à incerteza é alta, deve existir mais estruturação das atividades, manifestada por regras escritas ou verbais, padronização e um elevado número de especialistas. Estilos de lideranças nestes países tenderão a enfatizar orientação à tarefa, consistência e dar grande atenção à detalhes; em países com menor aversão à incerteza, a relação de liderança será mais pessoal e flexível.

Os países que possuem as maiores pontuações nesta dimensão são latino americanos, latino europeus e mediterrâneos, assim como Japão e Coréia do



Sul. Para países de língua germânica, estes apresentam uma pontuação intermediária. Os países asiáticos, africanos e nórdicos apresentam baixa pontuação.

A terceira dimensão, individualismo, descreve a relação entre o indivíduo e o grupo ou sociedade mais abrangente. Ela reflete o grau em que pessoas em um país aprendem a agir como indivíduos ao invés de membros de um grupo coeso. Em países onde o coletivismo predomina, o envolvimento das pessoas nas organizações provavelmente terá uma natureza moral; por outro lado, ele tende a ser calculista onde um individualismo predomina.

Em sociedades coletivistas, os empregados devem esperar que as organizações tomem “conta” deles como uma família e defendam seus interesses. Por outro lado, membros de uma organização em uma sociedade individualista não terão nenhuma expectativa neste sentido. Em geral, países ricos possuem alta pontuação nesta dimensão, enquanto que países pobres apresentam baixa pontuação. Uma exceção é o Japão, que em comparação com países orientais possui um alto grau de coletivismo.

A quarta dimensão, masculinidade, indica que valores como dinheiro, atingir resultados, orientação, etc., são dominantes sobre valores como qualidade de vida e relacionamento entre pessoas. O ambiente de trabalho em organizações masculinas deve oferecer recompensas monetárias, reconhecimento individual e promoções, tarefas desafiantes, *status* e outros, assim como uma organização de valores femininos deve oferecer boa qualidade de vida, segurança, sensação de pertencer “à família” e provavelmente apresentará um sistema cooperativo de trabalho.

Estas orientações de valores nacionais irão exercer uma influência na natureza das organizações e dos processos organizacionais que devem predominar nos



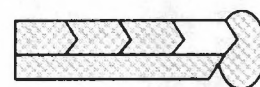
países em função de sua cultura. Somente serão discutidos neste trabalho algumas importantes tendências que são relevantes para as fusões e aquisições internacionais, como padrões de motivação, estilos de liderança e procedimento de tomadas de decisão, desenho organizacional e comportamento estratégico.

Padrões de motivação devem variar junto com o grau de aversão à incerteza e masculinidade. O grau de aversão à incerteza influencia a escolha entre motivação por sucesso e motivação por segurança. Em culturas que possuem altamente aversão à incerteza, segurança será dominante.

O grau de masculinidade relaciona-se com necessidades do ego versus necessidade de afiliação, isto é, em países com valores masculinos, motivação por atingir resultados e o desejo por desafios devem predominar, enquanto que em países femininos, o sentimento de “pertencer” será mais relevante. Estes padrões de motivação devem permitir o desenvolvimento de políticas pessoais diferenciadas, movidas por necessidades e valores dos membros da organização.

Estilos de liderança e padrões de decisão estão altamente conectados com a distância de poder que organizações nestes países apresentam. Em países onde distância de poder é alta, podemos esperar que liderança e processo de tomada de decisão sejam mais autoritários. Por outro lado, em países em que os superiores mantêm menor distância de poder, os gerentes tendem a ter um estilo participativo para tomada de decisões, onde superior e subordinado agem de forma relacionada. Um padrão masculino também é consistente com um estilo gerencial decisivo, assertivo, onde gerentes têm que tomar decisões



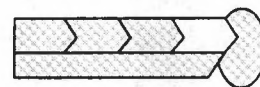


rápidas e precisas. Em uma sociedade feminina, poderíamos esperar um padrão de tomadas de decisão baseado em consenso organizacional. Em fusões, algumas vezes, estas diferenças entre estilos de lideranças e padrões para tomada de decisão podem ser identificadas. Eles representam uma grande fonte de tensão entre os dois grupos gerenciais.

De acordo com HOFSTEDE, as dimensões mais importantes para uma organização são a distância de poder e aversão a incerteza. Elas relacionam-se com duas características básicas de um *design* organizacional: concentração de autoridade e estruturação de atividades, que define o grau de formalização, especialização e padronização em uma organização. Diferentes combinações de distância de poder e aversão a incerteza levam a diferentes modelos que deveriam representar uma organização. Por exemplo, em países com alto grau de distância de poder e alta aversão a incerteza, as organizações tendem a ser visualizadas como pirâmides: tomadas de decisão e controle que vêm do topo. De outro lado, baixa distância de poder combinado com alta aversão a incerteza criam uma imagem de organização bem engrenada.

As conseqüências para a organização do sistema de valores nacionais discutidos acima, relacionam-se principalmente ao gerenciamento interno da empresa. Entretanto, cultura nacional pode também afetar uma escolha estratégica e uma formulação de problema e determinar as percepções dos gerentes do que é natural, possível e relevante. Uma dimensão central a este respeito é aversão à incerteza, que irá influenciar percepções gerenciais das incertezas ambientais e do controle da organização.

Em outro estudo, conforme OLIE (p.170-173), foi verificado que os modos de entrada de empresas estrangeiras nos Estados Unidos eram influenciados pela aversão ao risco do país de origem. Portanto, as empresas japonesas fortemente favoreceram estratégias de entrada de baixo risco, como um acordo



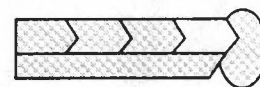
de *joint-venture* , ao invés de entrarem com empresas já próprias, enquanto que empresas de países com baixo grau de aversão à incerteza estão mais propensas à escolher estratégias de aquisições.

Dada estas variações nacionais nas premissas básicas relacionadas ao ambiente e a natureza das relações dentro da organização, podemos assumir que no contexto de uma fusão ou aquisição internacional, algumas organizações terão mais dificuldades de se unirem do que outras. Além da pesquisa de Hofstede, ocorreram várias tentativas de concentrar os países conforme as similaridades culturais. Nações do oeste, por exemplo, puderam ser divididas em quatro grupos: um grupo anglo, um grupo nórdico, um grupo germânico e um grupo latino europeu. As similaridades entre as culturas das diversas nações derivam de fatores históricos, geográficos, línguas e religião. Em geral, poderíamos antecipar que organizações de países de um mesmo grupo poderão ter melhor adaptação entre elas e deverão apresentar menores problemas relacionados à integração do que a união de duas empresas de grupos diferentes.

Como sugerido anteriormente, conflitos relacionados a problemas culturais pós-fusão ou pós-aquisição são funções do grau de interação e integração percebida dos gerentes das duas empresas. Baixo nível de interação e integração deverão diminuir potenciais conflitos. Enquanto conflitos reais sobre práticas de gerenciamento interno serão normalmente pequenos quando de uma união, desacordos deverão ocorrer sobre assuntos associados à adaptação externa da empresa. Neste sentido, diferenças em aversões à incerteza serão especialmente relevantes como já visto.

O grau de aversão à incerteza pode também ser importante num outro sentido. Foi mencionado que esforços pós-fusão ou pós-aquisição são determinados não somente pelo intento estratégico mas também pelo grau de pluralismo ou





multiculturalismo em adquirir empresas. Neste sentido, poderíamos esperar que organizações de países com alta aversão à incerteza deveria demonstrar uma forte tendência em direção à uniformidade ou uniculturalismo em relação à empresas de países com menor aversão à incerteza.

Se uma fusão ou aquisição for seguida por larga tentativa de integração, ou como um resultado de assimilações por um adquirente unicultural ou porque se adapta aos objetivos estratégicos da fusão, devem existir estilos razoavelmente compatíveis em todos os sentidos nas duas empresas, incluindo o foco da autoridade e responsabilidade, estilos de tomadas de decisão e políticas pessoais. Por exemplo, a imposição de um método de avaliação e política de recompensas baseados em atingir metas individuais será inconsistente com as necessidades e valores dos empregados em culturas coletivistas.

Da mesma maneira, se um grupo de gerentes opta por liderança autoritária e as práticas de tomadas de decisão forem incompatíveis com as expectativas das pessoas de outras nacionalidades estas pouco participarão ou serão consultadas. Integração completa, baseando-se em uma mistura de estruturas organizacionais e gerenciamento, ocorrendo entre empresas com diferentes modelos implícitos de organização, isto é, diferenças relacionadas às dimensões de distância de poder e aversão à incerteza, é a combinação mais provável para minimizar os conflitos culturais.

Uma fusão entre parceiros equivalentes será mais difícil do que uma aquisição. Esta situação demanda que as duas organizações trabalhem estruturas e procedimentos que se adaptem às premissas culturais dos dois parceiros. Como conflitos não podem ser resolvidos através do poder de barganha de qualquer um dos parceiros, estilos de gerenciamentos compatíveis serão um requerimento absoluto se duas empresas pretendem desenvolver uma nova entidade coerente.

### 3.7 - Regras de Drucker

Um dos trabalhos conceituais mais importantes na área de estratégia de fusões e aquisições é o de Peter Drucker, que em 15 de outubro de 1981 propôs, em um artigo do *Wall Street Journal* as assim chamadas Regras de Drucker:

1. A empresa compradora deve contribuir com algo para a comprada;
2. Um núcleo comum de unidade é necessário;
3. A empresa compradora deve respeitar o negócio da comprada;
4. Dentro de aproximadamente um ano, a empresa compradora deve estar apta a prover alta gerência para a empresa comprada;
5. Dentro do primeiro ano de fusão, gerências em ambas empresas deveriam receber promoções através das unidades.

Estas regras foram propostas em bases empíricas e como tal não devem ser observadas de forma excessivamente literal. Como observam WESTON et. al. (1998, p.466-467), estas regras tem um núcleo comum bastante prático:

- As empresas tem de ser relacionadas de alguma forma;
- Incentivos e recompensas bem estruturados devem ser fornecidos às gerências para que a fusão ocorra como esperado; porém cabe à empresa compradora estar preparada para a perda de executivos da empresa comprada.

A pré-condição de relação ou unidade colocada por Drucker é contestada por alguns pesquisadores. COPELAND e ANSLINGER (1996) sugerem que sete princípios básicos embasam empresas conglomeradas com alto desempenho:

1. Adquirir empresas com um histórico de inovação nas estratégias operacionais;

2. Talento gerencial capaz é vital para a criação de valor. Se os executivos encarregados não estiverem aumentando valor, procure por talentos dentro da organização, que ainda não tenham atingido posições de liderança, ou contrate externamente;
3. Utilize planos de incentivos agressivos, tais como planos de opções de ações, de forma que os principais executivos tenham na empresa a maior parte do seu patrimônio;
4. Relacione os incentivos com as mudanças futuras no fluxo de caixa;
5. Acelere o ritmo de mudança, para que as mudanças críticas ocorram dentro dos primeiros dois anos após a compra;
6. Desenvolva sistemas de informação e *feedback* que promovam relacionamentos continuados e dinâmicos entre proprietários, gerentes e o conselho de administração;
7. As empresas compradoras devem utilizar executivos tecnicamente competentes e que sejam hábeis em negociação como seus negociadores. Seus julgamentos são freqüentemente críticos para o sucesso ou fracasso da transação.

Tanto o *framework* das análises proposto (fatores de sucesso) como as Regras de Drucker e os princípios de Copeland servem para direcionar os estudos de uma operação de fusões e aquisições antes da sua concretização, permitindo que todas as fontes de geração de valor estimados sejam efetivamente capturadas com a operação.

O capítulo seguinte permitirá analisar o período pós-fusão, desenvolvendo os principais pontos a serem observados para permitir a captura de valor.

## 4 – FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO PÓS-OPERAÇÃO

O período pós-fusão é com certeza uma das partes mais críticas a serem executadas em uma operação de fusão / aquisição. Planos mal concebidos, mal transmitidos ou simplesmente rejeitados pelas partes interessadas podem dificultar ou mesmo impossibilitar a captura do valor das sinergias.

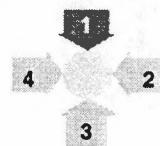
Outro fator importante é a capacidade de trabalho das gerências, a qual além de atender às demandas normais necessárias para a condução do negócio, deve dispendir um grande esforço na integração em si.

Para analisar as atividades principais necessárias durante o período pós-fusão, propomos a seguinte estrutura:



Os itens a seguir detalharão estes tópicos, porém faz-se necessário neste momento discorrer um pouco sobre a seqüência em si. A ordem que propomos é a mesma em que as questões levantadas pelos funcionários ocorrem:

1. **Confusão sobre quem manda em quê (ESTRUTURA)** - Em um primeiro momento pairam grandes dúvidas sobre as mudanças iminentes na estrutura de poder e na estrutura hierárquica formal. É nesta fase que as questões sobre a estrutura da nova empresa devem ser endereçadas;
2. **Mas o que é que está acontecendo ? (COMUNICAÇÃO)** - Da mesma maneira que a estrutura muda, inevitavelmente mudam os mensageiros e a forma como eles entregam as mensagens. A qualidade e a confiabilidade das informações oficiais podem começar a sedimentar uma relação mútua de confiança, ou envenená-la de forma irreversível;
3. **Como vamos trabalhar juntos ? (INTEGRAÇÃO)** - Excetuando-se as aquisições conglomeradas, onde somente haverá interação entre as áreas de suporte (controladoria e finanças, RH, TI, etc.), mais cedo ou mais tarde as áreas operacionais irão se integrar, com as complexidades a isto inerentes;
4. **Quem seremos a partir de agora ? (MISSÃO E VALORES)** - Eliminadas as questões iniciais de sobrevivência pessoal dentro da nova organização, inicia-se uma verdadeira crise existencial, onde questões como “quem seremos ?” e “o que faremos ?” começarão a ser levantadas.



#### 4.1 - A nova estrutura organizacional

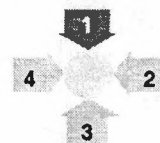
Como já foi dito, a definição de uma nova estrutura organizacional é a prioridade número um na imensa maioria das fusões / aquisições. Quando confrontados com um clima de incerteza, os funcionários mais capazes não só podem como freqüentemente deixam a empresa, dificultando sobremaneira a captura do valor de diversos tipos de sinergia.

Embora a definição da nova estrutura seja uma tarefa altamente prioritária, não é algo que pode ser feito de forma não planejada; mesmo que os anúncios das mudanças sejam feitos em etapas, estas deverão ter sido apropriadamente analisadas, e os princípios norteando estas decisões deverão ser transmitidos aos funcionários. Estes princípios deverão abordar os seguintes pontos:

**Grau de autonomia / interdependência entre as unidades da nova empresa.** Principalmente no caso de aquisições internacionais, ou onde de forma geral haja uma grande distância geográfica entre as unidades da nova empresa, este será um ponto crítico a ser abordado.

Maior grau de autonomia pressupõe que as gerências da linha de frente deverão ter maior suporte local para a tomada de decisões, o que significa custos maiores de *staff*, e diminuindo os ganhos com as sinergias de despesas; em contrapartida, pode potencializar sinergias de receitas, ao permitir adaptações mais rápidas às necessidades do mercado e em face à uma linha ampliada de produtos.





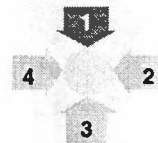
Operações fortemente calcadas na obtenção de sinergias de despesas, por outro lado, procuram entre outras coisas enfatizar a administração de estilo comando-e-controle, com as funções de suporte altamente centralizadas (controladoria, planejamento, finanças, jurídico, RH, etc.).

Seja qual for a fonte principal das sinergias, esta questão é de vital importância e deve ser endereçada.

**Fluxos verticais e horizontais de informações.** Distintamente da decisão quanto à maior ou menor centralização da empresa, fluxos de informações representam entre outras coisas conhecimento adquirido e informações sobre o ambiente competitivo, e decisões sobre a forma como elas transitam dentro da empresa devem ser tomadas independentemente da maior ou menor centralização da administração.

A maior ou menor predominância de fluxos horizontais de informações entre as diversas unidades da empresa depende de fatores como as características culturais dos diversos grupos envolvidos, grau de formalidade nos relacionamentos internos, dinâmica dos mercados e das tecnologias, entre outros.

**Formação do corpo gerencial da nova empresa.** Em muitos casos, os funcionários desejam saber se os seus antigos chefes permanecerão por perto do que conhecer um organograma rabiscado em um papel. A nova estrutura administrativa geralmente é composta de uma mescla de pessoal de ambas as companhias. A designação das pessoas para os cargos reprojatados na nova organização diz muito não somente sobre a cultura e os valores da empresa adquirente / parceira, como sobre as intenções a curto e médio prazo; assim, a manutenção de gerentes carismáticos em cargos redundantes na



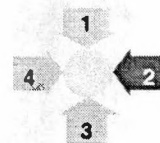
nova estrutura pode sinalizar a intenção de uma fusão duradoura e harmoniosa, tal como exemplificado na fusão Daimler-Chrysler, onde dois CEOs (*chief executive officer*) coexistem por tempo determinado, bem como a indicação de novos gerentes da “outra” empresa (seguindo as regras de Drucker) pode conotar urgência na necessidade de mudanças.

Quanto à forma de projeto da nova estrutura, esta pode ser feita de duas formas:

- **Por um time de uma das empresas** - Quando se trata de uma aquisição clara ou velada. Nesta opção, o maior conhecimento do time sobre a forma de operação da empresa adquirente e de como estas práticas podem ser transmitidas à empresa adquirida terão peso significativo na determinação da nova estrutura.
- **Por um time misto** - Quando efetivamente lidamos com uma fusão entre iguais. Uma das principais vantagens deste tipo de time é que a utilização dele começa a sedimentar a ligação entre as duas empresas muito cedo, e outra é que o maior conhecimento mútuo entre as empresas aumenta às chances de execução de um bom plano de integração.

Qualquer que seja a forma de planejamento e a forma da estrutura final, o plano de integração deve prever avaliações sistemáticas sobre a nova estrutura, sendo que em alguns casos correções após 12 ou 24 meses ainda serão necessárias (conforme BENDANIEL e ROSEMBLUM, 1998, p.467).



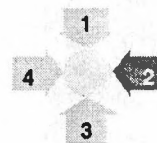


## **4.2 - Comunicação na nova organização**

O papel das comunicações no período de integração não pode ser subestimado, não somente quanto aos grupos de interesse internos mas também em relação a acionistas, analistas de mercado, órgãos reguladores e outras partes interessadas.

O bom senso recomenda que um plano de comunicações deve ser preparado antes mesmo da operação ser anunciada; este plano deve ser confeccionado pelo corpo gerencial e os profissionais de relações públicas a serviço da empresa. Este plano deveria cobrir os seguintes pontos (BENDANIEL e ROSEMBAUM, 1998, p.464-465):

1. Mensagens principais a serem transmitidas;
2. Públicos-alvo;
3. Meios de comunicação a serem usados para cada público-alvo;
4. Possíveis contingências - campanhas de desinformação lançadas por concorrentes ou por sindicatos, boatos gerados internamente com propósitos espúrios, e outros problemas previsíveis.



Ainda assim, deve haver sensibilidade na execução deste plano. As diferenças culturais, por exemplo, podem aparecer como um fator de difícil avaliação prévia, pois mesmo as informações demográficas a respeito de alguns dos principais públicos-alvo podem não ser suficiente para conseguir caracterizar a cultura predominante nas diversas unidades da empresa. Por exemplo, uma empresa baseada em Miami (EUA) pode tanto ter traços culturais predominantes anglo-saxônicos como latinos; e uma empresa do Vale do Itajaí (SC) pode ter uma cultura germânica-luterana ou brasileira-católica. Tais pontos e outros devem ser observados à medida que a fusão / aquisição é executada.

Pontos chave para uma comunicação eficaz:

- A regra dos três C's: Comunique, Comunique, e finalmente Comunique - na dúvida se as pessoas entenderam a mensagem, continuar falando;
- Ser claro, consistente e honesto;
- Evitar a linguagem do "besteirol corporativo" - empolada e distante, ou artificialmente intimista - tratar os adultos experientes que são os funcionários efetivamente como adultos;
- Não fazer de conta que as coisas vão continuar como sempre foram - as pessoas estarão esperando por mudanças;
- Nunca achar que a mensagem foi compreendida - buscar *feedback* com fatos e dados;
- Utilizar a comunicação olho-no-olho sempre que possível.



### 4.3 Integração das áreas operacionais

A integração das áreas operacionais é onde o trabalho duro realmente começa, e é onde uma execução medíocre trará maior destruição de valor. A recomendação dada por BENDANIEL e ROSENBLOOM (1998, p.467) é que uma equipe de integração, composta por executivos de ambas as empresas, realize auditorias, objetivando identificar principalmente pontos de conflito entre as práticas das duas empresas, embora oportunidades de geração de valor não devam ser descartadas. Alguns pontos de especial relevância são destacados a seguir.

#### Tecnologia da Informação (TI)

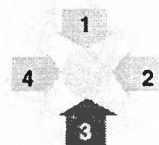
Possíveis pontos de conflito:

- Forma como a TI é tratada no âmbito da gestão do negócio;
- Processo de alocação de recursos para TI;
- Políticas de desenvolvimento de sistemas;
- Graus de centralização / descentralização das atividades de TI;
- Políticas de segurança;
- Políticas relativas ao usuário final - por exemplo uso de e-mail e de Internet.

Possíveis oportunidades:

- Atingir massa crítica para a adoção de ERP (*Enterprise Resource Planning*);
- Venda da divisão de TI da empresa combinada - ex. GM e EDS.

Embora alguns autores enfatizem a necessidade de se realizar inventários físicos de *hardware* e *software*, entendemos que no âmbito de geração de oportunidades e verificação de riscos este não seja um ponto relevante.



Lembramos ainda a oportunidade que uma fusão / aquisição estabelece para se introduzir mudanças significativas na estrutura dos sistemas de TI da empresa, pois uma grande mudança tal como uma fusão faz com que a maioria dos usuários e pessoas-chave internas estejam pensando em outros assuntos (como a manutenção dos respectivos empregos) e relevando este tipo de assunto.

## **Finanças**

Possíveis pontos de conflito:

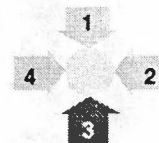
- Processos de alocação de capital;
- Processos de controle de despesas;
- Procedimentos contábeis;
- Procedimentos fiscais e tributários;
- Políticas financeiras - capitalização, *hedging*, etc.

Possíveis oportunidades:

- Melhoria nos controles e na auditoria.

Os pontos acima serão com certeza aqueles onde mais problemas existirão entre as gerências de níveis mais altos; conquanto todas as organizações tenham diversos procedimentos formais internos, os procedimentos relativos à finanças sempre são mais enfatizados, por abordarem questões fundamentais para a sobrevivência da empresa.

Empresas se tornam alvos de aquisições ou fusões primariamente quando a gestão do capital esteja sendo praticada aquém daquilo que o mercado



considera adequado; ainda assim é sempre fácil de se encontrar gerentes que não entendem (ou não querem entender) este tipo de mudança.

## **Recursos Humanos (RH)**

Possíveis pontos de conflito:

- Políticas de remuneração;
- Políticas de carreira;
- Avaliação de desempenho;
- Políticas de treinamento e de seleção;
- Relacionamento com sindicatos e outras entidades de classe;
- Posicionamentos jurídicos em determinadas questões trabalhistas.

Possíveis oportunidades:

- Extensão do uso de sistemas gerenciais de informações sobre RH.

O principal comentário sobre a gestão dos recursos humanos na nova empresa é que a nova estrutura pode proporcionar ganhos muito mais significativos em relação aos riscos, se comparada com os demais assuntos tratados neste capítulo. Enquanto os riscos envolvem basicamente a quebra de paradigmas, a oportunidade de se atingir massa crítica (em termos de quantidade de pessoal) para se introduzir novas práticas de gestão de pessoal tem um valor muito significativo a médio e longo prazo, pela atração e retenção de talentos.



## Vendas e Marketing

Possíveis pontos de conflito:

- Grau de liberdade dos vendedores;
- Políticas de vendas;
- Prioridades no uso dos canais de distribuição;
- Políticas de preços;
- Criação e acompanhamento de previsões de vendas.

Possíveis oportunidades:

- Consolidação das contas de propaganda e marketing;
- Atingir massa crítica para operações de *e-commerce*.

Além dos pontos de conflito acima, deve-se neste âmbito ter muito cuidado com aspectos de proteção à concorrência (legislação anti-truste); ou seja, o corpo de vendas deve, independentemente das questões acima, ser orientado de forma adequada para minimizar os riscos de problemas futuros.

Nos casos onde existam vendedores que tenham uma carteira própria e significativa de clientes, devem ser criados planos de contingência para se lidar com os problemas de adaptação e eventuais deserções.

Quanto às oportunidades, cabe lembrar que a adoção eficaz de operações de *e-commerce* necessita do suporte de fundo da estrutura de TI existente; caso já existam operações de B2B (*business to business*) e/ou B2C (*business to consumer*) em uma ou ambas as empresas, uma análise cuidadosa e um plano de implementação deverão ser adotados com o objetivo de se minimizar riscos de perda de *brand equity*.



## Operações

Possíveis pontos de conflito:

- Sistemas de planejamento;
- Padrões técnicos;
- Sistemas de estímulo à produção (em conjunto com RH);
- Políticas de qualidade, segurança e meio ambiente;

Possíveis oportunidades:

- Readequação das operações produtivas em um contexto mais amplo, tendo em vista a maior disponibilidade de recursos.

Freqüentemente nas indústrias manufatureiras o planejamento de operações é um ponto crucial para a obtenção de sucesso; assim sendo o sistema de cada empresa tende a ser visto como intocável; uma grande parte da atenção da gerência da empresa combinada deve ser devotada a lidar com este problema. Práticas relativas à qualidade, segurança e principalmente ao meio ambiente também devem ser abordadas com muito cuidado, uma vez que envolvem os funcionários também no seus papéis de formadores de opinião internos e externos e de cidadãos.

## Suprimentos

Possíveis pontos de conflito:

- Grau de liberdade dos compradores;
- Políticas de controle e auditoria;
- Políticas de desenvolvimento de fornecedores;
- Graus de centralização / descentralização das compras de materiais indiretos;





Possíveis oportunidades:

- Atingir massa crítica para a adoção de EDI (Electronic Data Interchange) / e-procurement (sistema de procura de melhor fornecedor).

A extensão da adoção de EDI/e-procurement será uma contribuição especialmente significativa no caso em que uma das empresas já tenha adotado esta prática. Quanto aos pontos de conflito, cabe ressaltar o uso dos controles internos e auditoria como meio de verificação do grau de integração da função de aquisição.





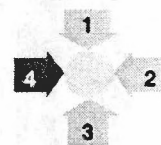
#### 4.4 - Nova missão, valores e linguagem comum

Após os choques iniciais de adaptação, os funcionários em geral passam a se sentir mais seguros, e começam a se perguntar “Qual é o próximo passo?”. O estabelecimento de uma nova cultura corporativa é o passo mais avançado da fusão / aquisição, e um dos mais desafiadores, como bem pode atestar qualquer executivo que tenha passado por este tipo de situação. Como já descrito na seção 3, a cultura de uma organização tem razões muito fortes para existir, pois no fundo trata das adaptações e códigos necessários à sobrevivência; assim sendo, para aceitar a mudança os funcionários tem de ser convencidos de que os fatores que moldaram a cultura no passado não tem mais o peso ou a validade nesta nova fase. Além disto, elementos explícitos devem ser analisados quanto a seus significados, e na medida do necessário modificados.

Exemplos de elementos explícitos da cultura:

- Declarações de missões, políticas e valores;
- Códigos de vestuário;
- Cerimônias e eventos;
- Configuração dos espaços físicos (sinalização, formas de separação dos ambientes, estilo, etc.).

A declaração de missão é um capítulo à parte nesta discussão. Pelo seu caráter verbal, uma declaração de missão e valores pode ser repetida ao infinito, vindo a se constituir um credo da nova organização, cabendo no entanto às gerências reforçar o seu significado através dos exemplos, o que é sempre algo que requer muita dedicação, uma vez que pressupõe a internalização e aceitação dos novos objetivos e valores formais. A falha em se



reforçar pelo exemplo leva inevitavelmente ao aumento do cinismo dos funcionários e a eventuais quebras nas relações de confiança entre as pessoas; portanto é recomendável que indicadores sejam estabelecidos e avaliados periodicamente quanto a este item.

O capítulo seguinte irá mostrar casos práticos de captura de sinergia e da integração de algumas empresas brasileiras que passaram pelo processo.

## 5 - EVIDÊNCIAS DE MERCADO

O objetivo do presente capítulo é de ilustrar com algumas evidências de mercado a captura de sinergia em operações de fusões e aquisições. Desta forma, iremos mostrar o valor capturado primeiramente em duas aquisições feitas por uma empresa de seguros americana e uma terceira operação, de fusão, também no ramo de seguros. As três operações permitiram a captura ao longo de dois anos, conforme planejado, sendo visto pelo mercado com muito sucesso. Os nomes das empresas envolvidas foram alterados por questão de confidencialidade (fonte: pesquisa McKinsey).

Para concluir o capítulo, será abordado o resultado de uma pesquisa realizada no Brasil recentemente (PASIN E MATIAS, 2000), sobre 25 operações que ocorreram entre 1995 e 1999, mostrando a variação do índice de rentabilidade entre o ano da reestruturação e 1999 e sua correlação com dois indicadores de captura de sinergia.

### 5.1 - Aquisição da Empresa SEGURO pela Empresa VIDA

A aquisição da empresa SEGURO pela empresa VIDA caracterizou-se pela busca de sinergias de despesas, devido às significativas redundâncias nas áreas operacionais e de suporte de ambas as organizações, baseado no *know-how* adquirido por VIDA em aquisições anteriores.

#### Situação pré-aquisição

**Produtos:** Havia uma forte duplicação entre os produtos das duas empresas.

**Distribuição:** Duplicação parcial dos canais de gerenciamento e dos agentes de seguro.

**Produção:** SEGURO utilizava um sistema de gestão para produtos novos e outro para todos demais produtos. VIDA utilizava cinco sistemas de gestão diferentes.

### **Ações tomadas**

#### **Produtos:**

- Utilização da marca VIDA para todos os produtos;
- Não ofertar mais produtos SEGURO (prazo de 90 dias para processos em andamento);
- Clonagem de apenas um produto SEGURO.

#### **Distribuição:**

- Manter atuais mercados-alvo / não expandir;
- Consolidar completamente organizações de *staff* de campo e central;
- Manter inalterados os valores de remuneração dos gerentes SEGURO (somente no primeiro ano).

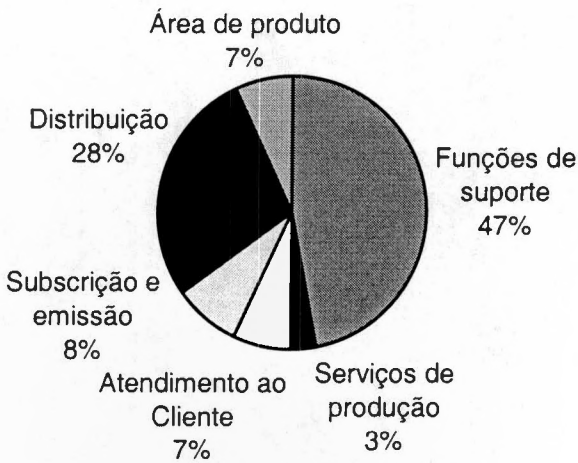
#### **Produção:**

- Integrar a estrutura organizacional de SEGURO em VIDA. Os funcionários SEGURO suplementam as funções existentes em VIDA;
- Consolidar todas as atividades de subscrição com VIDA. Reter algum pessoal de SEGURO para continuidade com pessoal de campo;
- Converter todos os produtos SEGURO para plataforma VIDA;
- Consolidar os setores de serviços e contas com VIDA utilizando plataforma comum;
- Consolidar todos os sistemas SEGURO na plataforma VIDA dentro de dois anos;
- Manter equipe atual de desenvolvimento de novos produtos.

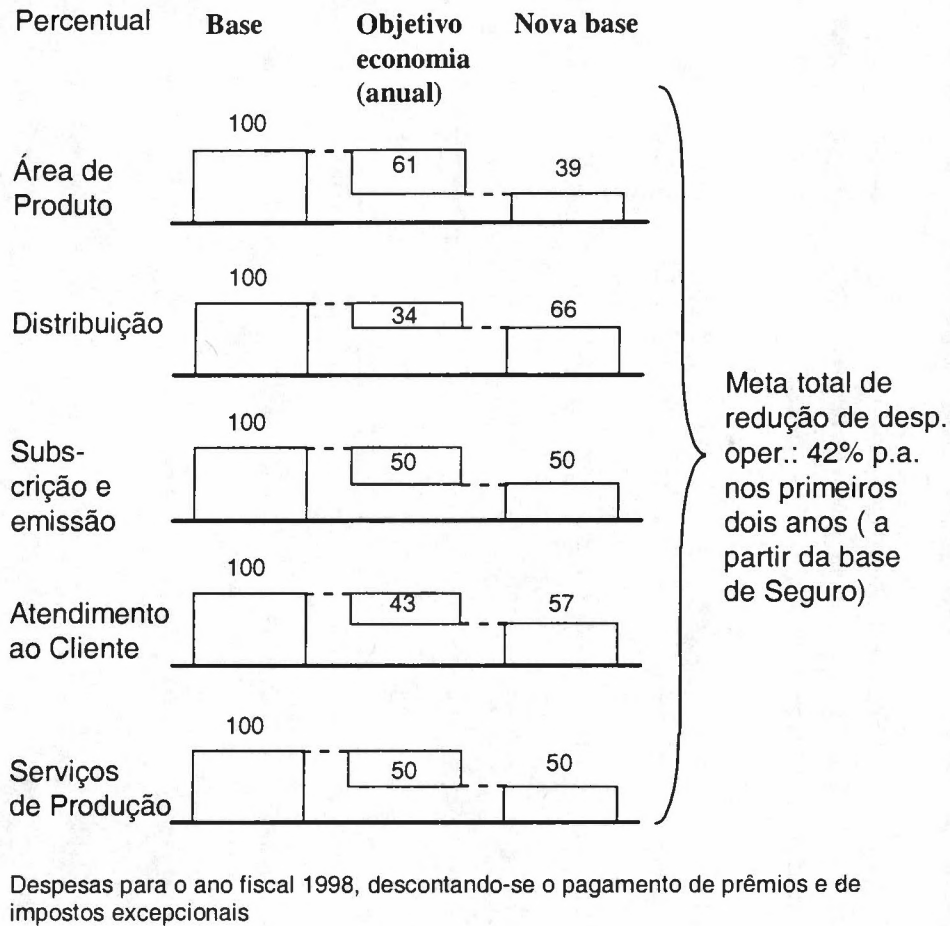
**Resultados alcançados:**

Abaixo podemos ver a distribuição das despesas operacionais de SEGURO, que correspondem a 53% das despesas totais. Na área operacional, os ganhos de sinergias projetados são mostrados a seguir.

**Despesas SEGURO - Áreas Operacionais (53%)**



**Sinergias nas áreas operacionais – Integração SEGURO\***

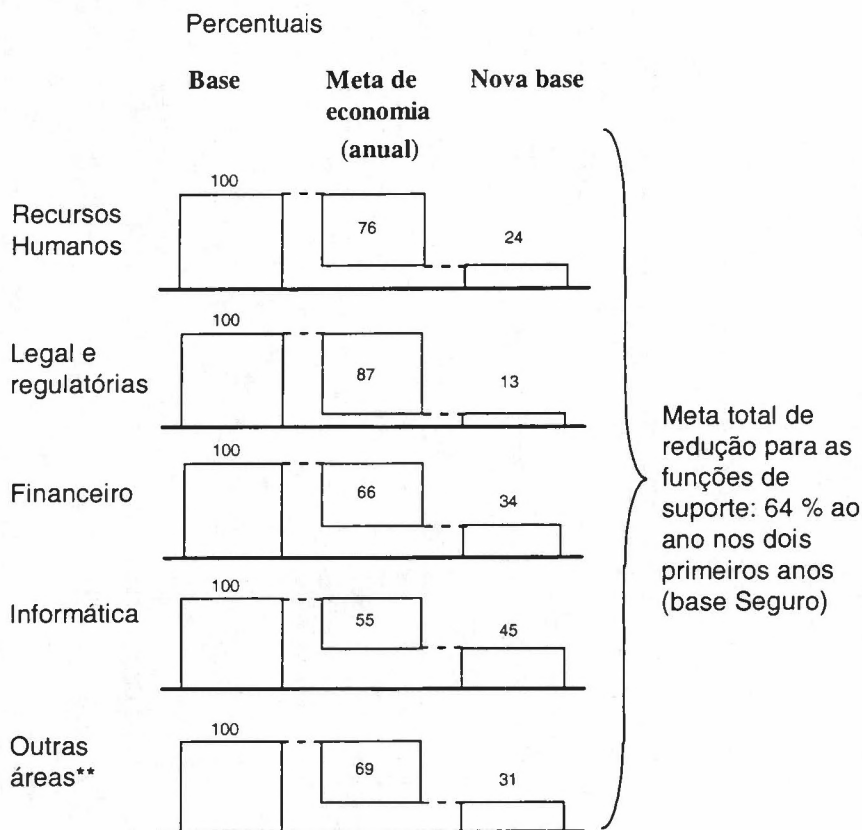


Da mesma forma, analisamos as áreas de suporte, com a distribuição de despesas e ganhos de sinergias mostrados a seguir.

**Despesas SEGURO - Áreas de Suporte (47%)**



### Sinergias nas áreas de suporte – Integração SEGURO \*



\* Despesas para o ano fiscal 1998, exceto pagamentos de prêmios e impostos excepcionais

\*\* Outras áreas / overhead incluem gerência, impostos, aluguéis, bônus das gerências, marketing, serviços

## 5.2 - Aquisição da Empresa LIFE pela Empresa VIDA

A aquisição da empresa LIFE pela empresa VIDA permitiu à empresa combinada oferecer uma linha mais completa de produtos, bem como capacidades ampliadas de distribuição. Existiam redundâncias moderadas nas áreas operacionais e algumas significativas nas áreas de suporte.

### **Situação pré-aquisição**

**Produtos:** Havia uma duplicação moderada entre os produtos das duas empresas.

**Distribuição:** Duplicação forte dos canais de gerenciamento e dos agentes de seguro.

**Produção:** Havia duas unidades de produção com sistemas de processamento de dados diferentes.

### **Ações tomadas**

#### **Produtos:**

- Utilização da marca VIDA para todos os produtos;
- A aquisição permite oferecer a linha completa de produtos para seguro de vida e previdência;
- Os sistemas de ilustração de produtos LIFE são utilizados e os sistemas redundantes eliminados.

#### **Distribuição:**

- Sem alterações nos mercados-alvo;
- Consolidar organizações de *staff* de campo e central, bem como corretagem em uma única unidade;
- Destacar a responsabilidade independente da organização de distribuição em relação à de produção, no que tange a resultados.

#### **Produção:**

- Manter duas estruturas organizacionais separadas em dois lugares distintos;
- Consolidar as atividades de previdência (desenvolvimento, preços, processamento, atendimento ao cliente) em um único local;
- Consolidar as atividades de seguro de vida (gestão, preços) em um único local;

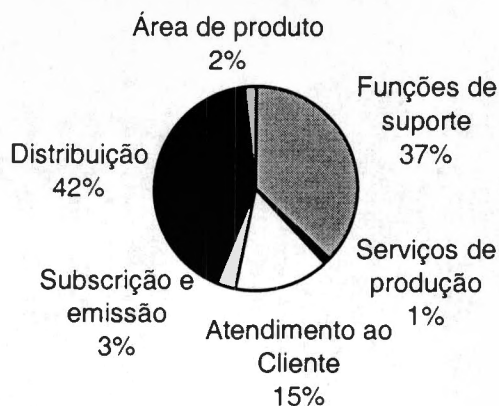


- Consolidar os serviços de seguro de vida (subscrição, processamento de contas, atendimento ao cliente) em um único local;
- Consolidar atividades de treinamento e suporte para produtos de previdência em um único local;
- Consolidar atividades de treinamento e suporte para seguros de vida em um único local;

### **Resultados Alcançados:**

Abaixo podemos ver a distribuição das despesas operacionais das empresas combinadas, que correspondem a 63% das despesas totais. Na área operacional, os ganhos de sinergias projetados são mostrados a seguir.

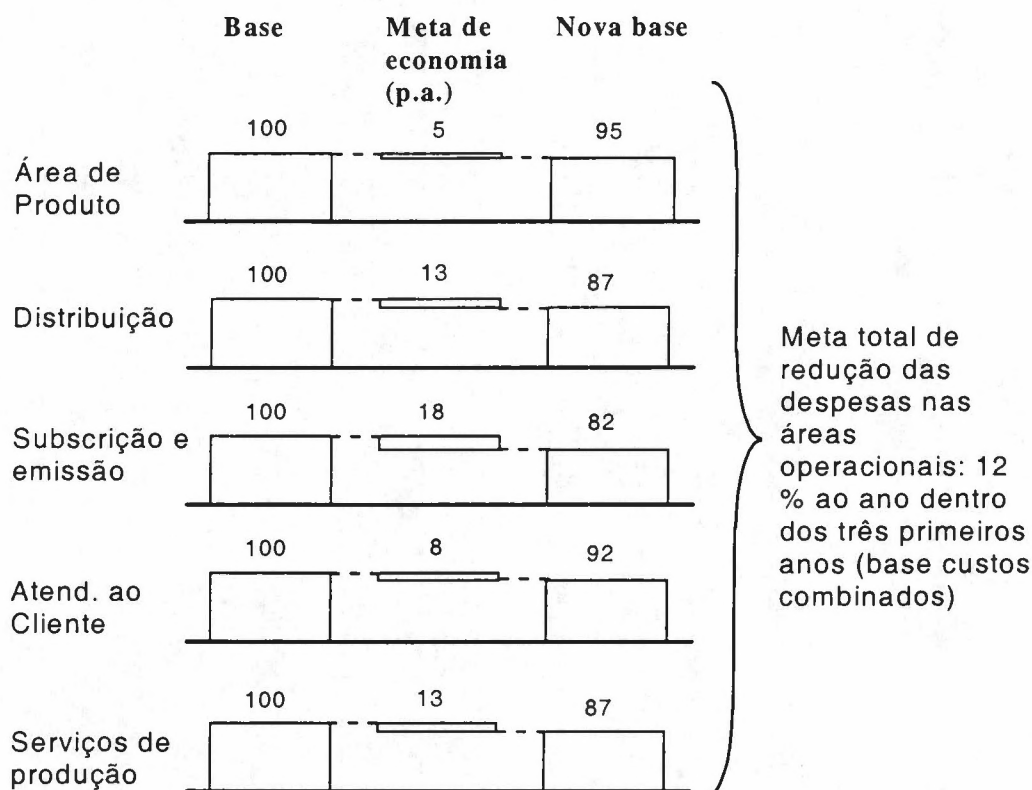
#### **Despesas Combinadas para LIFE e VIDA - Áreas Operacionais (63%)**



## Sinergias nas áreas operacionais – Integração LIFE

### Despesas combinadas (LIFE e VIDA)

Percentuais

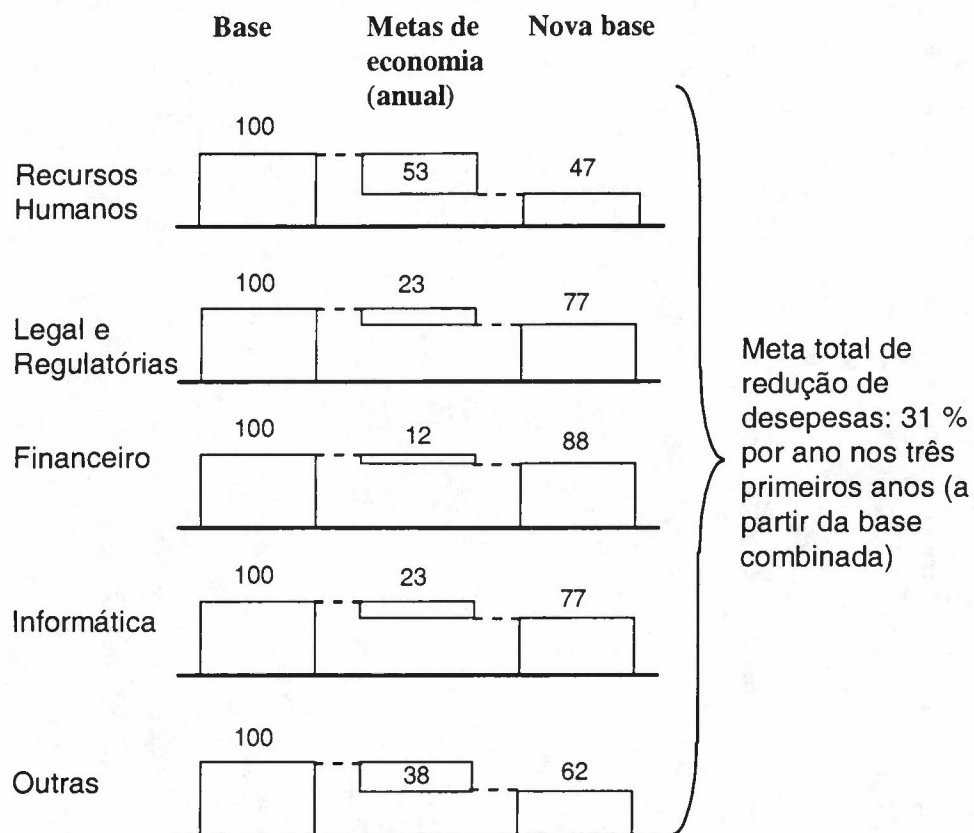


Da mesma forma, abaixo podemos observar as sinergias capturadas na área de suporte da empresa combinada. Vale notar que todas estas projeções estão baseadas e calculadas assumindo-se que os problemas advindos na fase pós-fusão serão bem administrados, controlando todos os pontos analisados previamente através de planos bem estruturados discutidos mesmo antes da operação se concretizar.

## Sinergias nas áreas de suporte – Integração LIFE

Percentuais

Despesas combinadas (LIFE e VIDA)



### 5.3 - Aquisição da Empresa XYZ pela Empresa VIDA

Nesta aquisição não ocorreram sinergias em termos de produtos ou canais de distribuição. No entanto sinergias significativas foram capturadas nas funções de produção e de suporte.

### **Situação pré-aquisição**

**Produtos:** Havia uma duplicação moderada entre os produtos das duas empresas.

**Distribuição:** Não existia duplicação de canais. XYZ utilizava bancos, enquanto que VIDA utilizava agentes comissionados, mala direta, agências de correio, corretores, e seu próprio canal de distribuição.

**Produção:** VIDA utilizava um único sistema moderno de gestão. XYZ utilizava quatro sistemas de administração.

### **Ações tomadas**

#### **Produtos:**

- Manter a utilização das duas marcas;
- Um produto VIDA substituído por um produto XYZ; manter o resto do portfólio.

#### **Distribuição:**

- Sem alterações nos mercados-alvo;
- Não consolidar canais de distribuição;
- Estabelecer um comitê (contendo representantes da produção e de todos os canais de distribuição), para coordenar todas as atividades de distribuição (portfólio, preços, marketing, etc.), com vistas a maximizar os retornos e minimizar a canibalização.

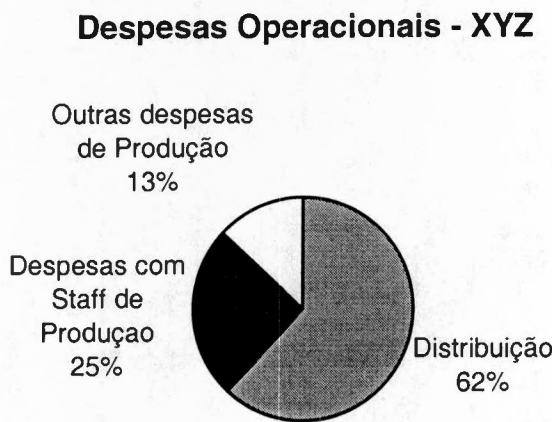
#### **Produção:**

- Nova estrutura organizacional composta dos melhores elementos de ambas as empresas;
- Consolidar as atividades de subscrição, processamento e atendimento ao cliente em uma única unidade;

- Não consolidar sistemas de informação (pelo momento);
- Não converter contratos XYZ para o sistema VIDA;
- Desenvolvimento de novos produtos suportado pelas equipes existentes.

**Resultados alcançados:**

Podemos ver abaixo a distribuição das despesas operacionais de XYZ, sendo que a distribuição correspondia por quase 62% das despesas totais.

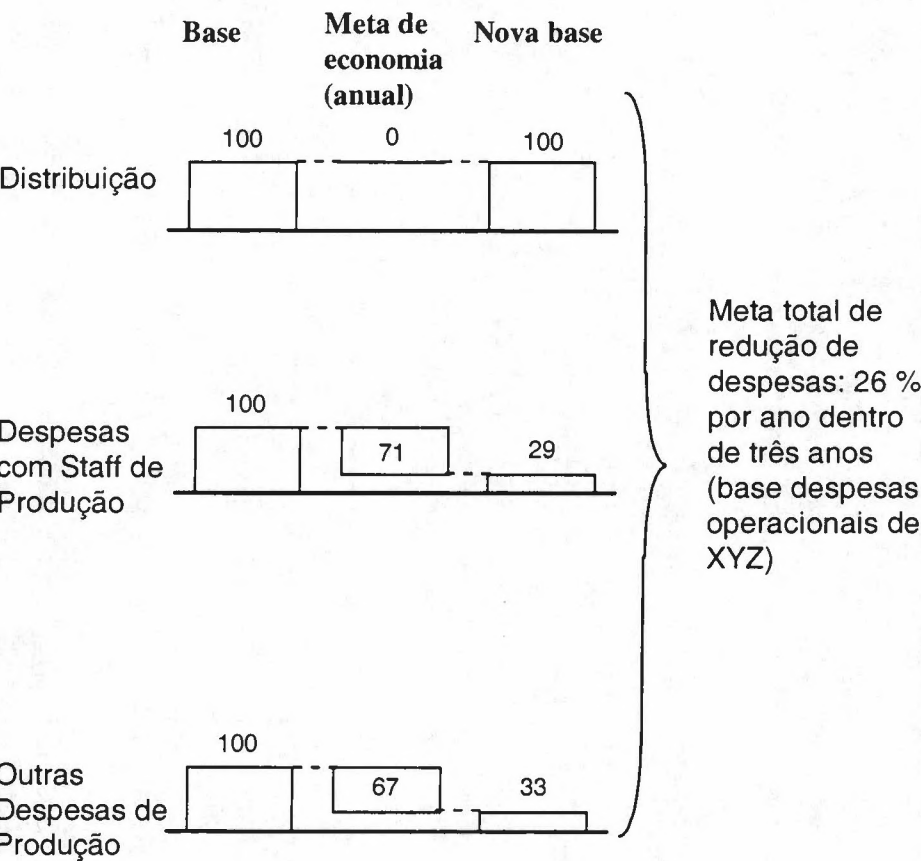


Os gráficos abaixo mostram os ganhos de sinergia projetados para esta aquisição.

**Sinergias – Integração XYZ**

Percentuais

**Despesas operacionais de XYZ**



Os três exemplos permitem observar que sinergias em várias áreas podem ser capturadas gerando significativo valor para as empresas, porém os exemplos não demonstram se efetivamente estas sinergias projetadas foram realizadas ao longo dos anos que estavam previstos. Conforme abordado no capítulo 4, o gerenciamento pós-fusão é vital para a captura das sinergias planejadas, permitindo assim a efetivação das projeções e a justificativa do prêmio pago nas operações.

#### **5.4 – Evidências do mercado brasileiro**

A pesquisa desenvolvida por PASIN e MATIAS demonstra que numa amostra de 18 empresas (pesquisa inicial com 25 empresas) brasileiras que passaram por um processo de fusão ou aquisição, 9 apresentaram melhorias tanto no índice de rentabilidade (rentabilidade sobre o patrimônio líquido) quanto nos indicadores de sinergias capturadas (custo do produto vendido sobre receita líquida e despesas administrativas sobre a receita líquida).

O objetivo desta seção não é de analisar os resultados obtidos, uma vez que o trabalho mencionado está a disposição para consulta, mas sim de evidenciar que 50 % das recentes operações brasileiras apresentaram resultados abaixo do esperado , tendo sido refletido na rentabilidade das empresas (piora no desempenho).

Segundo os autores, em recente publicação no jornal O Estado de São Paulo (3/07/2000) estes resultados “refletem os problemas na junção de culturas empresariais diferentes”, não permitindo portanto as capturas das sinergias planejadas inicialmente. “Ele aponta a diferença na cultura das empresas envolvidas como o principal obstáculo na obtenção de resultados positivos imediatos”.

Mais uma vez confirmamos que por melhor que seja o plano de integração entre as duas empresas, as capturas de sinergias só serão efetivadas com controle rígido durante o período pós-fusão, sendo vital para a geração de valor econômico e justificar a operação realizada.



## 6 - CONCLUSÃO E COMENTÁRIOS FINAIS

### 6.1 – Conclusão

As principais mensagens que podemos tirar do presente trabalho, que tinha como principal objetivo abordar os fatores críticos de sucesso em uma operação de fusão ou aquisição são:

- O período pré-fusão deve ser aproveitado para que exaustivas análises das empresas combinadas sejam realizadas. Existe uma forte tendência prática de se realizar a análise financeira somente, mas o *framework* proposto sugere que esta deve ser uma das quatro análises relevantes nesta fase, precedida da análise estratégica, análise e identificação de deficiências e posterior análise dos recursos humanos. Claro que uma excelente análise financeira é vital para a definição do prêmio pago ao se adquirir uma empresa, porém seu dimensionamento correto só é possível quando refletimos nos modelos financeiros todas as forças e fraquezas levantadas nestas outras análises.
- O período pós-fusão deve ser muito bem planejado e estruturado para permitir que as sinergias planejadas nos modelos sejam de fato capturadas ao decorrer da integração das empresas. Muitos problemas práticos podem surgir nesta fase, assim propusemos regras básicas que poderiam minimizar o impacto destes no resultado da nova empresa. Torna-se crítico o tempo para a captura das sinergias, já que o retorno esperado pelo acionista sobre o capital investido na nova empresa deve acontecer nos tempos previstos nos modelos.

Tanto na primeira fase como na segunda, verificamos que o entendimento da cultura de ambas empresas é fator chave para o sucesso da operação. Antes



de concretizar a investida, a análise dos recursos humanos de ambas irá demonstrar o alinhamento das equipes e da alta gerência, indicando se o período pós-fusão deverá ser gerenciado com muito rigor ou se as empresas possuem já afinidade cultural tornando o período pós-fusão menos conturbado.

Vale notar também que não foi escopo do trabalho aprofundar-se nas análises estratégicas e financeiras pois cada tema deste por si só é suficiente para estruturar outra monografia. Preferimos aprofundar o trabalho nas dimensões culturais, agregando como novidade *frameworks* de análises para as fases pré e pós fusão.

Através das evidências de mercados pudemos mostrar primeiramente a fase pré-fusão de uma empresa americana do ramo de seguros que projetou os ganhos sinérgicos para cada operação que estruturou recentemente, não ficando evidente ainda se efetivamente estes ganhos foram capturados pós fusão. Já o estudo das empresas brasileiras mencionado é uma referencia recente da tentativa de medir-se os efetivos ganhos capturados no período pós-fusão, através de dois indicadores de sinergia da empresa combinada. Tal estudo revelou que 50% das empresas apresentaram melhorias tanto nos indicadores quanto na rentabilidade sobre o patrimônio líquido, mostrando que nem sempre estas operações trazem o retorno esperado.

Salientamos neste ponto que medições e impacto do resultado de uma operação de fusão e aquisição na prática é tarefa complexa pois (i) para saber se efetivamente a operação gerou valor marginal maior do que as empresas sozinhas, precisávamos conhecer o resultado das empresas operando no mesmo período em separado e comparar com elas em conjunto, o que é impossível de se realizar e (ii) a disponibilidade de informações principalmente no Brasil das empresas é muito pequena, impedindo riqueza de análise para

melhor compreensão dos fatos. Obviamente que estes motivos apresentados não podem ser fatores inibidores para qualquer análise, assim com metodologias bem claras e precisas poderíamos estruturar análises relevantes.

Neste contexto sugerimos abaixo o que entendemos ser de grande contribuição para continuar com os estudos nesta área. Mais evidências mercadológicas são necessárias para que a cada operação melhoremos a performance das empresas envolvidas e capturemos as sinergias esperadas.

## **6.2 - Sugestão para a continuação do estudo**

Na mesma direção do trabalho apresentado por PASIN, sugiro que seja realizada uma análise detalhada do impacto de operações em empresas brasileiras, com as seguintes considerações:

1. O universo de empresas seja amplo (por exemplo, 200 empresas) , para que possa ser dividido em setores da indústria, para que seja possível capturar as particularidades de cada setor.
2. Os aspectos e particularidades de cada empresa antes da fusão ou aquisição sejam apontados e bem analisados, mediante entrevistas com executivos que participaram do processo, fatos públicos, dados históricos de mercado, relatórios internos, enfim fontes de informação para que seja contextualizada a realidade de cada empresa.
3. Idem para o período pós-fusão, com acompanhamento dos principais indicadores de ganhos de sinergia, correlacionando estes não só com eventos internos à empresa, mas também com eventos externos como planos econômicos de mercado, abertura da economia, enfim criando-se

uma base de dados para permitir de fato verificar se a melhoria nos resultados foram provenientes da operação ou foram reflexos de eventos externos que poderiam ocorrer também nas empresas separadas. Nesta fase seria imprescindível estruturar a análise sobre vários indicadores para cada área operacional da empresa, desde rotatividade de executivos até aumento relativo das despesas administrativas.

4. Uma vez que os dados estejam compilados, poderíamos comparar os indicadores obtidos com os concorrentes de mercado, entendendo a posição relativa de cada empresa antes e depois da operação, através de uma análise gráfica para melhor identificar a evolução de cada *player*.
5. Por fim, uma boa síntese de todo estudo seria fundamental para a contribuição acadêmica e mercadológica. Como sugestão, o período de análise deveria ser de no mínimo três anos, um antes e dois após a operação concluída, para que a análise seja conclusiva.

## 7 - BIBLIOGRAFIA

### Livros

- BASTIEN, D.T. ,VAN DE VEN, A.H. *Managerial and Organizational Dynamics of Mergers and Acquisitions*, Minneapolis: University of Minnesota, 1986.
- BENDANIEL, David J., ROSENBLOOM, Arthur H..*International M&A, Joint Ventures and Beyond: Doing the deal*. 1ª. ed. New York: John Wiley & Sons, 1998. 520 p.
- BREALEY, Richard A, MYERS, Stewart C.. *Principles of corporate finance*. 5. Ed. New York: McGraw-Hill, 1996. 1093 p.
- CALDEIRA, Jorge. *Mauá: empresário do império*. 1ª. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1995. 553 p.
- COPELAND, Thomas E. et al. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. 2ª. ed. New York: John Wiley & Sons, 1996. 549 p.
- DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. 1ª. ed. New York: John Wiley & Sons, 1996. 519 p.
- HOFSTEDE, G.H., *Culture's consequences: international differences in work-related values*. 1ª. ed. Beverly Hills: Sage Publications. 1980. 475 p.
- MEEKS, M.L. *Disappointing Marriage: A Study from the gains from Merger*. Cambridge University Press. 1977.
- OLIE, René. Culture and its impact on mergers and acquisitions.
- SCHEIN, E.H. *Organizational Culture and Leadership: A Dynamic view*. 1ª. ed. San Francisco: Jossey-Bass. 1985. 358 p.
- SEKARAN, U., SNOGRASS, C.R. *A model for examining Organizational Effectiveness Cross-Culturally*. Advances in International Comparative Management, Vol. 2, Greenwich: JAI Press.
- TROMPENAARS, Fons, HAMPDEN-TURNER, Charles. *Riding the waves of culture: Understanding cultural diversity in global business*. 2.ed. . New York: McGraw-Hill. 1998

WESTON, John F., COPELAND, Thomas E. *Financial theory and corporate policy*. 3.ed. Reading: Addison Wesley, 1988. 946 p.

WESTON, John F. et al.. *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. 2.ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1998. 504 p.

### **Dissertações , Teses e Trabalhos Acadêmicos**

MOITINHO, Patricia ,SILVA Pedro. *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas: Teorias sobre Fusões e Aquisições e o Valor Econômico Criado*. Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão, 2000, 18 p. (Dissertação, Graduação, Finanças).

PASIN, Rodrigo Maimone ,MATIAS Alberto Borges. *A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições*. Ribeirão Preto, Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, 2000, 49 p. (Dissertação, Graduação, Finanças).

### **Periódicos**

ASHKENAS, Ronald N. et al. . Making the deal real: How GE Capital integrates acquisitions. *Harvard Business Review*, Boston, v. 76, n. 1, p. 165-178, Jan./Feb. 1998.

COPELAND, Thomas E., ANSLINGER, Patricia L.. Growth through acquisitions: A fresh look. *Harvard Business Review*, Boston, v. 74, n. 1, p. 126-135, Jan./Feb. 1996.

CHAUDHURI, Seikat, TABRIZI, Behnam. Capturing the real value in high-tech acquisitions. *Harvard Business Review*, Boston, v. 77, n. 5, p. 123-130, Sept./Oct. 1999.

DATTA, D.K. Organizational Fit and Acquisitions Performance: Effects of Post-Acquisition Integration, *Strategic Management Journal*, 12, p.281-297. 1991.

GADIESH, Orit, GILBERT, James L.. How to map your industry's profit pool. *Harvard Business Review*, Boston, v. 76, n. 3, p. 149-162, Mai./Jun. 1998.

- JEMISON, D.B. ,SITKIN, S.B. Corporate Acquisitions: A process perspective, *Academy of Management Review*, 11, p. 145-163. 1986
- NAVAHANDI, A ,MALEKADEH, A.R. Acculturation in Mergers and acquisitions, *Academy of Management Review*, 1 p79-90. 1988.
- RAPPAPORT, Alfred, SIROWER, Mark. Stock or Cash ?: The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions. *Harvard Business Review*, Boston, v. 77, n. 6, p. 147-158, Nov./Dec. 1999.
- RONEN,S., SHENKAR, Clustering Countries on Attitudinal Dimensions : A review and synthesis. *Academy of management Review*, 10, p. 435-454. 1985.
- WISE, Richard, BAUMGARTNER, Peter. Go downstream: The new profit imperative in manufacturing. *Harvard Business Review*, Boston, v. 77, n. 6, p. 133-141, Sept./Oct. 1999.

### **Documentos eletrônicos**

- DE CHIARA, Márcia. **Impacto imediato das fusões nem sempre é bom**. 2000. Endereço eletrônico: <http://www.estado.com.br/editorias/2000/07/03/eco034.html>
- JACKSON, Thomas Penfield et. al. . **USDOJ: US versus Microsoft**. 2000. Endereço eletrônico: [http://www.usdoj.gov/atr/cases/ms\\_index.htm](http://www.usdoj.gov/atr/cases/ms_index.htm)
- LEIBOVITCH, Evan. **ZDNet: Can a Sun change its spots ?** 2000. Endereço eletrônico: <http://www.zdnet.com/enterprise/stories/main/0,10228,2607375,00.html>
- OLIVEIRA, Gesner et. al. .**CADE: Decisão do Caso Ambev**. 2000. Endereço eletrônico: <http://www.mj.gov.br/cade/inicial.htm>