

**FACULDADE NOVOS HORIZONTES**  
**Mestrado Acadêmico em Administração**

**FUSÕES E AQUISIÇÕES**  
**Um Estudo em uma Empresa Nacional do Setor Elétrico**

MIRIAM APARECIDA DA SILVA PEREIRA

Belo Horizonte

2007

MIRIAM APARECIDA DA SILVA PEREIRA

## **FUSÕES E AQUISIÇÕES**

### **Um Estudo em uma Empresa Nacional do Setor Energético**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Organização e Estratégia.

Linha de Pesquisa: Relações de Poder e Dinâmica das Organizações

Orientadora: Dr<sup>a</sup>. Marília Novais da Mata Machado

Belo Horizonte  
2007

A Deus, por me conceder o dom da inteligência e por me ensinar, por meio do seu exemplo, o poder advindo da coragem e perseverança.

Aos meus queridos filhos, que são a razão da minha vida, pela compreensão, paciência e todo o seu amor.

Ao meu pai, principalmente, que mesmo tão longe, está tão perto em cada palavra escrita, em cada noite e em cada dia de estudo.

A minha querida mãe, por me apontar o caminho por meio do amor.

## AGRADECIMENTOS

À Professora Dr<sup>a</sup>. Marília Novais da Mata Machado, minha orientadora neste trabalho, por ter me acolhido com tanto carinho, respeitando as minhas idéias e me incentivando no caminho da busca pelo resultado de um trabalho aprimorado;

À minha querida amiga professora e diretora Maria da Conceição, pelo apoio e confiança nesta etapa tão importante da minha vida profissional;

Ao Superintendente da Cemig e amigo João Batista Zolini Carneiro, pela paciência e pela grande contribuição, por meio do seu conhecimento sobre o assunto investigado neste trabalho;

Aos professores Elaine, Suely, Claudia e Ary; aos meus colegas da Cemig Marilene, Miriam Paula, Andréa Ridolfi, Marcelo, Marco Túlio, Lílian, Procópio, Eliana e Álvaro; amigos que sempre estiveram por perto me apoiando com tanto respeito e bondade;

Ao meu querido amigo Marcos Ackel, que me fez acreditar que daria certo, contribuindo com seu carinho, tempo e paciência;

À minha mãe, à minha irmã Maria Clara, ao meu sobrinho querido Pedro Augusto e a toda a minha família, pelas palavras de incentivo e de compreensão, porque tudo o que faço é por amor a eles.

## RESUMO

Este estudo apresenta as razões de uma empresa X, do setor elétrico brasileiro, estar realizando transações de fusões e aquisições. Baseando-se no referencial teórico sobre o assunto e em entrevistas realizadas com empregados da empresa em estudo, responsáveis pelas aquisições efetuadas nos últimos anos, apresenta-se uma análise compreendendo a teoria e a prática. Como resultado do estudo, identificou-se que o Brasil na década de 1990, diante de um novo cenário mundial, busca recuperar sua posição na economia, tornando-se menos vulnerável às condições externas. Diante desse novo ambiente, o setor elétrico, até então dominado por monopólios governamentais, passa por um processo de transformação da sua estrutura energética, em busca de desenvolvimento. E, para isso, permite a entrada de novos investimentos privados. A mobilidade do capital advinda da abertura dos mercados e das reformas promovidas pelo governo no setor elétrico sinaliza uma consolidação das empresas, uma vez que somente as grandes organizações com recursos disponíveis terão como realizar os investimentos necessários ao desenvolvimento do setor. Em face deste movimento esperado de consolidação, a empresa em estudo tem realizado fusões e aquisições nos últimos anos e sinaliza para a continuidade deste processo pautando suas ações alinhadas à diretriz de seu plano diretor 2005/2035, que consiste no seu planejamento estratégico, que é crescer e agregar valor.

Palavras-chave: Fusão. Aquisição. Consolidação. Capital.

## **ABSTRACT**

This study presents the reasons why an enterprise “X” belonging to the Brazilian electrical sector is realizing merging and acquisitions transactions. Based on the theoretical referential about the issue and on interviews with enterprise’s key employees, responsible for the conducted acquisitions in the last years, this study presents an analysis between the theory and the real practice. As a result of the study, it was identified that Brazil, in the 90’s decade, seeing a new world scenario, searches to recover its position in economy, becoming less vulnerable to external conditions. Facing this new electrical sector environment, until now dominated by government monopoly, undergoes a transformation process of its energetic structure, searching development and, because of this, allows the input of new private investments. The mobility of capital, allowed by the market’s opening and by the restructuring promoted by the government in the electrical sector, signals that enterprises are consolidating, once only large organizations, with available resources, will have the means to accomplish the necessary investments to develop the sector. Seeing this waited consolidation movement, the studied enterprise has accomplished merges and acquisitions in the last years, indicating the continuity of this process, directing its actions aligned to the policies of the 2005/2035 director plan, which consists of its strategic planning that is to grow and aggregate value.

Keywords: merge; acquisition; consolidation; capital.

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1	A economia em transformação.....	23
QUADRO 2	Quatro momentos percebidos durante a década de 1990.....	26
QUADRO 3	Fusões, aquisições e associações – Referências conceituais.....	32
QUADRO 4	Razões para realizar fusões e aquisições.....	45
QUADRO 5	Grupamento das razões para se realizar transações de fusões e aquisições.....	47
QUADRO 6	Razões: transações de fusões e aquisições.....	47
QUADRO 7	Consolidação das razões para se realizar fusões e aquisições.....	51
QUADRO 8	Razões: Transações de F&A: Percepção do entrevistador.....	68
QUADRO 9	Autores referenciados pela figura 3	69

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1	Fusões e aquisições no Brasil: número de transações .....	25
TABELA 2	Total acumulado de transações, por setor, desde o início do “Plano Real” até o primeiro trimestre do ano de 2007 .....	28
TABELA 3	Ranking setorial de transações – Ano de 2006 .....	30
TABELA 4	Ranking de transações de F&A – Setor de Companhias Energéticas – Período: 1994 a 2006 .....	31



## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1	O modelo tridimensional do ambiente.....	19
FIGURA 2	As razões das fusões e aquisições transfronteiras.....	50
FIGURA 3	Relação dinâmica entre as razões para realizações de F&A .....	69
FIGURA 4	Consolidação das razões para realizar fusões e aquisições.....	73
MAPA 1	Distribuição geográfica da Empresa X em 2004.....	58
MAPA 2	Distribuição geográfica da Empresa X em 2007.....	59
GRÁFICO 1	Razões citadas pelos entrevistados.....	66
GRÁFICO 2	Frequência das razões citadas pelos entrevistados.....	67

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

BFB – Banco Francês e Brasileiro

CCEE – Câmara de Comercialização de Energia Elétrica

EPE – Empresa de Pesquisa Energética

FDC – Fundação Dom Cabral

GE – General Electric

LSA – Lei das Sociedades Anônimas

MAE – Mercado Atacadista de Energia

NCC – Novo Código Civil

RH – Recursos Humanos

SEB – Setor Energético no Brasil

SIN – Sistema Interligado Nacional

UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO .....	12
1.1 Justificativa .....	14
1.2 Problemática .....	15
1.3 Objetivos .....	16
1.3.1 Geral .....	16
1.3.2 Específicos .....	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO .....	18
2.1 Ambiente: impactando as estratégias .....	18
2.2 Histórico das aquisições no Brasil: conjuntura econômica .....	21
2.3 Fusões e aquisições: terminologias e conceitos .....	31
2.4 Fusões e aquisições: etapas do processo .....	37
2.5 Fusões e aquisições: fatores que influenciam .....	43
3 A EMPRESA X NO CONTEXTO DO SETOR ELÉTRICO .....	53
3.1 Regulamentação que impacta as transações de fusões e aquisições .....	53
3.2 A empresa X: breve histórico .....	57
4 METODOLOGIA .....	61
4.1 Caracterização da pesquisa .....	61
4.2 Modelo de pesquisa .....	61
4.3 Unidade de análise e observação.....	61
4.4 Técnicas de levantamento de dados .....	62
4.5 Forma de análise de dados .....	62
5 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	65
5.1 Limitações do estudo.....	70
6 CONCLUSÃO .....	72
REFERÊNCIAS .....	77
APÊNDICES.....	82

## 1 INTRODUÇÃO

O século XXI trouxe uma nova configuração para o ambiente de trabalho, em que todos devem adaptar-se a uma sociedade que se transforma rapidamente, com exigências e oportunidades em constante mutação. De acordo com Schermerhorn (2007), as nações estão se tornando cada vez mais interdependentes. Os avanços tecnológicos, principalmente em comunicação e transporte, somados à desregulamentação dos mercados, abrem fronteiras, possibilitando uma nova economia interligada, global, de incerteza, permitindo um maior fluxo de pessoas, dinheiro, bens, serviços e informações.

O novo cenário econômico possibilitou, de acordo com Kimura e Suen (1997), que as organizações modernas buscassem o ingresso em novos mercados, visando obter economias de escala na produção e maior participação em mercados promissores, denominados “emergentes”.

Para Dupas (2001, p. 44), “ainda que a concorrência global seja uma questão basicamente privada, é grande o papel reservado aos Estados Nacionais em proporcionar um ambiente adequado ao apoio às empresas neles sediadas”.

Considerando o exposto pelo autor, torna-se importante ressaltar que nos últimos anos, de acordo com a EPE (2005, p. 40), “o Brasil vem recuperando sua posição relativa na economia mundial e reduzindo sua vulnerabilidade externa, com fundamentos macroeconômicos sólidos e a implantação de reformas estruturais, buscando o crescimento econômico sustentado”.

A partir desse novo cenário econômico, o setor elétrico, que, inicialmente, era dominado por monopólios governamentais, veio a sofrer um processo de transformação a partir dos anos de 1990 quando foi promovida a desestatização de empresas no país, processo que abriu o mercado para agentes privados, criando um ambiente mais competitivo. Segundo Guarita (2002), a década de 1990 representou para o Brasil o início de uma nova era econômica, em que uma economia fechada e sem competitividade torna-se aberta e globalizada.

Diante das novas exigências do mercado, Tolmasquim (2007, p. 26) afirma que desde 2004 o Brasil adota um novo modelo para o setor elétrico, apoiado em paradigmas como estabilidade regulatória, saneamento financeiro e aumento dos

investimentos, visando reduzir os riscos para os investidores e o das tarifas para os consumidores. Para o mesmo autor, “com o novo modelo do setor elétrico, podemos garantir que o setor está cada vez mais atrativo para os investidores”.

Em complemento, Guarita (2002) ressalta que é neste cenário que as empresas em busca de ganhos de escala de produção, sinergias financeiras e tecnológicas, atuação em outras regiões geográficas, dentre outros atrativos, vêm realizando transações de fusões e aquisições.

Da mesma forma, Pinto Jr.; Iottoy (2005, p. 3) afirmam que o crescente aumento das operações de fusões e aquisições na década de 1990 como estratégia de expansão das empresas de energia foi impactado por fatores como “acesso a crédito no mercado internacional, facilidade de remessa de lucros às suas matrizes originais e facilidade de acesso a diferentes formas de captação de recursos financeiros”, todos característicos de mercados globalizados.

Diante do contexto de mudanças na economia mundial, em que o Brasil busca solidificar-se por meio do crescimento econômico sustentado, fica clara a importância do setor elétrico nesse processo. A partir das afirmativas descritas pelos autores, no que se refere ao aumento das transações de fusões e aquisições ao longo dos anos, desde a abertura dos mercados, em 1990, viu-se a possibilidade, por meio deste estudo, de investigar as razões que levam uma empresa brasileira do setor elétrico a efetuar transações de fusões e aquisições. Primeiramente, no capítulo 2 foi investigado o ambiente em que se enquadra a empresa analisada, pois é certo que os ambientes interno e externo exercem influências no processo decisório da empresa quanto a suas estratégias de atuação. Também levantou-se o histórico das aquisições no Brasil, a fim de analisar o crescimento ao longo dos anos dessas transações, os conceitos, as etapas do processo e os fatores que influenciam as organizações a realizarem transações de fusões e aquisições.

No capítulo 3, faz-se um breve histórico da empresa em questão e descrevem-se as barreiras regulamentares do setor elétrico, às quais está sujeita a empresa no que diz respeito às transações de fusões e aquisições. Finalizando, foram identificadas as razões de a empresa X realizar operações de fusões e aquisições.

Para a realização deste estudo, com base no roteiro apresentado no APÊNDICE A, foram entrevistados 13 empregados responsáveis pelas aquisições na empresa X nos últimos anos, sendo:

- a) seis integrantes da área de Coordenação de Participações e Aquisições, responsáveis por todas as aquisições já realizadas;
- b) o diretor da Diretoria de Finanças, Participações e Relações com Investidores;
- c) o diretor da Diretoria de Distribuição e Comercialização, tendo em vista o aspecto regulatório, ao qual as transações de fusões e aquisições da organização em questão estão sujeitas;
- d) o assessor do diretor presidente; e
- e) quatro empregados de áreas afins, de suporte aos processos de fusões e aquisições realizados pela empresa até o primeiro semestre de 2007. Superintendência de Tecnologia e Informática, Superintendência de Planejamento Corporativo e Tarifas, Superintendência de Gestão de Finanças Corporativas e Superintendência de Planejamento Estratégico.

## 1.1 Justificativa

No ano de 2004, a empresa X, objeto deste estudo, criou em sua estrutura organizacional a área de Coordenação de Participações e Aquisições, responsável por prospectar, identificar e avaliar novas oportunidades de aquisições de empresas do setor elétrico, por meio de pesquisas exploratórias, coordenação de *due-diligence*, visitas a *data-rooms* e modelagem econômico-financeira utilizando técnicas avançadas de *valuation*.

A estratégia da empresa fica bem sinalizada a partir da criação desta área, ou seja, tornar-se um player mais importante em um mercado turbulento, por meio de fusões e aquisições que permitirão obter sinergias operacionais, aumento conseqüente do seu fluxo de caixa e criação de valor para o acionista.

Considerando que a empresa X é lucrativa, que seu endividamento é pequeno e que desfruta de ótimo conceito no mercado, a proposta de buscar e assegurar o crescimento em um ambiente turbulento é indicativo de sua disposição de crescer assumindo riscos, o que pode ser entendido, do ponto de vista de Palazzo (1993, p. 116), como um fator de sobrevivência, e não apenas uma atitude

de ousadia por parte de seus dirigentes. Para o mesmo autor, “quanto maior o risco, mais ele deve ser planejado, medido e controlado”.

A autora deste estudo integra o quadro de empregados da empresa X desde 1983, o que lhe permitiu, tendo em vista fazer parte da equipe da área criada em 2004 responsável pelas aquisições e participações, perceber sua disposição de crescer por meio de aquisições, uma vez que vem investindo grande volume de recursos nessas operações. A estratégia que a empresa adota consiste em optar por entrar nos negócios com participações, e não como majoritária, pois dessa forma o risco fica diluído entre os sócios e possibilita à empresa X não atingir por meio de uma só aquisição, os limites do mercado de energia determinados por lei, o que sinaliza a intenção de dar continuidade a esse processo. Entrar no negócio com participações permite à empresa X não levar para os sócios todos os pesos e limitações de uma estatal. Ao contrário, se ela entra com menos de 50% traz a agilidade da iniciativa privada para o empreendimento. No entanto, este procedimento exige complexidade em termos da gestão societária, pois, mesmo não sendo majoritária, ela deverá influenciar o negócio de forma decisiva.

Diante do exposto, identificar por que a organização X do setor elétrico brasileiro reavalia suas estratégias de crescimento e decide realizar transações de fusões e aquisições é fundamental para compreender e, conseqüentemente, projetar o futuro dos processos de gestão e emprego no mundo empresarial globalizado. Do ponto de vista de Barros, Souza e Steuer (2003, p. 17), “as transações de fusões e aquisições têm causado profundas mudanças, alterando os padrões de gestão, produção e emprego no mundo todo, sendo um fenômeno que tende a continuar”.

## **1.2 Problemática**

Este estudo tem como objeto de pesquisa a Empresa X, brasileira, do setor elétrico. Trata-se de uma das maiores e mais lucrativas empresas de energia elétrica do Brasil. Mantém um *portfólio* equilibrado de negócios no setor, com uma base extremamente sólida, que lhe permite competir para manter a atual carteira de grandes clientes e se redirecionar estrategicamente, buscando preservar as sinergias existentes e crescendo de forma sustentável com base em investimentos

que tenham retorno e criem valor ao acionista. Sua estratégia pode ser resumida em duas grandes linhas de atuação:

- a) ampliação da área de atuação, com foco no setor elétrico; e
- b) geração constante de valor para os acionistas e para a comunidade servida.

Com o objetivo de tornar claro o seu crescimento no período de 2004 a 2007, é importante ressaltar que a empresa X, conforme determinação da Lei 10.848, de 15 de março de 2004, que dispõe sobre a comercialização de energia elétrica, passou pelo processo de desverticalização, que consiste na adequação do seu modelo societário ao novo modelo institucional do setor elétrico.

A desverticalização da empresa X compreendeu a criação de três empresas: uma holding, que exerce o papel de controladora; uma distribuidora, para exercer as atividades de distribuição; e uma terceira, que exerce as atividades de geração e transmissão de energia elétrica. Pela reestruturação societária, o grupo da empresa X ficou composto, em 2004, por: 1 holding controladora, 11 empresas e 6 consórcios.

O crescimento expressivo da empresa X, no período de 2004 a 2007, por meio de aquisições realizadas, pode ser percebido pela sua nova composição societária em 2007, em que o número de empresas aumentou de 11 para 40 e o número de consórcios, de 6 para 7, o que sinaliza um movimento contínuo de expansão por meio de fusões e aquisições.

A partir desse contexto, a investigação deste estudo pretende explorar:

“Por que razões estão se realizando fusões e aquisições no setor de energia elétrica”?

## **1.3 Objetivos**

### **1.3.1 Geral**

Identificar por que razões são realizadas transações de fusões e aquisições na Empresa X.



### 1.3.2 Específicos

- a) identificar as influências internas e externas à organização que atuam sobre as estratégias de fusões e aquisições adotadas pela empresa X;
- b) identificar a regulamentação relativa ao processo de fusões e aquisições ao qual está sujeita a empresa X do setor público de energia elétrica no Brasil; e
- c) identificar os fatores que influenciam a empresa X a realizar transações de fusões e aquisições.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Ambiente: impactando as estratégias

Relacionar a organização ao ambiente, ou seja, identificar o contexto em que ela está inserida permite entender os mecanismos estratégicos de crescimento por ela adotados, como transações de fusões e aquisições, diante das influências dos ambientes internos e externos.

De acordo com Matos (1981), optar pela estabilidade tranqüila em algo essencialmente dinâmico é utópico. Significa extermínio. O crescimento é a forma de expressão de vida. Caracteriza-se por proporcionar situações de desequilíbrio, por provocar divergências de idéias, por importar em quebra de paradigmas e por transformar a vida das pessoas e as estruturas.

Diante da expressão “algo essencialmente dinâmico” seria possível concluir que o autor refere-se ao ambiente. Ele complementa quando reafirma que o crescimento leva ao conceito de mudança e esse, a uma colocação indiscutível: inovação ou obsolescência. Ilustra de forma metafórica citando que as sociedades tecnológicas estão sofrendo de progeria, ou envelhecimento precoce. Elas não estão ficando senis, mas experimentando ritmos de mudança anormalmente rápidos para o tempo em que vivem (MATOS, 1981).

Da mesma forma, Robbins (2006) enfatiza que no cenário atual existem poucos ambientes estáticos e que a incerteza caracteriza o mundo empresarial. Sujeito a mudanças, o ambiente é composto por forças internas e externas às organizações, que podem afetar o seu desempenho. Tendo em vista que a incerteza do ambiente é uma ameaça ao desempenho das organizações, estas implementarão estratégias na tentativa de limitar essa incerteza, ou seja, de lidar com ela, transformando as ameaças em oportunidades. Para o mesmo autor, capacidade, volatilidade e complexidade são as três dimensões fundamentais do ambiente de qualquer organização. A capacidade possibilita identificar até onde o mesmo pode sustentar o crescimento. A volatilidade indica o seu grau de instabilidade, o quanto ele é dinâmico ou estável. A complexidade é percebida por

dois fatores: o grau de heterogeneidade e a concentração entre os elementos do ambiente. Ou seja, um ambiente simples é homogêneo e concentrado, enquanto que um ambiente complexo tende a ser heterogêneo e disperso. A figura 1 resume a definição de ambiente, tendo em vista suas três dimensões.

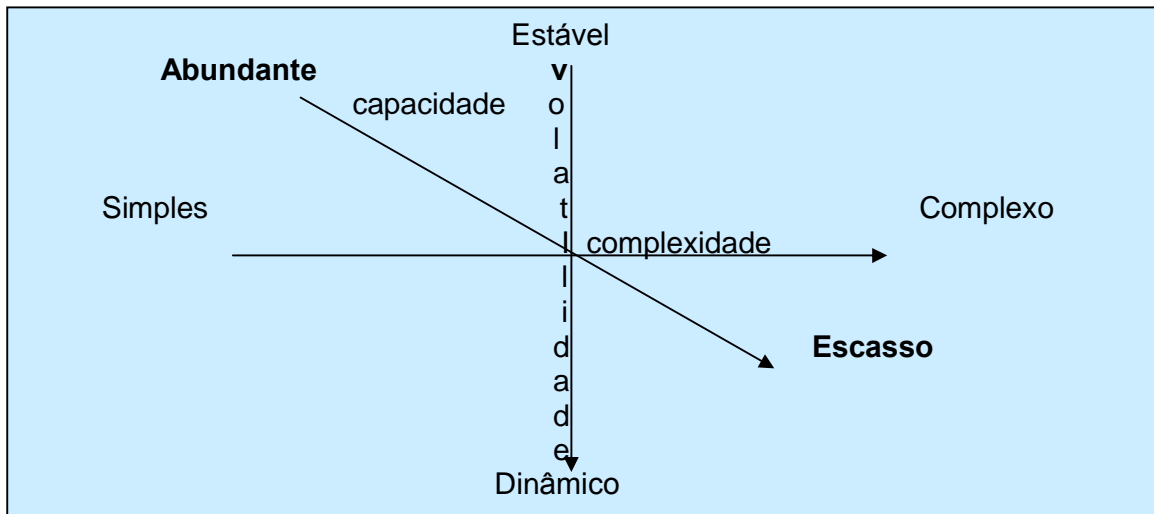


Figura 1 – O modelo tridimensional do ambiente  
Fonte: Elaborada pela autora a partir de ROBBINS, 2006, p. 90.

As setas na figura 1 indicam o movimento em direção à maior incerteza. Assim, as organizações que estão inseridas em ambientes considerados escassos, dinâmicos e complexos enfrentam o maior grau de incerteza e precisam constantemente monitorar o ambiente.

Segundo Mintzberg e Quinn (2001, p. 60), “o ambiente de uma empresa nos negócios, como o de qualquer outra entidade, é o padrão de todas as condições e influências externas que afetam sua vida e seu desenvolvimento”. Os autores enfatizam que formular uma estratégia é ter o futuro em mente. Para que isso seja possível, é necessário conhecer os aspectos relativos ao ambiente no qual a organização está inserida.

Da mesma forma, Schermerhorn (2007), quando conceitua organização, também ressalta o ambiente como agente de força de mudança, referindo-se a um conjunto de pessoas trabalhando juntas, compartilhando um propósito amplo, ou seja, contribuindo de forma real e positiva para retornar valor à sociedade. Enfatiza que as características do ambiente externo atual, com todas as mudanças e incertezas, vão provocar aumento da necessidade de organizações capazes de

aprenderem e de se adaptarem aos novos tempos, por meio de pensamento sistêmico, visão compartilhada e aprendizado em equipe.

No que diz respeito ao pensamento sistêmico, para Wood Jr.; Vasconcelos e Caldas (2003, p. 44), “constitui uma abordagem alternativa ao reducionismo”. As diversas dimensões envolvidas em processos de fusões e aquisições, por exemplo, deveriam ser tratadas como um fenômeno complexo em todas as suas dimensões, ou seja, estruturais, humanas e tecnológicas.

As estratégias adotadas pelas organizações diante de um ambiente global em constante alteração, segundo Silva Junior e Ribeiro (2001, p. 89), implicam novas formas de associações por meio de relacionamentos cooperativos entre empresas. A partir desse novo contexto, as empresas buscam reduzir seus custos e riscos, ter maior flexibilidade e construir vantagens competitivas em torno de suas competências essenciais, “deslocando-se do posicionamento competitivo para a cooperação competitiva”.

Em complemento, do ponto de vista de Harrison (2005), as táticas de crescimento adotadas pelas empresas diante dos ambientes dinâmicos estão relacionadas aos possíveis crescimentos, internos ou externos. Elas utilizam recursos internos para gerar vendas nas empresas já existentes ou para alcançar novos mercados. O crescimento externo envolve cooperação com outras organizações ou a aquisição destas.

Considerar o ambiente institucional e regulatório no qual as empresas estão inseridas, segundo Pinto Jr. e Iottoy (2005), é fundamental para definir as táticas de crescimento, uma vez que implica, de forma decisiva, as estratégias competitivas que serão adotadas pelas mesmas. Política cambial, taxa de juros e condições de acesso ao mercado financeiro nacional e internacional são fatores que podem constituir limites às estratégias traçadas e, também, ao seu desempenho.

Esse novo contexto de ambiente globalizado, segundo Dupas (2001), introduziu uma variável nova na discussão da eficiência econômica. O capitalismo contemporâneo implica, tendo em vista o grande volume de investimentos necessários à liderança tecnológica de produtos e processos, poucos grandes grupos por setor no topo da cadeia produtiva que decidirão o que, quanto, quando, como e onde produzir operando em nível global e buscando a diminuição dos custos de produção. Os processos mais utilizados para a concentração são: fusões, aquisições, *joint ventures* e acordos tecnológicos. Ao mesmo tempo em que se

globaliza no topo, fragmenta-se na base, por meio de franquias, terceirizações, subcontratações e parcerias. A eficiência do atual modelo oligopolista se dá por meio da manutenção de dura concorrência, permitindo queda nos preços e melhora de qualidade em vários produtos globais.

No que diz respeito às transações de fusões e aquisições como estratégias de concentração, segundo Barros; Souza e Steuer (2003, p. 17), são motivadas por essa nova lógica competitiva do mercado em todos os segmentos econômicos, “pressupondo saltos tecnológicos e busca de novos mercados”.

## **2.2 Histórico das aquisições no Brasil: conjuntura econômica**

Os estudos levantados sobre a evolução das transações de fusões e aquisições no Brasil, principalmente no setor de energia elétrica, diante das principais mudanças da economia desde a década de 1990 até os dias atuais, têm o propósito, de mostrar a evolução dessas operações, buscando identificar as razões que as motivaram ao longo desse período, como também a tendência dessas operações para o futuro.

De acordo com Matias, Barretto e Gorgati (1996), para o completo entendimento de um processo como o de fusões e aquisições, é fundamental compreender a conjuntura econômica que lhe dá suporte.

Princípios nacionalistas, propósitos protecionistas, reservas de mercado, estatização e concessão de incentivos fortemente subsidiados para a expansão do setor produtivo privado, de acordo com Rossetti (2001, p. 67-68), caracterizam o cenário estratégico do governo brasileiro durante as quatro décadas, do pós-guerra ao final dos anos 1980, excetuando-se a abertura industrialista do período 1956 - 1960. O autor distingue a formação de dois extremos: a construção de um parque produtor estatizado para as questões estratégicas; e, nos demais segmentos, a presença de empresas estrangeiras nas situações em que a capacitação tecnológica nacional era insuficiente ou não competitiva. “O capital nacional privado estaria destinado aos setores de tecnologias dominados ou de fácil acesso, voltados para bens finais de consumo de menor conteúdo tecnológico ou para elos das cadeias produtivas das grandes empresas estatais e dos conglomerados estratégicos”. As

conseqüências da postura do governo brasileiro até final dos anos 1980, no campo empresarial “foram o descaso para com padrões de excelência em materiais, processos e produtos e o comprometimento da produtividade e da competitividade”. Uma economia apresenta-se fechada, caracterizada por movimentos de cartelização, ou seja, coalizões não competitivas definidas intramuros no sentido de eliminar a simples concorrência e cartorização, que compreendem mecanismos de proteção de interesses patrocinados pelo próprio governo, com um setor privado protegido e um setor público corporativo, tendo em vista os interesses que se vinham cristalizando ao longo do tempo.

Segundo Matias, Barretto e Gorgati (1996), o Brasil vivenciou durante a década de 1980 um período de instabilidade econômica. Na transição do final dos anos 1980 para a última década do século XX, a economia brasileira, conforme Rossetti (2001), estatizada e protegida por fundamentos solidificados, vê-se atingida, uma vez que começa um amplo processo de mudanças em sintonia com os movimentos mundiais de liberação das transações interfronteiras e de globalização de mercados. A economia do país passou a ter sustentação a partir de novos propósitos estratégicos. Em pouco tempo, todas as bases de sustentação do velho modelo foram demolidas. O novo modelo de inserção do país, na emergente economia globalizada, caracterizada pela estabilização monetária, pelo fim do longo ciclo de hiperinflação, pela desregulamentação de mercados e pela disposição em atrair capitais externos, traz novos propósitos estratégicos, modificando nos anos 1990 seus fundamentos macroeconômicos:

Da mesma forma, Guarita (2002) ressalta que a década de 1990 representou para o Brasil o início de uma nova era econômica, deixando de ser uma economia fechada, sem competitividade, para se transformar em uma economia aberta e globalizada.

Essa nova era econômica apontada por esses autores implica, segundo Robbins (2006), a transformação de uma velha economia em uma nova economia, conforme ilustra o quadro 1:

**QUADRO 1**  
**A Economia em Transformação**

A VELHA ECONOMIA	A NOVA ECONOMIA
Fronteiras nacionais limitam a competição	Fronteiras nacionais quase insignificantes na definição dos limites de operação da organização
A tecnologia reforça hierarquias rígidas e limita o acesso às informações	Mudanças tecnológicas na geração, armazenagem e utilização das informações as tornaram mais acessíveis.
As oportunidades de emprego se destinam aos trabalhadores industriais	Oportunidades de trabalho destinadas a trabalhadores do conhecimento.
População é relativamente homogênea	Característica da População: diversidade cultural
A empresa desconhece o ambiente externo	A empresa aceita suas responsabilidades sociais
Condução da economia: grandes corporações	Economia conduzida por empresas pequenas, empreendedoras
Consumidores adquirem o que as empresas fornecem	Necessidades do cliente conduzem os negócios.

Fonte: ROBBINS, 2006, p. 5.

A partir do quadro 1, podem-se verificar as principais mudanças que estão transformando a economia mundial, ou seja, a globalização, as revoluções tecnológicas, principalmente nos segmentos da computação, telecomunicação e informação, sociedades com expectativas diferentes, clientes com maior grau de exigibilidade, grande diversidade cultural e aumento do espírito empreendedor.

Gorender (1997), previu que o sistema capitalista mundial sofreria mudanças de grande impacto no último terço do século XX e que a revolução tecnológica seria um dos fatores de transformação.

No que se refere às empresas do setor de energia mundial nos últimos 20 anos, segundo Pinto Jr. e Iottty (2005), são grandes os desafios frente ao seu ambiente competitivo diante das transformações tecnológicas e desregulamentação de mercado. Nesse novo cenário, vê-se a criação de novas oportunidades de negócios e conseqüentemente o crescimento da dimensão e da intensidade da competitividade na escala internacional.

A mudança do perfil econômico brasileiro possibilitou, segundo Guarita (2002) aumentar a competitividade de grande parte dos segmentos por meio do acesso a matérias-primas, produtos intermediários, máquinas e equipamentos mais modernos e eficientes. O Plano Real contribuiu para esse novo cenário, inserindo o Brasil no mundo globalizado e, conseqüentemente, incentivando operações de fusões e

aquisições de empresas no cenário mundial.

Rossetti (2001, p. 71) ressalta que nesse novo cenário acontece um dos mais importantes ciclos de transformação do modelo empresarial brasileiro: o da reengenharia de negócios, predominando as aquisições e fusões. “Alianças estratégicas, *joint ventures*, consórcios e os contratos de longa duração também passaram a ser adotados em larga escala nos anos 90, difundindo-se em todos os setores produtivos”.

Para o autor, as transações de fusões e aquisições foram favorecidas pelos seguintes fatores:

- a) globalização de mercados;
- b) intensificação dos fluxos mundiais de investimentos estrangeiros diretos;
- c) redução dos mecanismos tradicionais de proteção;
- d) remoção de barreiras;
- e) privatizações; e
- f) processos sucessórios em empresas familiares.

Em complemento aos fatores levantados por Rossetti (2001), Wood Jr.; Vasconcelos e Caldas (2003) entendem que o crescimento do número de transações de fusões e aquisições, tanto no Brasil quanto em outras economias emergentes, foi favorecido pelo processo de liberalização econômica, segundo três diferentes modos:

- a) desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitindo que as empresas estrangeiras adquirissem empresas brasileiras;
- b) programas de privatização, que criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, telecomunicações e bancário; e
- c) elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigando às empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras.

Para Barros *et al.* (2003), as transações de fusões e aquisições nas duas últimas décadas do século XX envolveram empresas de diferentes portes e países. As operações realizaram-se em resposta à competitividade do cenário, regidas por uma nova concepção produtiva que implica alterações nos padrões de gestão e de produção, assim como o estabelecimento de novas formas de relações de trabalho.



Segundo Guarita (2002, p. 24), foi muito tímida a evolução das operações de fusões e aquisições nos primeiros anos da década de 1990. Uma maior agressividade nas transações entre empresas era dificultada pela incerteza quanto ao futuro do Brasil, tendo em vista o descontrole da inflação. Diante desse fato, ficava difícil estabelecer planejamentos estratégicos de médio e de longo prazo em empresas tanto nacionais quanto estrangeiras. A partir de 1994, quando da implementação do Plano Real, o mercado de fusões e aquisições começou a crescer, “fechando em 1990, 186 negócios no Brasil; em 1998, 480; e em 1999, 493. Entre 1990 e 1994, 32% dos negócios efetivados envolveram capital estrangeiro, contra 52% no período de 1995 a 1999”.

No entanto, do ponto de vista de Rossetti (2001, p. 74-75), o número de transações, nos anos de 1990 no Brasil cresceu ao ritmo médio acumulado de 5,7% ao ano. Conforme sintetizado na tabela 1:

**TABELA 1**  
**Fusões e aquisições no Brasil: número de transações**

Anos	Total de transações	Média anual acumulada	
		Ano a ano	% anual de variação
1990	186	186	-
1991	184	185	-0,5
1992	252	207	11,9
1993	245	217	4,8
1994	218	218	0,1
1995	260	224	2,8
1996	349	242	8,0
1997	401	262	8,3
1998	363	273	4,2
1999	325	278	1,8
<b>Período</b>	<b>2.783</b>	<b>278</b>	<b>5,7</b>

Fonte: Rossetti (2001, p. 74)

Conforme ilustrado na tabela 1, o total de transações no país nos anos 1990 foi de 2.783, com média anual de 278, o que indica mais de uma transação a cada dia, se forem considerados apenas os dias úteis. Esse ciclo iniciou-se com um número de transações em torno de 180 anuais, alcançando, em 1997, um total de 401 transações. Para o mesmo autor, “raros indicadores de desempenho macroeconômicos apresentaram, no mesmo período, ritmo equivalente a esse no país”. Ressalta ainda que o ritmo das fusões e aquisições foi fortemente impactado por condições permanentes e mudanças de estrutura, assim como por movimentos

conjunturais internos e efeitos-contágio de ajustes em outras economias emergentes. Entretanto, mesmo diante de todas restrições internas e externas, houve crescimento das operações. Distinguem-se quatro diferentes momentos, ilustrados no quadro 2, durante a década de 1990, na intenção de identificar os fatores que favoreceram o crescimento das operações.

**QUADRO 2**  
**Quatro diferentes momentos percebidos durante a década de 1990**

PERÍODOS	FATOS OCORRIDOS
1990-1992	Definição da estratégia de inserção global; primeiras privatizações e boas oportunidades de negócio em vários campos simultaneamente.
1993-1994	Risco Brasil ampliado; economia instável, com inflação alta.
1995-1997	Estabilização da moeda a partir do Plano Real; clareza e determinação na definição das estratégias nacionais; risco Brasil menor; programa de privatizações implantado; altas taxas de crescimento.
1998-1999	Redução do crescimento; risco cambial e políticos; privatizações em ritmo lento.

Fonte: Elaborado pela autora a partir de: Rossetti, 2001, p. 77.

Conforme relacionado no quadro 2, o movimento histórico pertinente ao período de 1990 a 1999 retrata acontecimentos que justificam o crescimento médio acumulado de 5,7% ao ano das transações de fusões e aquisições. Pode-se perceber que de 1990 a 1994 o cenário econômico brasileiro foi impactado pelas primeiras privatizações, por inflação alta e pelo risco Brasil ampliado. No entanto, no período de 1995 até 1999, com a estabilização da moeda advinda do Plano Real, as perspectivas de crescimento por meio de uma estratégia nacional clara e determinada favoreceram as transações de fusões e aquisições. No período de 1998 a 1999, o mercado de capitais de todo o mundo viveu momentos dramáticos, tendo em vista a crise das economias emergentes, ocasionando redução do ritmo de crescimento, a ampliação do risco cambial e outros fatores. No entanto, de acordo com Rossetti (2001, p. 78), “mesmo com tudo isso, porém, o número de fusões e aquisições no Brasil manteve-se em bom ritmo”.

Pinto Jr. e Iooty (2005) também ressaltam o impacto positivo na década de 1990 quanto às operações de fusões e aquisições em todo o mundo. Estatísticas da UNCTAD (2000) demonstram que, incluindo operações domésticas e *cross border*, fusões e aquisições cresceram a uma taxa anual de 42% ao longo do período de 1980 a 1999. Nesse mesmo período, os autores enfatizam que os setores de energia também foram impactados pelo processo de mudança patrimonial por meio de operações de fusões e aquisições, decorrentes, primeiramente, das características básicas de mercados globalizados, como: acesso a crédito no mercado internacional, facilidade de remessa de lucros às suas matrizes originais e facilidade de acesso a diferentes formas de captação de recursos financeiros.

Estudo realizado pela área de *Corporate Finance* da KPMG (2007) faz uma análise da década de 1990 e revela um crescimento acumulado de 134% no número de transações de fusões e aquisições no período, concluindo que:

- a) o volume de transações envolvendo capital estrangeiro no Brasil por meio fusões e aquisições cresceu mais de 44%;
- b) das 2.308 operações realizadas na década de 90, 61% envolveram recursos estrangeiros;
- c) os Estados Unidos foram o país que mais investiu no Brasil, seguido de França, Portugal e Espanha;
- d) “o crescimento médio do período na soma geral, incluindo operações domésticas e *cross border*, foi de 13% ao ano, com crescimento acumulado no período de 134%”.

No período de 2001 e 2002, para Guarita (2002, p. 26), em nível mundial, o mercado de fusões e aquisições atravessa a maior crise dos últimos anos, com uma baixa no volume de negócios nos Estados Unidos da América em torno de 62,3% em relação a 2000, justificada pela suspensão dos fluxos financeiros após o episódio de 11 de setembro de 2001, somado à crise de confiança nesse período. No Brasil, o volume de negócios em 2002 teve uma queda de 44,5%, de 109 para 71 transações, se comparado aos primeiros cinco meses de 2001, segundo o jornal *Gazeta Mercantil* de 18.06.02. Segundo o autor, “a expectativa para o segundo semestre de 2002 é de que muitas operações surjam entre empresas brasileiras, consequência da consolidação de setores como o bancário, telecomunicações e de energia elétrica”.

TABELA 2

**Total acumulado de transações por setor, desde o início do “Plano Real” até o primeiro trimestre do ano de 2007.**

<b>SETOR</b>	<b>1994-2000</b>	<b>2001-2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007 (1º Tri)</b>	<b>Total</b>
Alimentos, bebidas e fumo	229	155	43	13	440
Tecnologia de Informação	127	148	46	10	331
Telecomunicações e mídia	136	123	28	4	291
Instituições financeiras	164	91	21	4	280
<b>Companhias Energéticas</b>	<b>68</b>	<b>97</b>	<b>61</b>	<b>4</b>	<b>230</b>
Metalurgia e siderurgia	98	86	38	8	230
Publicidade e editoras	78	79	19	7	183
Produtos químicos e petroquímicos	110	41	21	10	182
Petróleo e gás	48	103	8	3	162
Seguros	87	48	6	0	141
Partes e peças automotivas	81	21	10	3	115
Elétrico e eletrônico	72	19	14	3	108
Serviços para empresas	43	40	17	5	105
Produtos químicos e farmacêuticos	45	35	15	1	96
Transportes	35	37	11	8	91
Supermercados	60	26	0	0	86
Madeira e papel	53	21	8	2	84
Construção e produtos de construção	56	20	7	0	83
Lojas de varejo	36	20	15	1	72
Produtos de engenharia	45	17	1	4	67
Têxteis	41	14	2	2	59
Cimento	26	13	4	0	43
Aviação	15	14	11	1	41
Higiene	14	22	4	0	40
Embalagens	27	6	1	0	34
Serviços portuários e aeroportuários	15	13	6	0	34
Mineração	7	14	9	0	30
Indústrias extrativistas	23	6	0	0	29
Montadoras de veículos	23	4	0	2	29
Shopping centers	12	9	5	3	29
Hotéis e restaurantes	14	6	6	2	28
Serviços públicos	14	5	0	0	19
Fertilizantes	11	6	1	0	18
Hospitais e lab. De análises clínicas	8	4	5	0	17
Design e projetos gráficos	9	2	1	1	13
Ferroviário	12	1	0	0	13
Vestuário e calçados	4	4	3	0	11
Imobiliário				7	7
Outros	221	22	26	4	273
<b>Total geral</b>	<b>3.196</b>	<b>363</b>	<b>473</b>	<b>112</b>	<b>4.144</b>

Fonte: Elaborada pela autora, a partir de estudo KPMG Corporate Finance Ltda, 2007.

Pesquisa da KPMG (2007), conforme tabela 2, traz o total acumulado das transações de fusões e aquisições por setor, desde o início do Plano Real até o primeiro trimestre de 2007, sendo possível observar que desde 1994 até o primeiro trimestre de 2007 foram realizadas 4.144 transações de fusões e aquisições, sendo 230 referentes às Companhias Energéticas. Dessas 230, 29,5% ocorreram no período de 1994 a 2000; 42,3%, no período de 2001 a 2005; 26,5%, o que corresponde a 61 transações, durante o ano de 2006; e 1,7%, no primeiro trimestre de 2007.

Das 61 transações de fusões e aquisições efetuadas por companhias energéticas no ano de 2006 apontadas no estudo, 24, ou 10,5%, foram domésticas e 37, ou 16%, foram *cross border* (além fronteiras), sendo 17 *cross border* 1, 16 *cross border* 3 e 4 *cross border* 4, conforme definição:

- a) cb1 – empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo de brasileiros capital de empresa estabelecida no Brasil;
- b) cb3 – empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo de estrangeiros capital de empresa estabelecida no Brasil;
- c) cb4 – empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo de estrangeiros capital de empresa estabelecida no Brasil.

A tabela 3, mostra o *ranking* setorial de transações em 2006, conforme pesquisa realizada pela KPMG (2007), destacando-se em primeiro lugar o setor de Companhias Energéticas, com um total de 61 transações de fusões e aquisições, seguida da Tecnologia de Informação e Alimentos, Bebidas e Fumo.

**TABELA 3**  
**Ranking setorial de Transações – Ano de 2006**

<i>RK</i>	<i>Setor</i>	<i>Total</i>	<i>RK</i>	<i>Setor</i>	<i>Total</i>
1º	<b>Companhias Energéticas</b>	<b>61</b>	18º	Petrolífero	8
2º	Tecnologia de Informação	46	19º	Construção e Produtos de construção	7
3º	Alimentos, Bebidas e Fumo	43	20º	Hotéis e Restaurantes	6
4º	Metalurgia e Siderurgia	38	21º	Seguros	6
5º	Telecomunicações e Mídia	28	22º	Serviços Portuários e Aeroportuários	6
6º	Instituições Financeiras	21	23º	Hospitais e laboratório de análises clínicas	5
7º	Produtos Químicos e Petroquímicos	21	24º	Shopping Centers	5
8º	Publicidade e Editoras	19	25º	Cimento	4
9º	Serviços para empresas	17	26º	Higiene	4
10º	Lojas de Varejo	15	27º	Vestuário e Calçados	3
11º	Produtos Químicos e Farmacêuticos	15	28º	Texteis	2
12º	Elétrico e Eletrônico	14	29º	Design e Projetos Gráficos	1
13º	Aviação	11	30º	Embalagens	1
14º	Transportes	11	31º	Fertilizantes	1
15º	Partes e Peças Automotivas	10	32º	Locação e revenda de veículos	1
16º	Mineração	9	33º	Produtos de engenharia	1
17º	Madeira e Papel	8	34º	Outros	25

Fonte: Elaborada pela autora, a partir de estudo realizado pela KPMG Corporate Finance Ltda, 2007.

A partir desse estudo, pode-se identificar a evolução das posições no *ranking* de transações de fusões e aquisições, conforme tabela 4, do setor de Companhias energéticas desde 1994 até 2006. Constata-se que o setor de energia sai do 25º lugar em 1995 para o 2º lugar em 2001, alcançando em 2006 o 1º lugar.

**TABELA 4**  
**Ranking de transações de F&A setor de Companhias Energéticas:**  
**Período de 1994/ 2006**

<b>Período</b>	<b>94</b>	<b>95</b>	<b>96</b>	<b>97</b>	<b>98</b>	<b>99</b>	<b>00</b>	<b>01</b>	<b>02</b>	<b>03</b>	<b>04</b>	<b>05</b>	<b>06</b>
Transações	0	1	9	17	11	10	20	36	16	17	12	16	61
Ranking		25°	11°	7°	11°	9°	6°	2°	5°	4°	8°	7°	1°

Fonte: Elaborada pela autora, a partir da KPMG Corporate Finance Ltda, 2007.

Conforme Rossetti (2001, p. 86), “o ciclo de fusões e aquisições no Brasil ainda não se esgotou, e é provável que seu ritmo seja reacelerado no primeiro biênio da década de 2001 a 2010”.

Os processos de fusões e aquisições no Brasil e no mundo, independentemente do setor da economia, de acordo com Guarita (2002, p. 26), são irreversíveis e terão uma maior participação em negócios futuros: “cabe aos empresários adequar suas empresas a esta nova ordem, profissionalizá-los e prepará-los para o futuro. A interdependência global chegou para ficar”.

### **2.3 Fusões e aquisições: terminologia e conceitos**

A identificação dos conceitos e das terminologias das possíveis combinações estratégicas entre as empresas, especialmente as transações de fusões e aquisições, tem por finalidade possibilitar uma melhor compreensão dos objetos do estudo, a fim de identificar as razões pelas quais as empresas adotam essas estratégias de gestão de negócios.

Para Barros, Souza e Steuer (2003, p. 18), “várias são as formas de combinação estratégica entre as empresas que variam de *network* relativamente informal até a aquisição, com desaparecimento completo de uma delas”. Os investimentos variam segundo o tipo de relacionamento, tendo em vista que cada um tem seu próprio formato legal. Esses novos formatos de operação referenciados pelas autoras a partir de Mirvis e Marks (1998) podem evoluir de acordo com um processo que vai desde um simples licenciamento, passando por aliança, parceria, *joint venture* e fusão, até a aquisição. O oposto dessas transações refere-se aos

processos de cisão, que compreendem a formação de uma nova empresa a partir da dissolução de parte de sua operação.

De acordo com Rossetti (2001), alianças estratégicas, *joint ventures*, consórcios e os contratos de longa duração cresceram consideravelmente nos últimos tempos. No entanto, cabe ressaltar que entre as formas de reengenharia de negócios adotadas no modelo empresarial brasileiro predominam as operações de fusões e aquisições.

No que se refere ao formato de parcerias ou alianças estratégicas, segundo Silva Júnior e Ribeiro (2001, p. 91), “é relevante observar que, para se caracterizarem como parcerias ou alianças estratégicas, as duas ou mais empresas que se unem devem permanecer independentes depois da formação da aliança”. A aliança é uma opção estratégica para o desenvolvimento e a competição, além de ser uma alternativa às relações transacionais com clientes e fornecedores, ao crescimento hierárquico e à fusão e aquisição.

O quadro 3 relaciona conceitos de alguns formatos de operações, como: fusões, aquisições, *joint venture*, consórcios e outras formas de associações encontrados na literatura sob o ponto de vista de vários autores:

**QUADRO 3:  
Fusões, aquisições e associações – referências conceituais**

Tipologia	Descrição sumária
Aliança estratégica	<ul style="list-style-type: none"> <li>. “Associação entre duas ou mais empresas que empenham recursos comuns para juntamente desenvolverem uma nova atividade” (ROSSETTI, 2001, p. 72).</li> <li>. Realizada entre concorrentes, denota cooperação, ou seja, empresas participantes se unem em direção a um objetivo estratégico, de longo prazo em comum (MIRVIS; MARKS, 1998).</li> <li>. “Ocorre a partir do momento em que as empresas tomam a forma de um empreendimento completamente novo” (SILVA JUNIOR; RIBEIRO, 2001, p. 91).</li> </ul>
Parceria	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Ocorre, na lógica da cadeia de valor, entre a empresa e fornecedores ou clientes. Denota cooperação. Empresas se unem em direção a um objetivo estratégico, de longo prazo em comum (MIRVIS; MARKS, 1998).</li> </ul>

continua...



...continuação

Tipologia	Descrição sumária
<i>Joint venture</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Literalmente significa “união de risco”. Associação de empresas para o desenvolvimento e execução de projetos específicos, sem caracterizar sociedade ou nova companhia (ROSSETTI, 2001, p. 72).</li> <li>. Criação de uma nova empresa, formalmente separada daquelas que a criou, com governança, cultura, força de trabalho e procedimentos próprios ( MIRVIS e MARKS, 1998).</li> <li>. “Uma entidade criada quando duas ou mais empresas reúnem parte de seus recursos para criar uma entidade separada de propriedade conjunta” (HARRISON, 2005, p. 172).</li> </ul>
Consórcio	<ul style="list-style-type: none"> <li>. “Grupo de empresas formado para aquisição de outra empresa, execução de uma obra ou financiamento de um projeto de grande envergadura” (ROSSETTI, 2001, p. 72).</li> </ul>
Contrato de longa duração	<ul style="list-style-type: none"> <li>. “Acordo, pacto ou convenção entre empresas para a execução de atividade comum” (ROSSETTI, 2001, p. 72).</li> </ul>
Fusão	<ul style="list-style-type: none"> <li>. “União de duas ou mais companhias que formam uma única empresa, geralmente sob controle administrativo da maior ou mais próspera” (ROSSETTI, 2001, p. 72).</li> <li>. Envolvem a criação de uma organização, a partir da combinação de duas ou mais empresas, com nova identidade. As empresas que lhe deram origem deixam de existir legalmente. (MIRVIS e MARKS, 1998)</li> <li>. “Ocorre sempre que duas organizações se juntam para formar uma única empresa; as aquisições são o tipo mais comum de fusão (HARRISON, 2005, p. 191).</li> </ul>
Aquisição	<ul style="list-style-type: none"> <li>. “Compra de controle acionário de uma empresa por outra” (ROSSETTI, 2001, p.72)</li> <li>. “Uma organização adquire o controle das ações de outra organização ou diretamente de seus proprietários” (HARRISON, 2005, p. 191).</li> </ul>

Fonte: Elaborado pela autora, a partir de Rossetti (2001); Mirvis e Marks (1998); Silva Junior e Ribeiro (2001); Harrison (2005).

Na perspectiva jurídica, pode-se denominar aquisições de acordo com Fabretti (2005), como transações em que o comprador assume o controle total da empresa a partir da compra de todas as suas ações ou quotas de capital, podendo manter a mesma denominação da companhia adquirida. Uma vez adquirido o controle acionário, em uma uma assembléia geral, é nomeado um Conselho de Administração, que, por sua vez, nomeia uma nova Diretoria e um Conselho Fiscal.

Torna-se importante esclarecer, no que se refere à participação societária, ou seja, compra de quotas do capital da empresa, que o Novo Código Civil (NCC), capítulo VIII, art. 1.097, procura estabelecer como *gênero* as sociedades coligadas. Ou seja, “consideram-se coligadas as sociedades que em suas relações de capital, são controladas, filiadas, ou de simples participação.” Entretanto, na Lei das

Sociedades Anônimas (LSA), capítulo XX, art. 243, § 1º, entende-se que duas sociedades são coligadas “quando uma participa, com 10% ou mais, do capital da outra, sem controlá-la” e, no § 2º do mesmo art., denomina-se por controlada “a sociedade na qual a controladora, diretamente ou por meio de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

O conceito de fusão, de acordo com o art. 228 da LSA, “é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Atualmente, segundo Fabretti (2005), as empresas realizam as operações de fusões de forma indireta, ou seja, mediante a criação de uma sociedade *holding* controladora, evitando, dessa maneira, a extinção das empresas fusionadas e as consequências tributárias desse encerramento de atividades.

Cabe ressaltar que a sociedade *holding*, de acordo com Fabretti (2005, p. 169-170), “é juridicamente independente, constituída com a finalidade específica de participar do capital de outras sociedades, também juridicamente independentes, geralmente em proporção que lhe assegure o controle delas”. O termo *holding* se origina do verbo inglês *to hold*, que significa segurar, manter, controlar, demonstrando assim as aplicações de uma *holding*, ou seja, “assegurar o controle societário, manter o grupo de empresas, controlar para que não se desviem de seus objetivos econômicos financeiros, bem como preservá-las para as gerações posteriores”. Podem ter as seguintes finalidades:

- a) *holding* pura – sua atividade é civil e tem por objetivo exercer o controle de outras empresas, participando de seus resultados. Sua receita bruta é, basicamente, constituída de lucros e dividendos das controladas, cuja distribuição atualmente está isenta de imposto de renda;
- b) *holding* mista – este tipo de sociedade é constituída para preservar o patrimônio do fundador. Além dos lucros e dividendos recebidos de participações societárias, podem também receber outras receitas, como as auferidas do aluguel de bens imóveis e rendimentos de títulos e valores imobiliários, sendo estas outras receitas tributadas;
- c) *holding* administrativa – “poderá ditar as normas de administração das controladas, uniformizando os procedimentos administrativos e contábeis, mesmo para as controladas estabelecidas em outros países, reduzindo,

dessa forma, custos e burocracia” (FABRETTI, 2005, p. 171).

Para Tanure e Cançado (2005), mesmo que teoricamente as transações de fusões e aquisições tenham características diferenciadas, na prática a quantidade de fusões reais é tão pequena que podem-se englobar os dois tipos de transações basicamente em aquisições. Para as mesmas autoras, mesmo que as transações de fusões ocorram por meio da combinação de empresas que deixam de existir e formam uma terceira, com nova identidade, sem predominância das empresas anteriores, na realidade, o que acontece é que a empresa constituída fica sendo controlada por uma das extintas, aproximando-se das transações de aquisições.

Entretanto, segundo Camargos e Barbosa (2004), uma aquisição pode ser tratada como uma compra ou uma simples permuta de ações, do que indicaria uma fusão. Pelo aspecto fiscal, caso a aquisição seja tratada como uma compra e os acionistas da empresa vendedora tiverem negociado suas ações por um preço maior do que as haviam comprado, ela será tributada. No entanto, se for tratada como uma fusão, considerando que os acionistas da empresa vendedora trocaram suas ações antigas por ações da nova empresa criada e não houve ganho ou perda de capital, a mesma não será tributada.

Da mesma forma, Harrison (2005) relaciona os conceitos de fusões e aquisições quando afirma que uma das formas mais comuns de fusão são as aquisições nas quais uma organização adquire o controle das ações de outra organização ou diretamente de seus proprietários.

Em complemento Tanure, Evans e Pucik (2007, p. 84) ressaltam que em uma transação de aquisição uma empresa adquire um número suficiente de ações para obter o controle de outra empresa. Os autores afirmam que o nome dado para a transação, fusão ou aquisição, depende principalmente dos fatores legais, contábeis e das estratégias de relações com o mercado. Na verdade, para os autores, ocorrem muito poucas “fusões de iguais”. “Assim que é assinado o acordo, a maioria das fusões fica muito parecida com aquisições”.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 587), “há três procedimentos legais básicos que uma empresa deve adotar para adquirir outra organização: fusão ou consolidação, aquisições de ações e aquisições de ativos:

- a) fusão ou consolidação: em uma fusão, a empresa compradora conserva seu nome e identidade, adquirindo os ativos e passivos da empresa comprada, que deixa de existir como entidade independente. No entanto,

“uma consolidação é igual a uma fusão, exceto pelo fato de ser criada uma empresa inteiramente nova, ou seja as duas deixam de existir legalmente. As regras aplicáveis a fusões e consolidações são basicamente as mesmas”;

- b) aquisição de ações: oferta de venda de ações privadas de uma empresa diretamente aos acionistas comunicada por meio de avisos públicos. Em uma aquisição de ações, nenhuma assembleia de acionistas é necessária; não se exige qualquer votação. Geralmente, é uma operação hostil, ou seja, nem sempre as negociações são tranquilas, entre “cavalheiros” e, frequentemente uma pequena parte de acionistas não aceita a oferta, impossibilitando que a empresa-alvo seja completamente absorvida. Portanto, tendo em vista que a absorção completa de uma empresa por outra exige uma fusão, “muitas das aquisições de ações se transformam mais tarde em uma fusão formal”;
- c) aquisição de ativos: uma empresa compra outra, adquirindo todos os seus ativos. Esse processo exige a aprovação formal dos acionistas da empresa vendedora.

Para os mesmos autores, os analistas financeiros classificam as aquisições em três tipos:

- a) aquisição horizontal: adquirir uma empresa do mesmo setor da empresa adquirente;
- b) aquisição vertical: “envolve empresas situadas em níveis diferentes do processo de produção”;
- c) conglomerado: “não há relação entre a empresa adquirente e a adquirida”; envolve empresas em ramos de atividades diferentes.

Em complemento, Harrison (2005) ressalta que estratégias externas de crescimento envolvem cooperação com outras organizações ou a aquisição das mesmas. A empresa que utiliza a estratégia do tipo horizontal tem por objetivo: ganhar participação em um determinado mercado; expandir-se geograficamente; e aumentar suas linhas de produtos ou serviços.

## 2.4 Fusões e aquisições: etapas do processo

Conhecer as etapas das transações de fusões e aquisições possibilita, para os propósitos deste estudo, entender o processo como um todo, a fim de identificar possíveis razões em cada fase do mesmo.

As diretrizes traçadas pelas empresas na realização de fusões e aquisições, segundo Héau (2001), refletem a estratégia de aquisição adotada pela organização, sendo muito úteis nas etapas de seleção de oportunidades e negociação. Para cada aquisição existe uma estratégia, implícita ou explícita. Não é a aquisição que dá certo ou errado, e, sim, a estratégia utilizada por detrás dela.

Da mesma forma, segundo Barros, Souza e Steuer (2003), todas as etapas do processo de aquisição são influenciadas pelos fatores determinantes da transação. Os autores exemplificam com a aquisição do Banco Francês e Brasileiro (BFB) pelo Itaú, ressaltando que a razão da aquisição foi fundamental para a escolha da estratégia adotada pelo comprador durante o processo de integração. Ou seja o porquê de se adquirir é fundamental para que se defina como adquirir. O Banco Itaú, para garantir a incorporação de *know-how* do BFB, tomou todos os cuidados necessários para que não fosse imposto o próprio jeito do banco de ser e de fazer.

De acordo com Guarita (2002), um grande problema das empresas brasileiras quanto ao ponto de partida das transações de fusões e aquisições é o de se estruturar para dar início ao processo de venda ou compra. Ou seja, quais as alternativas a adotar, como se elabora um projeto, quais as suas fases e, principalmente, qual é o valor da empresa.

Para a questão levantada quanto à estrutura que deveria ser montada pelas corporações diante da possibilidade do desenvolvimento de um novo negócio, Seiffert (2005) concluiu que as etapas de desenvolvimento são universais. A partir do momento em que existe a oportunidade, ela deve ser selecionada entre as alternativas, desenvolvida ou implantada; e, a partir daí, produzir valor, o que normalmente está associado ao seu crescimento. Antes do início de qualquer desenvolvimento de novos negócios, a corporação deve passar por uma etapa de preparação, que envolve, normalmente, a definição dos objetivos e estratégias, além da formação de equipes e responsáveis e da criação de uma estrutura mínima que

possibilite o desenvolvimento do processo. Estudar novas oportunidades de negócios é desenvolver simulações econômico-financeiras, análises de sensibilidade e identificação de opções reais, para, a partir, daí poder avaliar se é viável prosseguir, tendo em vista que o processo geralmente demanda maiores recursos e tempo dos principais executivos. Para o autor, caso seja escolhida a aquisição como estratégia de entrada no novo negócio, pode-se realizar uma *screening diligence*, que compreende uma auditoria mais simplificada que pode se resumir a apenas uma visita. Caso a oportunidade siga para a próxima etapa, vale a pena efetuar uma *due diligence* tradicional, procurando checar os ativos e passivos da empresa a ser adquirida.

Do ponto de vista de Tanure, Evans e Pucik (2007, p. 91), “uma aquisição típica começa com o desenvolvimento da estratégia da operação e a seleção da empresa a ser adquirida”. A partir daí, ocorre o que os autores chamam de *due diligence*, ou seja, a avaliação da viabilidade da aquisição. Essa avaliação torna-se o ponto crucial do processo, a partir do momento em que se iniciam as negociações formais com a empresa a ser adquirida. Caso as negociações sejam bem-sucedidas e a *due diligence* seja concluída como positiva, a transação prossegue para a formalização, partindo, assim, para a última etapa, que seria a da integração. Algumas organizações determinam uma equipe responsável por cada fase do processo, desde o planejamento até sua execução, exigindo especialização no que diz respeito a questões técnico-financeiras e legais. No entanto, mesmo sendo especialistas, os integrantes da equipe devem ter uma visão geral de todos os aspectos do processo de avaliação, devendo trabalhar em conjunto com os gestores que terão a responsabilidade decisória da transação, ou seja, aqueles que irão implementar a estratégia da aquisição. O contexto apresentado pode ser ilustrado a partir do exemplo da Empresa General Electric (GE), que utiliza a estratégia de manter desde o início das negociações de aquisições o futuro líder de negócios e o gestor de recursos humanos como integrantes da equipe responsável por todo o processo. Os autores ressaltam que a equipe da *due diligence*, à frente da aquisição entre fronteiras, deve ter a sensibilidade em perceber que cada país requer atitudes diferentes no momento da investigação prévia de uma aquisição.

Quanto à formação de uma equipe multidisciplinar com *expertise* para cumprir a etapa do processo de *due diligence*, que possibilitaria uma visão mais estratégica de todas as áreas da empresa, Barros; Souza e Steuer (2003, p. 27) afirmam que

essa não é uma regra geral. O que geralmente acontece são equipes formadas para avaliar riscos financeiros da operação, o que tem transformado o processo de *due diligence* em avaliação focalizada praticamente em aspectos quantitativos, a partir de dados disponibilizados pela empresa. O olhar direcionado para o fator financeiro da operação, por meio de profissionais selecionados na etapa da *due-diligence* e, conseqüentemente, a ausência de profissionais com outras visões, tem deixado de lado aspectos como a qualidade dos recursos humanos, do *marketing*, dos clientes e outros, “reforçando assim a necessidade de incluir nas equipes de *due diligence* profissionais capacitados para analisar, avaliar e organizar de forma adequada os dados sobre gestão de pessoas”.

Da mesma forma, Mirvis e Marks (1998), afirmam que, normalmente, a etapa da *due diligence* centra-se em análises financeiras, focando valores relativos a taxas, impostos, enfim, questões legais que poderiam impactar a transação. O objetivo é auxiliar na definição do preço a ser pago. Profissionais da área de Recursos Humanos (RH) não têm participado efetivamente dos processos de aquisição, conforme relatado por Tanure; Evans e Pucik (2007), nos Estados Unidos e Europa. Em 80% das transações de fusões e aquisições, a área de RH só é engajada no processo depois que a negociação é oficializada. De acordo com os autores, no Brasil 55% dos dirigentes das empresas adquirentes apostam num processo de integração cultural natural entre as pessoas, não sendo necessária uma atuação específica da área de RH. Apontam que uma razão para deixar a área de Recursos Humanos fora do processo de análise é a confidencialidade que envolve a maioria das aquisições antes que se anuncie a oferta ou acordo.

A formação de equipes, ou times, que seriam responsáveis por todas as etapas do processo da aquisição é o fator defendido por Harding e Rovit (2005) como fundamental nos casos de sucessos. A dedicação em tempo integral desse time às fusões e aquisições depende da complexidade da atividade de transações, do tamanho e natureza da organização-mãe, bem como da estrutura do time. Algumas empresas, estrategicamente, preferem ter seu time central, baseado na matriz; outras preferem seus times em campo, onde as coisas acontecem. Os integrantes dessas equipes adquirem *expertise* a cada transação e representam uma memória viva e ambulante da instituição, fator diferencial nas próximas aquisições. O time formado é responsável por toda a transação de aquisição. Qualquer que seja a abordagem escolhida pela empresa, ele é uma constante ao

longo de todo o processo. São *experts* internos que revisam os objetivos da organização, recomendam as transações e analisam os números. Na fase da *due diligence*, o time central é responsável por colher informações e avaliar a situação econômica da transação, incluindo-se aí a avaliação financeira, recebendo apoio de equipes jurídicas e tributárias internas.

Investir em uma *due diligence* estratégica aumenta as chances de evitar erros e possibilita a criação de valor real para o acionista:

[...] uma *due diligence* não é o tipo de atividade que faz o coração bater mais rápido. É mais frequentemente como uma conversa de bastidores indigna da atenção dos titãs e feiticeiros fazedores de chuva que escrevem a história corporativa, na linha de frente dos negócios. Mas conforme o exemplo da Bridgepoint mostra, quando uma empresa está considerando uma aquisição, não há melhor lugar para as altas instâncias estarem focadas (HARDING; HOVIT, 2005, p. 95).

Após a *due diligence*, de acordo com Barros, Souza e Steuer (2003), ocorre a negociação, etapa que, na maioria das vezes, pode ser longa e estressante, sendo necessário que os profissionais envolvidos no processo sejam determinados e perseverantes. Nesta etapa, questões como número de pessoas envolvidas e importância dos resultados da *due diligence*, contribuem para ajustar o preço a ser pago pela empresa a ser adquirida. Quando o dono da empresa a ser vendida está à frente da negociação, pode tornar o processo mais demorado e exigir cuidados especiais, tendo em vista que a demora desvia o foco do proprietário, reduzindo o nível de investimento, podendo também ocasionar um possível desligamento de talentos e uma despreocupação com a manutenção da carteira de clientes, dentre outros fatores. Estudo quantitativo e qualitativo realizado pelas autoras em 196 empresas listadas entre as 500 maiores do Brasil revela que o período de negociação dura, em média, 9,2 meses, sendo o número médio de 10 participantes da empresa adquirente e oito da adquirida.

De acordo com Ghoshal e Tanure (2004), elementos externos à transação, como bancos e consultorias, assim como a questão da adrenalina da caçada e a busca do sucesso pelos gestores da organização, criam uma necessidade emocional para que o negócio seja concretizado.

Para Tanure; Evans e Pucik (2007, p. 99) o tempo entre a assinatura e a implementação pode ser de vários meses ou até, um ano, pois depende dos acionistas e da necessidade de aprovação dos órgãos reguladores. Assinado o



contrato de aquisição e efetivada a troca do proprietário, dá-se início às mudanças organizacionais e de liderança. Nessa fase de integração pós-aquisição “é hora de colocar no lugar uma nova organização, apontar outra liderança e assegurar-se de que os melhores talentos sejam retidos pela empresa”.

A etapa final do processo de aquisição é a integração, que, para Barros, Souza e Steuer (2003), é de grande importância para que se garanta o sucesso do empreendimento.

Em complemento, Harding e Rovit (2005, p. 120) enfatizam que o “primeiro dia de *due diligence* é o primeiro dia de planejamento de integração”, o que determina que, mesmo compreendendo fases distintas no processo, a *due diligence* e a integração estão interrelacionadas no contexto. “A viabilidade e o custo da integração são sem dúvida os grandes determinantes do sucesso ou fracasso de um aquisição”. Para que se realize uma *due diligence* profunda e estabeleça um preço justo é imprescindível que se levem esses determinantes em consideração.

A fase de integração, segundo Tanure e Cançado (2005, p. 3), é fundamental para garantir o sucesso de toda a operação. Confirmam o exposto por Harding e Rovit (2005) quando afirmam que “apesar das fases de decisão sobre a compra e da integração se apresentarem como únicas e separadas, na realidade, elas são interativas e devem ser consideradas em conjunto, sendo uma inclusive determinante da outra”.

De acordo com Barros, Souza e Steuer (2003), a equipe que vai promover a integração pós aquisição ou fusão deve ter gerentes das duas empresas, assim como pessoas com credibilidade nas suas respectivas equipes. Nesse momento, ter habilidade e capacidade de lidar com o estresse é fator fundamental. Estudo quantitativo e qualitativo realizado pelas autoras, com 196 empresas listadas entre as 500 maiores do Brasil, na visão dos dirigentes que responderam, revela que o período de integração dura, em média, 24 meses. Segundo Rourke (1992), pode ser maior o tempo quando o(s) fundadore(s) permanece(m) na empresa adquirida.

A condução do processo de fusões e aquisições segundo Wood Jr.; Vasconcelos e Caldas (2003) ocorre em três fases. A primeira compreende a seleção e avaliação das possíveis aquisições ou fusões, possibilitando a escolha da empresa. A segunda corresponde ao processo de negociação. A terceira envolve o processo de integração pós-fusão ou aquisição. Da mesma forma que Tanure e Cançado (2005) ressaltam a importância da fase de integração para o processo,

ênfatizando que a mesma deve ser considerada de forma interativa com todas as outras etapas. Os autores aqui referidos também sinalizam a importância da fase de integração, afirmando que essa última é crucial para o sucesso da transação.

Pesquisa realizada por Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2003) sobre 54 casos de fusões e aquisições demonstram que, de forma significativa, a grande maioria dos entrevistados considerou que o processo de integração foi conduzido de maneira coercitiva:

[...] mesmo depois de um quarto de século de expansão do discurso participativo nos livros populares de administração e na retórica dos administradores, parece que os tomadores de decisão ainda preferem adotar um perfil centralizador e buscar soluções autocráticas (WOOD JUNIOR; VASCONCELOS; CALDAS, 2004, p. 43).

Rourke (1992) confirma os fatos já levantados quando afirma que a maior parte dos compradores não pensa na fase de integração da empresa e comporta-se como “tubarões no frenesi de se alimentar: uma vez apanhada a presa, perdem o interesse em comê-la”. No entanto, reafirma a importância do processo de integração para o sucesso do empreendimento.

De acordo com Barros (2001, p. 133), desde o início das transações de fusões e aquisições as grandes questões são “o que fazer para diminuir o sofrimento desse processo” e o que fazer para que as diferenças culturais contribuam de forma positiva, agregando valor ao negócio. Para a autora, “é necessário identificar qual grau de aculturação será o do processo em questão, uma vez que ele pode ocorrer em três diferentes níveis”:

- a) assimilação cultural – ocorre quando uma empresa absorve a outra, ou seja, existe uma cultura dominante;
- b) mescla cultural – a cultura é mesclada de forma equilibrada, ou seja, existe uma convivência das culturas sem dominância de uma delas;
- c) pluralidade cultural – “as diferentes culturas passam a coexistir. Não existe uma situação melhor ou pior”. A cultura da empresa adquirente não tem influência na cultura da empresa adquirida.

Da mesma forma, Duarte (2001) ressalta que grande parte dos problemas apresentados pós-aquisição pode ser atribuída ao processo de integração entre as empresas adquirente e adquirida. A gestão do processo de integração depende de dois fatores: da estratégia de aquisição adotada; e da forma de como é conduzida a

integração. Ou seja, autonomia do *timing* das mudanças e da equipe de executivos nomeados para a realização do processo.

Um exemplo do reflexo das estratégias nas diretrizes adotadas pelas empresas na fase de integração, determinando a maneira de conduzir a gestão de pessoas, foi a diferença de atitude do Banco Itaú em relação às aquisições do BFB e do Bemge. De acordo com Tanure; Evans e Pucick (2007), o Itaú preservou a política de gestão de pessoas do BFB por alguns anos, após a aquisição, enquanto que implantou sua política rapidamente na aquisição do Bemge. Conforme os autores, “as razões são que no primeiro caso o que norteou a transação foi a aquisição de competências e no segundo caso a compra de *market share*”.

## **2.5 Fusões e aquisições: fatores que influenciam**

Após descrever o histórico, os conceitos e as etapas das transações de fusões e aquisições, vê-se a necessidade de identificar os possíveis fatores que levam as organizações a realizarem essas operações.

O processo de decisão das organizações quanto à diversificação, de acordo com Seiffert (2005), é dinâmico e acontece a partir de uma lista de oportunidades oferecidas, constantemente atualizada e revisada. A decisão por parte da organização de realizar novos negócios ou de alavancar os já existentes baseia-se nas oportunidades que são avaliadas, selecionadas e priorizadas, a partir de sua estratégia de crescimento já definida.

Comparadas ao empreendimento interno, de acordo com Harrison (2005), a popularidade das transações de fusões e aquisições tem aumentado nas últimas décadas. Esse fato poderia ser explicado pela possibilidade, de por meio das operações, as organizações conseguirem crescimento ou diversificação de forma relativamente rápida, proporcionando a entrada em novos mercados, a aquisição de novos produtos ou serviços, o conhecimento de novos processos de conversão de recursos, a integração vertical, a expansão geográfica e o portfólio corporativo.

Na mesma linha de raciocínio, Ghoshal e Tanure (2004) consideram que aquisições, crescimento orgânico e alianças estratégicas são os três grandes meios

de expansão de um negócio, os quais, mesmo tratando-se de estratégias independentes, não são mutuamente exclusivos. As taxas de insucesso das operações de fusões e aquisições são muito altas, entretanto, para os autores, criar valor ou capturar valor são as razões pelas quais as empresas realizam aquisições atualmente. As empresas se propõem a adquirir marcas e penetrar em novos mercados em busca de criação de valor, ao mesmo tempo em que buscam obter *know-how*, ou seja, capturar valor com a *expertise* da empresa adquirida pela adquirente. Pesquisa feita no Brasil por Barros (2003) demonstra que as aquisições para a obtenção de *know-how* têm sido menos freqüentes.

Segundo Harding e Rovit (2005), de acordo com estudos acadêmicos, aproximadamente 70% de todas as fusões e aquisições fracassam no que se refere à criação de valor real. Ao mesmo tempo, evidências empíricas sugerem ser muito difícil para uma empresa de classe mundial evoluir com base apenas no crescimento orgânico:

A charada é baseada no “ruim com ela, pior sem ela”: as fusões fracassam mais frequentemente do que são bem-sucedidas – mas são indispensáveis. Desta forma, como o executivo visionário concilia a baixa probabilidade de sucesso da transação com a necessidade de moldar fusões dentro da estratégia de crescimento da empresa? (HARDING; ROVIT, 2005, p. 21).

No entanto, mesmo diante do percentual de fracasso das transações de fusões e aquisições, os dirigentes de empresas brasileiras, conforme Barros, Souza e Steuer (2003), estão, em média, satisfeitos quanto aos resultados das operações realizadas, sinalizando que a avaliação mais baixa tende à insatisfação com os fatores financeiros. Por meio de pesquisa quantitativa e qualitativa sobre as operações de fusões e aquisições realizadas no Brasil a partir de 1995, as autoras revelam, conforme mostra o quadro 4, que 59% das aquisições no Brasil foram motivadas por razões vinculadas ao mercado.

**QUADRO 4**  
**Razões para realizar fusões e aquisições**

Empresas %	Razões para realizar fusões e aquisições
59	<b>Motivada por razões vinculadas ao mercado:</b> Aumento de participação; Aquisição de marcas; Penetração em novos mercados.
11,7	<b>Razões relacionadas a ganhos de escala</b>
9,1	<b>Questões ligadas a preço</b>
1,3	<b>Questões ligadas à tecnologia</b>
18,9	<b>Outros</b>

Fonte: Elaborado pela autora, a partir de Barros; Souza, Steuer, 2003, p. 23.

Duas grandes lógicas para a realização de transações de fusões e aquisições são identificadas pela literatura, de acordo com Cartwright e Cooper (1995). A primeira delas está relacionada à maximização de valor da empresa; a segunda, às motivações do corpo diretivo. As duas lógicas estão muito interligadas, tendo em vista que o ideal seria que as razões do corpo diretivo tivessem como última consequência o aumento do valor da empresa:

A lógica da maximização do valor ocorre quando o principal motivo é aumentar o valor para o acionista, imprimindo sinergia por meio de economia de escala ou transferência de conhecimento. As motivações do corpo diretivo estão apoiadas na lógica de mercado, no aumento de *market share*, prestígio da direção e redução do nível de incerteza (BARROS; SOUZA; STEUER, 2003, p. 22-23).

Orgulho, arrogância e ambição pessoal, fatores que poderiam ser traduzidas como motivação do corpo diretivo, para Héau (2001, p. 56), são freqüentemente uma razão poderosa para realizar aquisições. No entanto, “o grau de agilidade é uma das principais razões da preferência pela aquisição, em detrimento a um processo de desenvolvimento interno”. Fatores como desregulamentação súbita e revolução tecnológica, em muitos setores, exigem resposta rápida, justificando a estratégia de crescimento por meio das aquisições. Quanto à estratégia de defesa, o autor enfatiza que, “tendo em vista a vulnerabilidade à aquisição por estrangeiros, muitas

empresas nacionais fundem-se na tentativa de se tornarem grandes demais para serem compradas”.

Segundo Evans, Pucik e Barsoux (2002, p. 23), “domínio de mercado, expansão geográfica, aquisição e/ou alavancagem de competências, aquisição de recursos, ajuste ao mercado competidor e desejo irracional de executivos” são os motivos para se realizar aquisições. No entanto, Rourke (1992) ressalta a necessidade de diversificação pura e também do aproveitamento de situações de reestruturação quando a empresa tem problemas de *performance*, além das já citadas, por exemplo melhoria de posição no mercado e aquisição de tecnologia.

Do ponto de vista do grupamento das diversas razões que se enumeram na bibliografia, Sterger (1999) afirma que as mesmas podem estar reunidas em dois grupos:

- a) tradicional – baseia-se no princípio de que os objetivos da aquisição estão relacionados à expansão e consolidação do mercado; e
- b) transformacional – quando os objetivos da aquisição se referem a uma mudança de patamar, um novo modelo de negócios ou ao desenvolvimento de novo portfólio.

As aquisições classificadas como transformacionais para Sterger (1999) são mais complexas, exigindo maior atenção no que diz respeito à gestão de pessoas.

De acordo com Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2003, p. 42), que realizaram pesquisa sobre 54 casos de fusões e aquisições ocorridos no Brasil, buscando identificar os objetivos e as consequências dos processos locais, as razões mais frequentemente mencionadas para justificar a onda de fusões e aquisições incluem “imperativos de crescimento, mudanças econômicas ou tecnológicas, necessidade de reunir recursos para pesquisa e desenvolvimento, potencial para ganhos de sinergias, corte de custos e economias de escala e escopo”. Os autores concluíram que também se pode considerar dois grupos quanto aos motivos averiguado. No entanto, compreendem razões estratégicas e políticas e institucionais. Os grupos e, conseqüentemente os motivos pertinentes a cada um deles estão relacionados no quadro 5.

**QUADRO 5**  
**Grupamento das razões de se realizar transações de fusões e aquisições**

GRUPO	RAZÕES
Razões estratégicas	Reação ou antecipação a um movimento dos concorrentes; Surgimento de novos entrantes ou produtos e serviços substitutos; Necessidade de gerar economias de escala.
Razões políticas e institucionais	Influência dos acionistas, parceiros governamentais ou de negócios; Motivos políticos dentro da organização; Exemplo de outras companhias tidas como modelos;

Fonte: Elaborado pela autora, a partir de Wood Jr.; Vasconcelos; Caldas, 2004, p. 42.

Concluindo, os autores lembram que menos da metade desses motivos realmente agrega algum valor às empresas e a seus acionistas. Afirmam: “ essa é uma questão que sem dúvida merece ser investigada” (WOOD JUNIOR; VASCONCELOS; CALDAS, 2004, p. 42). Enfatizam a possibilidade de essas transações ocorrerem não apenas por razões práticas e objetivas, mas também por interesses pessoais do corpo diretivo ou, simplesmente, por uma questão de tendência, ou seja, as empresas têm de seguir umas às outras.

De acordo com Kimura e Suen (1997), as transações de fusões e aquisições acontecem por razões estratégicas, financeiras, ou ambas, podendo ser agrupadas em três contextos, conforme ilustrado no quadro 6:

**QUADRO 6**  
**Razões: transações de fusões e aquisições**

Razões	Contexto
Crescimento e diversificação	Crescer em tamanho, ou em participação de mercado, ou em diversificação do âmbito dos produtos da empresa pode ser alcançado por meio de fusões e aquisições, que possibilitam transpor barreiras mercadológicas e, até mesmo, culturais, possibilitando rápido acesso a mercados.

continua...

... continuação

Razões	Contexto
Sinergia	Caracterizada pelas economias de escala resultantes da diminuição de custos indiretos das empresas fusionadas.
Aumento de capacidade	Muitas vezes, empresas combinam-se para aumentar sua capacidade administrativa, financeira e tecnológica (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995).

Fonte: Elaborado pela autora, a partir de Suen; Kimura (1997)

As fusões estratégicas procuram atingir escalas, mediante a eliminação de funções redundantes, o aumento da participação de mercado e a melhora das fontes de matérias-primas e dos canais de distribuição. As financeiras visam à melhora do fluxo de caixa mediante a aquisição de empresas que podem ser reestruturadas. Esse procedimento se daria por meio de cortes drásticos de custos e vendas de ativos improdutivos ou não compatíveis.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 593-594), muitas razões são apresentadas pelas empresas para justificar as fusões e aquisições. Sinergia é uma delas. “Há quatro categorias básicas de fontes de sinergia: aumento de receitas, redução de custos, redução de impostos e diminuição do custo de capital”. Os ganhos fiscais também podem incentivar os gestores nos processos de aquisições, ou seja, “o uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, o uso de capacidade ociosa de endividamento e o uso de fundos excedentes”.

No entanto, do ponto de vista de Harding e Rovit (2005, p. 103-106), aumento de participação no mercado e sinergia são fatores que impulsionam as transações de fusões e aquisições. Para os mesmos autores, a busca por sinergia consiste em “entrar em um dos territórios mais perigosos do universo das transações”. Muitas das fusões e aquisições fracassam, em grande parte, por causa da avaliação extremamente otimista da promessa de aumento de receita por sinergia. É preciso considerar as sinergia positivas, ou seja, o lado positivo da equação, quando o resultado de  $1 + 1$  soma 3, ou mais e as sinergias negativas, que são exatamente o que soa: “quando  $1 + 1$  soma menos do que 2. A tentação em negociações é enxergar e contabilizar as coisas de que se gosta, e não enxergar e contabilizar as coisas de que não se gosta”.



De acordo com Tanure; Evans e Pucik (2007), as razões que levam as empresa a realizar fusões e aquisições podem ser estratégicas, táticas ou relacionadas a egos corporativos. Citam alguns exemplos:

- a) domínio de mercado – ganhar economias de escala e controle sobre canais de distribuição;
- b) expansão geográfica – entrar em novos mercados a para ampliar sua cobertura geográfica e sua cota de mercado global;
- c) alavancagem de competências – no desenvolvimento de novos produtos, nos riscos de créditos e na gestão de débito;
- d) obtenção de recursos – adquirir empresas com reservas comprovadas de produto, ao invés de explorar novos campos;
- e) capacidade de aquisição – adquirir pequenas empresas emergentes com competência nas inovações de mercado;
- f) ajuste à competição – estabelecer estratégias de aquisição semelhantes às usadas pelos seus principais competidores;
- g) preço – adquirir um negócio pela oportunidade de preço; e
- h) arrogância executiva – o ego da alta administração contribuindo para a execução das transações de fusões e aquisições.

Em complemento, Guarita (2002, p. 24) afirma que “fatores como a necessidade de ganhos de escala de produção, atuação em outras regiões geográficas, surgimento de novos produtos e busca de sinergias financeiras e tecnológicas” são razões que levam grandes conglomerados de empresas a atuar por meio de aquisições.

Desejo de sobreviver e prosperar em um mercado mundial globalizado seria o principal fator estratégico que impulsiona a rápida expansão das fusões e aquisições transfronteiras, de acordo com UNCTAD (2000), que enfatiza a existência de uma relação dinâmica entre os fatores fundamentais que impulsionam as empresas a realizar transações de fusões e aquisições para alcançar seus objetivos estratégicos com as mudanças em torno da economia mundial:

- a) busca de novos mercado, possibilitando uma posição dominante;
- b) acesso a ativos patrimoniais;
- c) aumento da eficiência mediante as sinergias;
- d) aumento de tamanho;
- e) diversificação (distribuição do riscos);

- f) motivos financeiros; e
- g) motivos pessoais (comportamento).

As principais mudanças da economia que guardam relação com as fusões e aquisições transfronteiras, de acordo com a UNCTAD (2000), são:

- a) informação, tecnologia;
- b) normas e regulações do mercado (privatizações, abertura das mercados, programa de desregulamentação); e
- c) mercado de capitais.

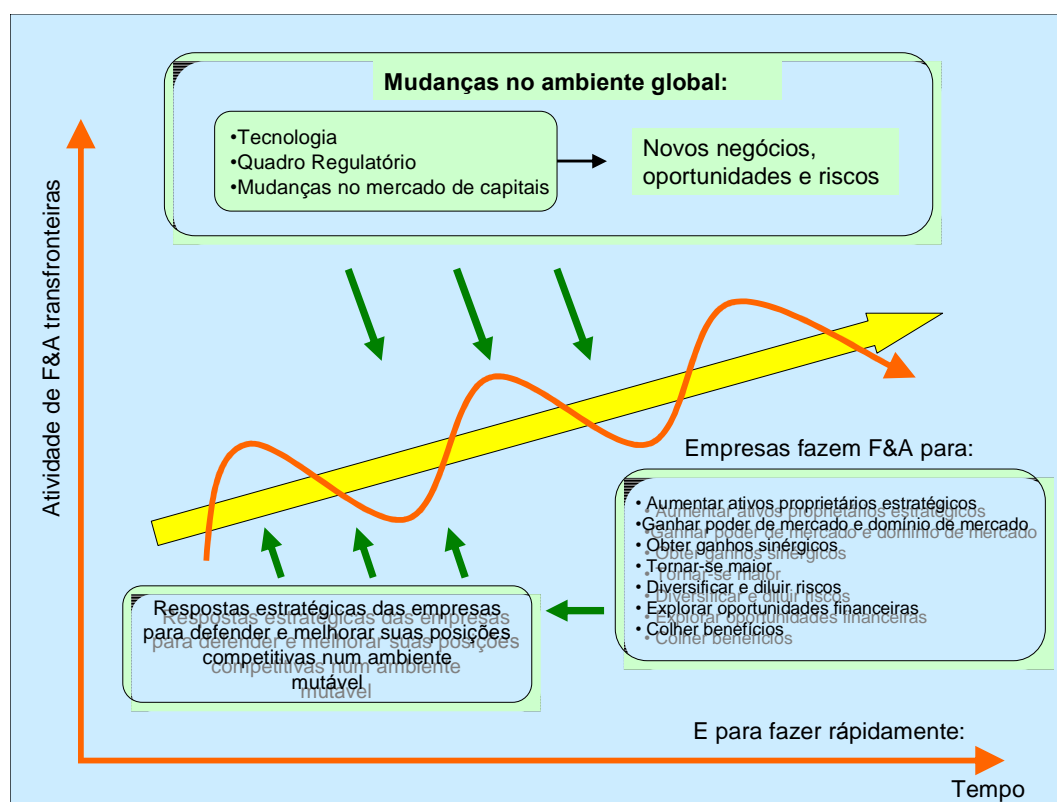


Figura 2 – As razões das fusões e aquisições transfronteiras  
 Fonte: UNCTAD, World Investment Report (2000), p. 154.

A figura 2 representa os diversos fatores fundamentais que impulsionam as empresas a realizar fusões e aquisições transfronteiras, relacionados com as oportunidades e as pressões do cenário econômico mundial, a fim de possibilitar que as empresas alcancem seu principal objetivo estratégico, que é defender e aumentar sua competitividade no mercado global.

O quadro 7 resume as razões apontadas pelos diversos autores neste estudo.

**QUADRO 7**  
**Consolidação das razões para se realizar fusões e aquisições**

<b>Razões</b>	<b>Autores</b>	<b>Total</b>
Motivos do corpo diretivo	Evans;Pucik;Barsoux (2003). Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004). Héau (2001). Cartwright e Cooper (1995). UNCTAD (2000).	5
Crescimento	Rourke (1992) Kimura; Suen (1997). Harding; Rovit (2005). Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004). UNCTAD (2000). Barros; Souza; Steuer (2003).	6
Sinergia	Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004) Kimura; Suen (1997). Harding; Rovit (2005). Ross; Westerfield; Jaffe (1995). Guarita (2002)	5
Penetrar em novos mercados (Criar valor)	Ghoshal;Tanure (2004). Tanure; Evans; Pucik (2007). UNCTAD (2000). Barros; Souza; Steuer (2003). Evans;Pucik;Barsoux (2003). Cartwright e Cooper (1995).	6
Diversificação	Kimura; Suen (1997). Harrison (2005). UNCTAD (2000).	3
Aquisição de recursos – reservas comprovadas	Tanure; Evans; Pucik (2007).	1
Expertise da adquirida (Capturar valor)	Ghoshal; Tanure (2004).	1
Reação ou antecipação a um movimento dos concorrentes	Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004).	1
Ganhos de escala – domínio de mercado	Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004). Guarita (2002). Barros; Souza; Steuer (2003). Tanure; Evans; Pucik (2007). Héau (2001)	5
Revolução tecnológica	Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004). Barros; Souza; Steuer (2003).	2

continua...

... continuação

<b>Razões</b>	<b>Autores</b>	<b>Total</b>
Defesa	Héau (2001)	1
Preço	Tanure; Evans; Pucik (2007). Barros; Souza; Steuer (2003).	2
Capacidade de aquisição	Tanure; Evans; Pucik (2007).	1
Influência dos acionistas, parceiros governamentais ou de negócios	Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004)	1
Novos entrantes ou produtos e serviços	Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004). Guarita (2002).	2
Rapidez	Héau (2001). Harrison (2005).	2
Desejo de sobreviver em um mercado mundial globalizado	UNCTAD (2000).	1

Fonte: Elaborado pela autora, a partir de diversos autores levantados no referencial teórico

### **3 A EMPRESA X NO CONTEXTO DO SETOR ELÉTRICO**

#### **3.1 Regulamentação que impacta as transações de fusões e aquisições**

O objetivo deste capítulo é identificar as principais mudanças ocorridas na regulamentação do setor elétrico no contexto das transações de fusões e aquisições envolvendo as empresas que exercem atividades de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica. Salienta-se que o estudo em questão tem como objeto uma empresa com essa característica.

De acordo com a EPE (2005), o processo de abertura econômica iniciado em 1990 e aprofundado em 1994, com o Plano Real, fez com que o Brasil passasse por uma fase complexa de ajustamento, exigindo reformas institucionais, modernização dos processos de produção, busca por maior eficiência e produtividade, e uma crescente terceirização da economia.

Segundo a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a aprovação da Lei 8.987, de fevereiro de 1995, que trata da concessão dos serviços públicos, deu início à reforma do Estado no Brasil. Quatro meses depois, em julho de 1995, a Lei 9.074 regulamentou a legislação anterior no que diz respeito ao mercado de energia para permitir o ingresso de recursos da iniciativa privada no aumento da oferta de energia elétrica. Em dezembro de 1996, foi criada a ANEEL, agente regulador do setor de energia elétrica, pela Lei 9.427, cujo regulamento foi definido no Decreto 2.335, de 6 de outubro de 1997, estabelecendo suas diretrizes, atribuições e estrutura básica, bem como o princípio da descentralização, que permite à agência reguladora estender sua ação aos mais diversos pontos do País.

O capítulo I, art. 1º, do Decreto 2.335 denomina a ANEEL “autarquia sob regime especial, com personalidade jurídica de direito público e autonomia patrimonial, administrativa e financeira, vinculada ao Ministério de Minas e Energia”. Sua finalidade, conforme o art. 2º, é “regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica”, tendo em vista a legislação e de acordo com as diretrizes e políticas do Governo Federal.

Suas competências são definidas por meio do capítulo II, art. 4º, podendo-se

ressaltar entre diversos outros dispositivos, a implementação de políticas e diretrizes do Governo Federal para a exploração de energia elétrica :

[...] “implementar políticas e diretrizes do governo federal para a exploração de energia elétrica e o aproveitamento dos potenciais de energia hidráulica; Incentivar a competição, supervisionando-a em todos os segmentos do setor de energia elétrica; Propor ajustes e as modificações necessárias à modernização do ambiente institucional de sua atuação; Atuar nos processos de definição e controle dos preços e tarifas; Autorizar cisões, fusões e transferências de concessões; Promover intercâmbio com entidades nacionais e internacionais; Extinguir a concessão e a permissão de serviços de energia elétrica” (DECRETO Nº 2.335; CAPÍTULO II, ART. 4º).

De acordo com o SEB (2006), desde a década de 1990 diante de um ambiente mais competitivo, o Brasil precisou desenvolver um aparato legal que permitisse a transformação de sua estrutura energética, uma vez que o setor necessitava de novos investimentos, o que seria possível por meio da entrada de agentes privados, elevando, assim, o processo de competição. Uma das medidas adotadas pelo governo para o setor foi a determinação da desverticalização dos seguimentos das empresas pela Lei 10.848/04.

Em 15 de março de 2004, o presidente da República sancionou a Lei 10.848, que estabelece novas regras para o setor elétrico brasileiro.

De acordo com o art. 8º da Lei 10.848, entre diversos dispositivos, fica proibido que:

- a) empresas de distribuição exerçam atividades de geração e transmissão de energia elétrica, bem como de venda de energia para consumidores livres;
- b) empresas de geração sejam coligadas ou controladoras de sociedades que desenvolvam atividades de distribuição de energia no Sistema Interligado Nacional (SIN).

Na década de 1970 o SIN, segundo ABRATE (2007), começou a ser implantado, por meio da integração dos diversos sistemas de um mesmo estado, seguindo-se a interligação dos sistemas dos estados de uma mesma região e, finalmente, ocorrendo a implantação das ligações entre as regiões. “Hoje o Brasil conta com um sistema elétrico interligado, com mais de 83.000 km de linhas de transmissão”.

A Lei 10.848, em seu art. 2º, determina “que as concessionárias, as permissionárias e as autorizadas de serviço público de distribuição de energia elétrica do SIN, deverão garantir o atendimento à totalidade de seu mercado, mediante contratação regulada, por meio de licitação” e, pelo art. 4º, autoriza a criação da Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), pessoa jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, sob autorização do Poder Concedente e regulação e fiscalização pela ANEEL, “com a finalidade de viabilizar a comercialização de energia elétrica de que trata esta lei”. A CCEE sucederá ao Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE).

De acordo com Boletim Energia (2005), o novo modelo societário, diante da exigência, por meio da Lei 10.848, de reestruturação societária das empresas de energia por meio da desverticalização, “envolve a transformação, a incorporação, a fusão e a cisão total ou parcial das concessionárias”, obrigando as distribuidoras do SIN a separar as participações em empreendimentos de geração, transmissão e comercialização de energia, assim como isolar participações acionárias em outras empresas e em atividades alheias à concessão do serviço de distribuição.

Poder-se-ia concluir a partir da Lei 10.848 que uma empresa que exerce atividades de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica é diretamente alcançada por esses dispositivos legais e que a regulação do setor impõe normas e procedimentos para que essas empresas atuem de forma conjunta e harmônica para continuarem atuando competitivamente no setor elétrico. Para isso, conforme determinação da lei, é necessário implementar um modelo societário que minimize eventuais impactos nas tarifas de seus consumidores; ou seja, buscar, entre outras medidas, alternativas que otimizem a carga tributária e os demais custos das empresas.

Não permitir que as empresas de distribuição tenham vínculo com os segmentos de geração ou transmissão, mas possibilitar que geração e transmissão permaneçam juntas, poderia levar a concluir, de acordo com SEB (2006), que as empresas de geração poderiam promover um ambiente mais competitivo nesse segmento, construindo novas empresas de geração, com a entrada de agentes privados.

Diante das exigências advindas de um ambiente competitivo, segundo EPE (2005, p. 40), o Brasil, nos últimos anos, a partir de fundamentos macroeconômicos sólidos e da implantação de reformas estruturais voltadas para o crescimento

econômico sustentado, vem recuperando sua posição relativa na economia mundial, que pode ser corroborada pelos seguintes aspectos:

- a) maior abertura do mercado para a economia mundial;
- b) enfrentamento sistemático das questões relacionadas ao chamado “custo Brasil”;
- c) sociedade integrada em solicitar ações do governo no sentido de alterar a base das desigualdades e as causas centrais da pobreza;
- d) retomada de investimentos no setor elétrico, tendo em vista a estabilização do ambiente regulatório por meio da aprovação do novo modelo institucional.

Diante da necessidade de adoção pela ANEEL, agente regulador do setor de energia elétrica, de procedimentos que garantam o controle da participação dos agentes econômicos na atual fase de transição do mercado de energia elétrica, tendo em vista o contínuo ingresso de novos agentes no setor, em decorrência dos processos de desverticalização e privatização de empresas de energia elétrica, foram estabelecidos pela Resolução 278, de 19 de julho de 2000, limites e condições para participação desses agentes nas atividades do setor.

Dentre diversas definições apresentadas no art. 2º da Resolução 278, estão:

- a) empresa do setor: “é a titular de concessão, autorização ou permissão para atuar no setor de energia elétrica como empresa de geração, transmissão ou distribuição ou como agente comercializador”;
- b) agente econômico: compreende empresas do setor, assim como seus acionistas ou quotistas;
- c) empresas vinculadas: são coligadas, controladas ou controladoras;
- d) capacidade instalada de um sistema: “é o somatório das potências instaladas, das usinas de geração de energia elétrica, concedidas ou autorizadas, e das capacidades autorizadas de importação de energia localizadas no sistema”;
- e) capacidade instalada de uma empresa em um sistema: “é o somatório das potências instaladas, concedidas ou autorizadas, das usinas de geração de energia elétrica em operação localizadas no sistema, ponderadas pelas participações da empresa nestas usinas”;
- f) participação de um agente na capacidade instalada de um sistema: “é o percentual da capacidade instalada do agente econômico em um sistema



em relação à capacidade instalada deste sistema”;

- g) participação de um agente na energia distribuída em um sistema: “é o percentual da energia distribuída pelo agente econômico em um sistema em relação à energia distribuída neste sistema”.

O art. 3º da Resolução fixa as normas e os limites de participação de um agente econômico na capacidade instalada no âmbito do setor elétrico, ou seja, para as geradoras. O item I do art. determina que um agente econômico não pode deter participação superior a 20% (vinte por cento) na capacidade instalada do sistema elétrico nacional. O item 2 determina que nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste, o limite é de 25% (vinte e cinco por cento). O item 3 determina que o limite para as regiões Norte e Nordeste é de 35% (trinta e cinco por cento).

O art. 4º da Resolução fixa os mesmos percentuais de participação do art. 3º. No entanto, é sobre a energia distribuída do sistema elétrico, ou seja, para as distribuidoras.

Em 6 de fevereiro de 2007, pela Resolução Normativa nº 252, fica revogado o art. 3º da Resolução Normativa 278, de 19 de julho de 2000, que fixava os limites de participação de agentes no segmento de geração em relação à capacidade total tanto do sistema elétrico nacional quanto dos subsistemas, ou seja, Sul, Sudeste, Centro Oeste, Norte e Nordeste.

A partir de todos os fatos apresentados, poder-se-ia concluir que o setor elétrico do Brasil, que até então era dominado por monopólios governamentais, passa, com a abertura dos mercados, a conviver com um ambiente mais competitivo, levando o país a desenvolver instrumentos capazes de transformar sua estrutura energética, possibilitando receber novos investimentos privados sinalizando uma trajetória de crescimento para o setor:

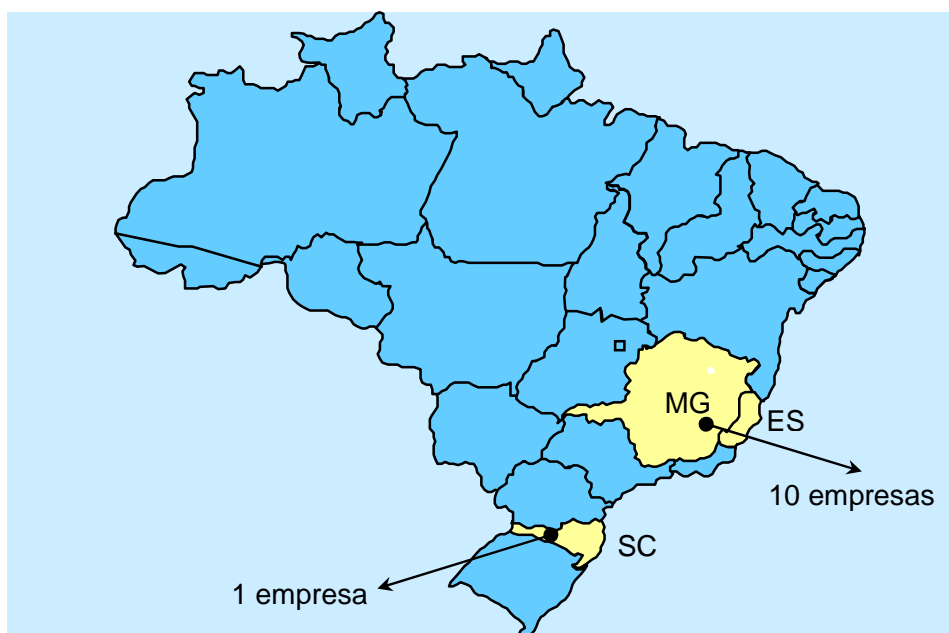
### **3.2A empresa X : breve histórico**

É de fundamental importância para o entendimento da pesquisa trazer para este estudo um pouco da história da empresa, sem, no entanto, identificá-la no que diz respeito às estratégias adotadas para fazer face aos processos de fusões e aquisições nos últimos anos.

Em 8 de janeiro de 2004, o presidente da república sancionou a Lei 10.848, que estabelece novas regras para o setor elétrico brasileiro. A empresa X, que exerce atividades de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, foi diretamente alcançada pelos dispositivos legais constantes da lei. Para continuar atuando competitivamente no setor elétrico, foi preciso adequar-se à nova lei, evitando severas penalidades e diversas restrições. Uma das grandes mudanças que faz parte das premissas do novo modelo do setor elétrico brasileiro foi a segmentação de suas atividades, por meio da desverticalização, que consistiu na criação de empresas distintas para as atividades de geração, transmissão e distribuição, até então integradas em uma única empresa.

O modelo societário implantado pela empresa X compreendeu a criação de três empresas: uma *holding* para exercer o papel de controladora; uma para exercer as atividades de distribuição; e outra para exercer as atividades de geração e transmissão de energia elétrica. A partir do novo modelo societário, a empresa X passa a ser composta por 11 empresas e 6 consórcios, compreendendo uma área geográfica de atuação limitada ao seu Estado.

O mapa 1 ilustra a distribuição geográfica da empresa X em 2004 no qual se percebe a concentração de todo o grupo praticamente em uma única região:

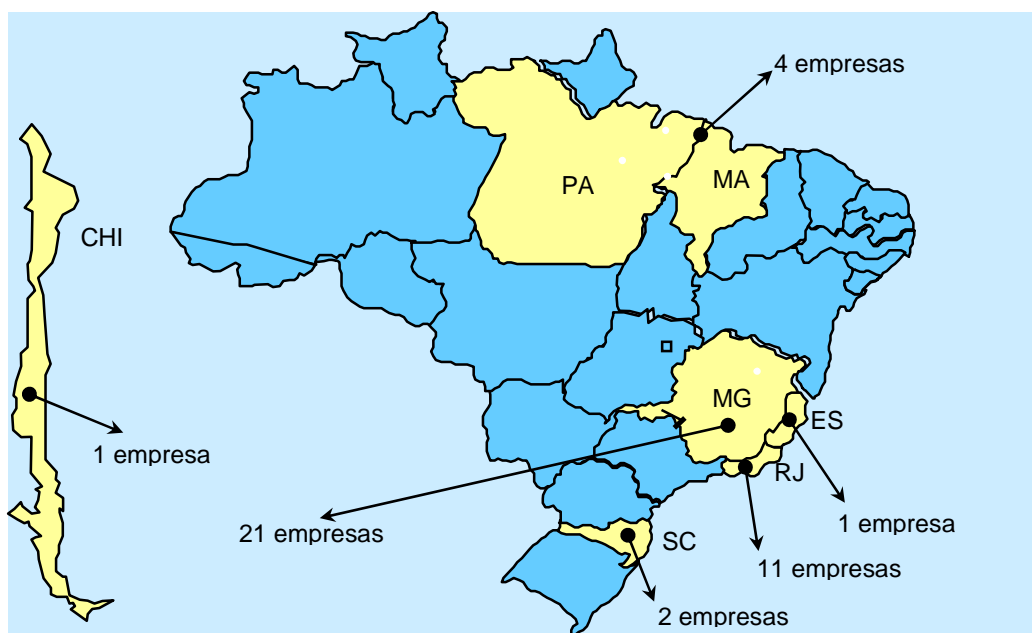


Mapa 1 – Distribuição geográfica da empresa X em 2004

Fonte: Reelaborado pela autora a partir de dados da organização em estudo

Em setembro de 2004, a empresa X constituiu em sua estrutura organizacional a Área de Coordenação de Participações e Aquisições, sob a responsabilidade da Diretoria de Finanças Participações e de Relações com Investidores, composta por sete empregados, cuja responsabilidade era prospectar, identificar e avaliar novas oportunidades de aquisições de empresas do setor elétrico.

A estratégia de constituir uma área com um número pequeno de empregados poderia levar a concluir que o empreendimento a ser desenvolvido seria pouco agressivo, ou seja, de longo prazo. No entanto, em 2004 a empresa, que mantinha em seu portfólio de negócios seis consórcios e 11 empresas, chega em agosto de 2007 com sete consórcios e 40 empresas. O mapa 2 ilustra a distribuição geográfica da empresa X em 2007, que deixa evidente o crescimento de mercado atingido:



Mapa 2 – Distribuição geográfica da empresa X em 2007

Fonte: Reelaborado pela autora a partir de dados da organização em estudo

Em novembro de 2004, a empresa X ratificou seu Plano Diretor 2005/2035 (2004), que consiste no seu planejamento estratégico de longo prazo para o período de 2005 a 2035, pautando suas ações alinhadas à Diretriz do Acionista Controlador, que é crescer e agregar valor. Esse é o pilar mestre que orientou a elaboração do Plano Diretor, cujos embasamentos estão alinhados aos elementos da visão da organização:

- a) agregação de valor para a companhia;
- b) aumento de participação no mercado;
- c) tornar-se uma das melhores empresas para se trabalhar;
- d) atuação no Brasil;
- e) atendimento a todos os seus consumidores;
- f) parceria com a comunidade onde atua;
- g) crescimento no mercado de gás;
- h) política de dividendos reconhecida como a mais consistente e atrativa do setor;
- i) tornar a cultura da companhia voltada para resultados empresariais;
- j) ser cliente preferencial de seus fornecedores;
- k) garantir a sustentabilidade; e
- l) resguardar a qualidade de seus produtos e serviços.

Em outubro de 2007, a empresa fez uma revisão de seu estatuto, que originou uma mudança organizacional, para possibilitar a essa gestão dos empreendimentos uma visão de suporte, de sustentabilidade organizacional. Entre diversas alterações, criou-se uma área específica para tratar de novos empreendimentos, a Diretoria de Desenvolvimento de Novos Negócios, e a Superintendência de Gestão de Participações, vinculada à Diretoria de Finanças, Relações com Investidores e Controle de Participações, para administrar as aquisições. Estes procedimentos são indicativos da continuidade dos processos de fusões e aquisições.

Conhecer os movimentos internos que a organização pesquisada neste estudo vem fazendo auxilia no entendimento das respostas obtidas por meio das entrevistas, tendo em vista que o ambiente interno da organização está sendo preparado, ao que tudo indica, para dar continuidade aos processos de fusões e aquisições, o que pode ser entendido como consequência dos sucessos auferidos até agora nos empreendimentos realizados.

## **4 METODOLOGIA**

### **4.1 Caracterização da Pesquisa**

De acordo com os procedimentos metodológicos, esta pesquisa pode ser caracterizada como um estudo empírico de campo que de acordo com Gil (2002, p. 53), procura o aprofundamento das questões propostas e seus resultados costumam ser mais fidedignos uma vez que é desenvolvido no próprio local em que ocorrem os fenômenos. Para o autor “o pesquisador realiza a maior parte do trabalho pessoalmente, pois é enfatizada importância de o pesquisador ter tido ele mesmo uma experiência direta com a situação de estudo”.

### **4.2 Modelo de pesquisa**

Qualitativa, que segundo Vergara (2006, p. 258), “contemplam a subjetividade, a descoberta, a valorização da visão de mundo dos sujeitos. Os dados são coletados por meio de técnicas pouco estruturadas e tratados por meio de análises de cunho interpretativo. Os resultados obtidos não são generalizáveis”.

### **4.3 Unidade de análise e de observação**

Foram entrevistados seis dos sete empregados da área de Coordenação de Participações e Aquisições, responsáveis por todas as aquisições realizadas desde 2004; o diretor da Diretoria de Finanças, Relações com Investidores e Controle de Participações; o diretor da Diretoria de Distribuição e Comercialização, tendo em vista o aspecto regulatório ao qual a organização está sujeita; o assessor do diretor presidente; e mais quatro empregados de áreas afins, de suporte aos processos de fusões e aquisições: Superintendência de Telecomunicações e Informática,

Superintendência de Planejamento Corporativo e Tarifas, Superintendência de Gestão de Finanças Corporativas e Superintendência de Planejamento Estratégico.

#### **4.4 Técnicas de levantamento de dados**

Os dados foram coletados por meio de entrevistas, feitas com base em roteiro semi-estruturado apresentado no (APÊNDICE A).

Tendo em vista as normas da empresa, antes da aplicação do instrumento foi encaminhada à Diretoria de Finanças, Participações e de Relações com Investidores e para a área de Recursos Humanos uma carta explicando a natureza do estudo e sua importância, a fim de solicitar autorização para que a pesquisa fosse realizada no interior da empresa.

O roteiro foi composto de seis itens, que sugeriram perguntas abertas que, conforme Lakatos e Marconi (2001), são também chamadas “livres” ou “não limitadas”; as quais permitem ao informante responder livremente, usando linguagem própria, e emitir opiniões. O foco do roteiro é atingir o objeto em estudo: fusões e aquisições.

#### **4.5 Forma de análise de dados**

A análise das informações obtidas por meio das entrevistas deu-se pela análise de conteúdo, empregada para tratamento de material qualitativo, que permite não apenas a quantificação de algumas respostas, mas também um tratamento qualitativo, “temático”, dos dados obtidos.

Segundo Franco (2005, p. 13), “o ponto de partida da Análise de Conteúdo é a mensagem, seja ela verbal (oral ou escrita), gestual, silenciosa, figurativa, documental ou diretamente provocada”. Implica comparações do contexto, que podem ser multivariadas, embora obrigatoriamente direcionadas a partir da sensibilidade e da competência teórica do pesquisador. Para a mesma autora, as

operações de comparação e classificação visam estabelecer semelhanças e diferenças.

Em complemento, Bardin (1977) ressalta que a análise de conteúdo compreende três etapas básicas: a) pré-análise; b) exploração do material; e c) tratamento dos dados e interpretação.

A pré-análise tem por objetivo organizar o material. Possui três incumbências:

- a) escolher os documentos a serem submetidos à análise;
- b) formular as hipóteses e/ou dos objetivos; e
- c) elaborar os indicadores que darão sustentação à interpretação final.

A exploração do material corresponde à implementação dos procedimentos da pré-análise. O tratamento e a interpretação referem-se à geração de inferências e dos resultados da investigação.

Segundo Franco (2005, p. 37), “definidos os objetivos da pesquisa, delineado o referencial teórico e conhecido o tipo de material a ser analisado, o pesquisador vai definir as Unidades de Análise”, que se dividem em:

- a) unidades de registro: é a menor parte do conteúdo. Sua ocorrência é registrada de acordo com as categorias levantadas, por exemplo: palavra: usada para determinar a frequência relativa; tema: indispensável na pesquisa de opiniões, pode ser uma simples sentença, um conjunto delas ou um parágrafo; personagem: pessoas passíveis de classificação; item: atributos definidores de um texto, etc; e
- b) unidades de contexto: imprimem significado às unidades de análise.

Definidas as unidades de análise, procede-se à definição das categorias que, segundo Franco (2005, p. 57:59), consiste em “classificar os elementos constitutivos de um conjunto, por diferenciação seguida de reagrupamento baseado em analogias, a partir de critérios definidos”. As categorias podem ser criadas *a priori*, ou seja, são determinadas em função de uma resposta específica do investigador, ou não são definidas *a priori*, ou seja, “emergem da fala, do discurso, do conteúdo das respostas e implicam constante ida e volta do material de análise à teoria”. Exige maior conhecimento teórico por parte do investigador.

Diante dos objetivos da pesquisa definidos, delineado o referencial teórico e definidas as unidades de análise e as categorias, procede-se à exploração, ao tratamento dos dados e à interpretação.

Diante do contexto apresentado, os passos seguidos para analisar as 13 entrevistas realizadas na empresa X foram:

- a) transcrição de cada uma das 13 entrevistas gravadas;
- b) construção de um quadro para cada entrevista, separando as falas do entrevistado e do entrevistador em colunas (no APÊNDICE B, a título de exemplo, é apresentado um desses quadros);
- c) construção de um quadro resumo para cada entrevista, relacionando apenas o que responde à pergunta de investigação: por que realizar transações de fusões e aquisições (APÊNDICE C);
- d) definição da unidade de registro utilizada: “Tema”, que, segundo Franco (2005), é indispensável na pesquisa de opiniões e representações sociais;
- e) definição de quatro categorias que representam o grupamento das razões de se realizarem fusões e aquisições;
- f) construção de um quadro relacionando todas as quatro categorias com suas respectivas subdivisões e transcrição dos temas das entrevistas, que compreendem sentenças e parágrafos, para o quadro de categorias já definidas (APÊNDICE D); e
- g) conclusão da pesquisa a partir da compreensão dos dados codificados.



## 5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir da pesquisa realizada na empresa X, em que se procurou identificar as razões de a organização estar realizando transações de fusões e aquisições, foram levantados diversos fatores indicativos desse movimento.

A análise do material apurado nas entrevistas teve início com a definição de quatro categorias, o que, de acordo com Franco (2005, p. 57), trata-se de “uma operação de classificação de elementos constitutivos de um conjunto. A criação de categorias é o ponto crucial da análise de conteúdo”. Foram utilizados como referência um agrupamento de razões proposto por Barros; Souza e Steuer (2003, p. 23) que consiste em “razões vinculadas ao mercado” e um grupamento proposto por Wood Jr.; Vasconcelos e Caldas (2003, p. 42) que consiste em “razões políticas e institucionais”. A partir desses modelos, foram criados mais dois grupamentos que correspondem às “razões de estratégia de eficiência” e “outras”. As quatro categorias foram assim subdivididas:

- a) categoria 1 – razões vinculadas ao mercado, compreendendo: crescimento, valorização da marca e segurança;
- b) categoria 2 – razões políticas e institucionais, compreendendo: rapidez de retorno ao acionista, influência do acionista, agregar valor para o acionista e dividendos;
- c) categoria 3 – estratégia de eficiência, compreendendo: sinergia, tecnologia; e
- d) categoria 4 – outras.

A partir das categorias, utilizou-se como unidade de registro “Temas”. De acordo com Franco (2005), “tema” significa uma asserção sobre determinado assunto. Retirou-se de cada entrevista uma sentença, o conjunto delas ou, até mesmo, parágrafos, que foram transportados para as tabelas de codificação criadas (APÊNDICE D).

Diante dos temas relacionados, em cada subgrupo das categorias, vislumbrou-se a possibilidade de analisar o material por quatro aspectos:

- a) quantos dos 13 entrevistados citaram as razões categorizadas no estudo em questão;

- b) quantas vezes cada razão categorizada foi citada pelos entrevistados. Diante desse número, foi possível verificar os níveis de importância de cada uma das razões para os entrevistados;
- c) qual a percepção do entrevistador, a partir da entrevista como um todo, da razão predominante para cada entrevistado;
- d) qual a relação que as razões guardam entre si uma vez que foi possível notar uma relação dinâmica entre elas. De acordo com UNCTAD (2000), são dinâmicas as relações recíprocas entre os fatores fundamentais que impulsionam as empresas a realizar transações de fusões e aquisições.

Diante das estratégias de análise abordadas, o gráfico 1 representa o número de entrevistados que citaram as razões categorizadas no estudo em questão:

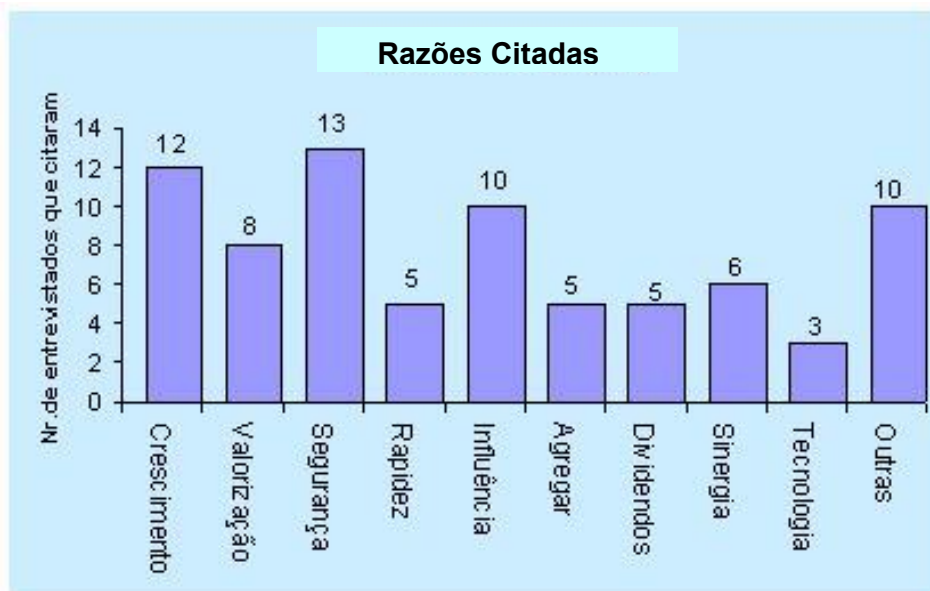


Gráfico 1 – Razões citadas pelos entrevistados  
Fonte: Elaborado pela autora

Conforme o gráfico 1, todos os 13 entrevistados consideram segurança como razão para que a empresa X tenha realizado transações de fusões e aquisições; 12 consideram o crescimento, e 10 a influência do acionista. A categoria Outros apontou como razões: oportunidade, ou seja, o momento, a regulamentação do setor elétrico, o plano diretor da empresa e a importância de investimentos no setor de energia elétrica para o próprio desenvolvimento do Brasil.

A segunda abordagem utilizada neste estudo, apresentada no gráfico 2, representa o número de vezes que cada razão foi citada pelos empregados da empresa X entrevistados:

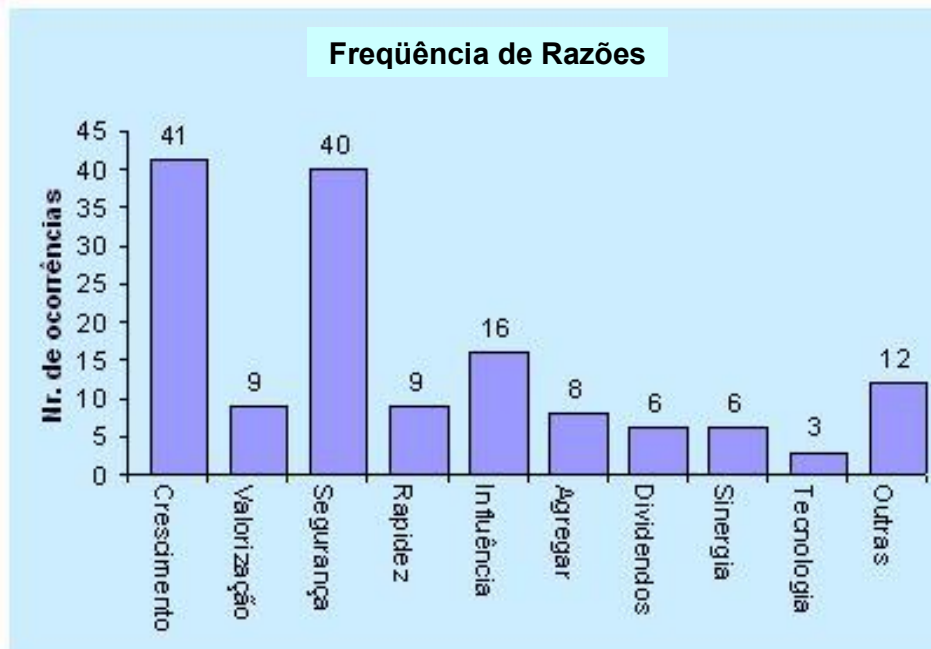


Gráfico 2 – Frequência das razões citadas pelos entrevistados  
Fonte: Elaborado pela autora

Diante do gráfico.2, percebe-se que os empregados entrevistados enfatizaram em suas falas crescimento e segurança como razões da empresa X estar realizando transações de fusões e aquisições. O crescimento da organização diante do mercado foi mencionado 41 vezes. A questão da segurança, ou seja, da sobrevivência da organização diante do risco que o mercado consolidado implica foi mencionado 40 vezes.

A terceira abordagem utilizada neste estudo parte da percepção do entrevistador sobre o contexto de cada entrevista. Os entrevistados, diante das questões levantadas, enfatizaram algumas razões, o que permitiu, à pesquisadora aprofundar na questão, a fim de perceber a conotação de importância que cada entrevistado tinha em relação a determinadas razões para se realizar fusões e aquisições. A percepção está ilustrada no quadro 8:

**QUADRO 8**  
**Razões: transações de fusões e aquisições: percepção do entrevistador**

Entrevistados	Razão para se realizar fusões e aquisições
1	Segurança
2	Segurança
3	Crescimento
4	Crescimento
5	Segurança
6	Influência do Acionista
7	Crescimento
8	Influência do Acionista
9	Dividendos
10	Rapidez
11	Influência do Acionista
12	Segurança
13	Segurança

A partir de frases extraídas das entrevistas, foi possível perceber uma grande ênfase por parte dos entrevistados em segurança e crescimento. Ficou visível a preocupação de muitos em crescer até atingir o limite permitido pela legislação, para assim não correr riscos diante de um mercado em processo crescente de competição:

- a) “Olha, eu acho que quem não cresce caminha para morrer” (Entrevistado: 04);
- b) “A estabilidade não gera crescimento. Para você crescer, deve criar a instabilidade. Quando há instabilidade, somos obrigados a dar um passo” (Entrevistado: 07);
- c) “A velocidade do crescimento se acelera ao ponto em que você atinge aquela escala mínima para se manter dentro de um mercado que está crescentemente mais competitivo” (Entrevistado: 12);
- d) “O crescimento não se faz; você vê. Se não correr risco, também aí fica muito difícil crescer” (Entrevistado: 11).

A quarta abordagem utilizada neste estudo parte da relação dinâmica que as razões guardam entre si. Para que esta análise fosse possível, primeiramente foram

levantadas todas as razões apresentadas pelo estudo e desenvolvido o diagrama que indica a relação entre elas (FIG. 3). O quadro 9 traz o nome completo dos autores referenciados.

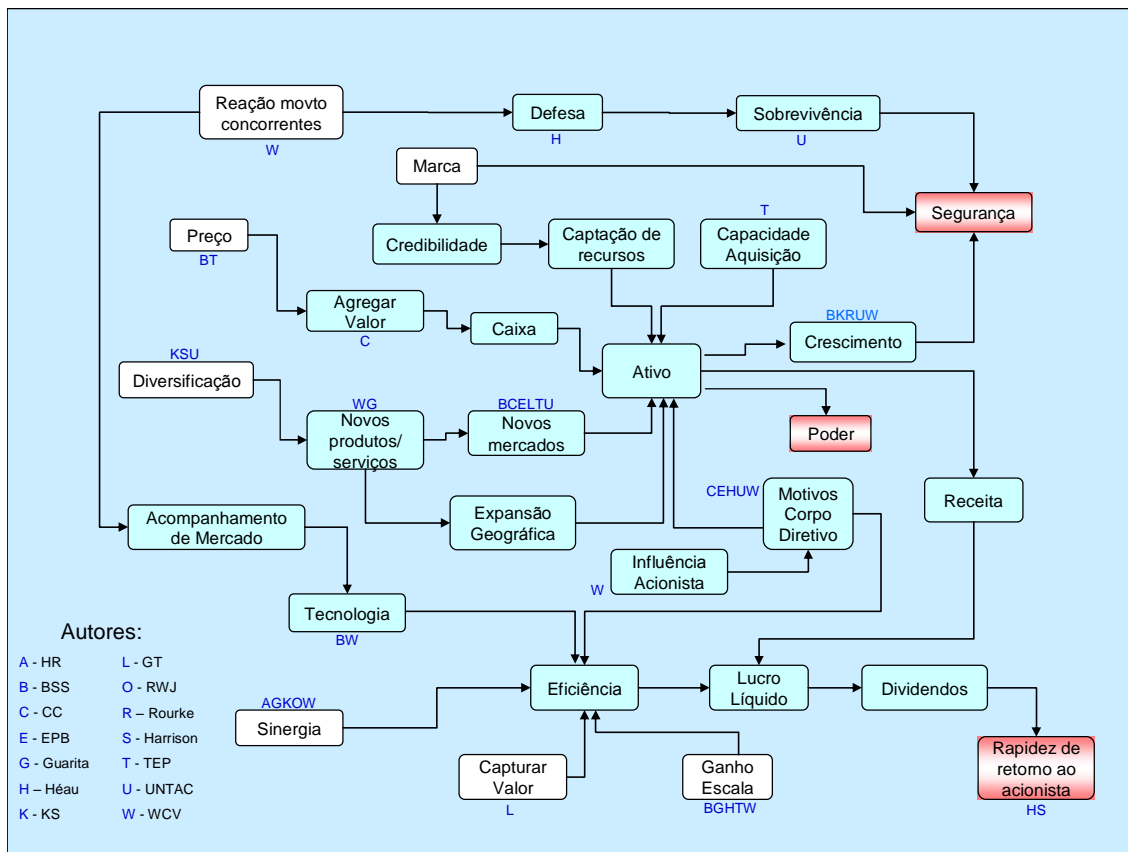


Figura 3 – Relação dinâmica entre as razões para realização de fusões e aquisições.  
Fonte: Elaborada pela autora.

**QUADRO 9**  
**Autores referenciados pela figura 3**

Abreviat.	Autor	Abreviat.	Autor
A	Harding; Rovit (2005)	L	Ghoshal; Tanure (2004)
B	Barros; Souza; Steuer (2003)	O	Ross; Westerfild; Jaffe (1995)
C	Cartwright; Cooper (1995)	R	Rourke (1992)
E	Evans; Pucik; Barsoux (2003)	S	Harrison (2005)
G	Guarita (2002)	T	Tanure; Evans; Pucik (2007)
H	Héau (2001)	U	UNCTAD (2000)
K	Kimura; Suen (1997)	W	Wood Jr.; Caldas; Vasconcelos (2004)

Fonte: elaborado pela autora

Conforme ilustrado na figura 3, a relação dinâmica entre as razões para se realizar transações de fusões e aquisições possibilita uma visão de conjunto de todas as razões levantadas nesta pesquisa e as respectivas relações entre elas, refletindo a lógica corporativa da empresa X.

Pode-se perceber, por exemplo, que as razões sinergia, capturar valor e ganho de escala estão na realidade em busca de eficiência, que possibilitaria um melhor resultado da empresa, indicativo de maior lucro líquido e conseqüentemente, distribuição de dividendos de forma mais rápida para o acionista. Ou seja, a razão fim desta linha de razões é a rapidez de retorno ao acionista.

A figura 3 ao abarcar todas as razões encontradas nesta pesquisa e na literatura, fornece um quadro de referência que permite uma interpretação mais precisa do conjunto das razões.

Citada 41 vezes, a razão crescimento não poderia ser analisada de maneira isolada. De acordo com o diagrama, crescimento é na realidade uma razão meio para alcançar a razão fim que é segurança.

A influência do acionista, citada 16 vezes nas entrevistas, não deveria ser vista isoladamente. Ela agiria por meio de sua influência nas motivações do corpo diretivo, levando a ações que resultariam em aumento de eficiência ou também ao aumento do ativo, com suas respectivas conseqüências, implicando em segurança e uma maior rapidez de retorno ao acionista.

A razão segurança, citada 40 vezes nas entrevistas, juntamente com as razões rapidez de retorno ao acionista e poder, entretanto, podem ser vistas como um fim, uma vez que têm fundamentação em si mesmas. Percebe-se diante do contexto da dinâmica entre as razões de se realizar fusões e aquisições que grande parte delas é meio para justificar estas razões fim. De acordo com Viegas-Lee (2007), é preciso uma terra de valentes, “quando a sobrevivência no mercado exige ousadia e coragem para ampliar as próprias fronteiras”.

## **5.1 Limitações do Estudo**

Por ser empresa de economia mista, a empresa X pode ter seu corpo dirigente mudado a cada mandato do governo estadual. Essas alterações podem

significar mudanças a curto prazo nas estratégias de gestão adotadas pela organização, limitando os resultados obtidos neste estudo à data em que foi realizado.

Dois outros fatores devem ser considerados: primeiro apenas uma empresa do setor elétrico foi investigada, apesar deste estudo ter se baseado em 29 movimentos de transações de fusões e aquisições; segundo o ano limítrofe da pesquisa é 2007, indicando a necessidade de a questão levantada neste estudo vir a ser objeto de pesquisa futura.

## 6 CONCLUSÃO

A dinâmica do mercado de energia elétrica não acontece apenas em função do crescimento da economia. Ocorre também a partir de fatores vinculados, direta ou indiretamente, a esse crescimento, como: população, domicílios, projetos industriais, clima e avanços tecnológicos. Portanto, a falta de investimentos nesse setor prejudica a indústria, o emprego e a sociedade de uma maneira geral, tornando cada vez mais difícil o desenvolvimento do país.

Diante desse contexto, o setor elétrico passou por um processo de reestruturação em 2003 e 2004, com o desenvolvimento de um modelo misto, com a participação do Estado e do setor privado. Um dos dispositivos foi a Lei 10.848, de 15 de março de 2004, que estabeleceu a desverticalização, com o objetivo de coibir a concentração de atividades de um mesmo setor.

É exatamente nesse novo cenário mundial que a empresa X, geradora, transmissora, distribuidora e comercializadora de energia elétrica, vem desenvolvendo seu planejamento estratégico, baseado na premissa evidenciada em seu Plano Diretor de que crescer é fundamental para agregar valor.

Para o presente trabalho, foram entrevistados 13 empregados da empresa X, responsáveis pelas transações de fusões e aquisições. Pôde-se observar claramente que existe uma grande preocupação por parte dos empregados quanto ao movimento de investimentos necessários para o desenvolvimento do setor elétrico, o que indica a existência de uma escala mínima de tamanho das empresas para que se possa absorver estes investimentos. É muito evidente por parte dos entrevistados a percepção de que nos próximos anos o Brasil terá apenas algumas poucas grandes companhias dominando o cenário de energia nacional. A própria regulamentação, quando estabelece que um agente econômico não poderá deter participação na energia distribuída no sistema elétrico nacional superior a 20% e regional superior a 25%, já sinaliza que a consolidação em cinco grandes grupos de energia elétrica no Brasil é esperada.

Percebeu-se também pelas entrevistas que, tendo em vista o crescimento da economia do Brasil, a opção da empresa X de crescer de forma mais rápida é por meio de fusões e aquisições, tendo em vista que o crescimento por meio do seu mercado vegetativo é muito pequeno, pois depende do crescimento da população e



da economia como um todo, o que indica que se ela não crescer por meio de aquisições, estará fadada a ficar estagnada em um mercado interno já maduro, correndo o risco, em algum momento, de ser consolidada por outro agente do setor. Portanto, está em busca de crescimento, certa de que o caminho é longo e que implica grandes riscos para o acionista, motivo esse que levou ao estabelecimento de regras, a partir do seu Plano Diretor, que garantam a segurança do negócio.

Também foram ligeiramente citadas nas entrevistas razões como tecnologia, sinergia, recursos disponíveis, oportunidade, valorização da sua marca, influência do acionista e o próprio Plano Diretor, que estabelece um planejamento estratégico de crescimento. No entanto, o que se pode perceber é que a empresa X quer ser uma das grandes consolidadoras do setor; e para isso necessita adquirir escala, tamanho e agressividade.

Considera-se importante ressaltar neste estudo o contexto das razões que impulsionam a empresa X a realizar fusões e aquisições. A figura 5 ilustra essa composição, desenhada a partir da percepção da autora, tendo em vista os resultados das entrevistas realizadas:

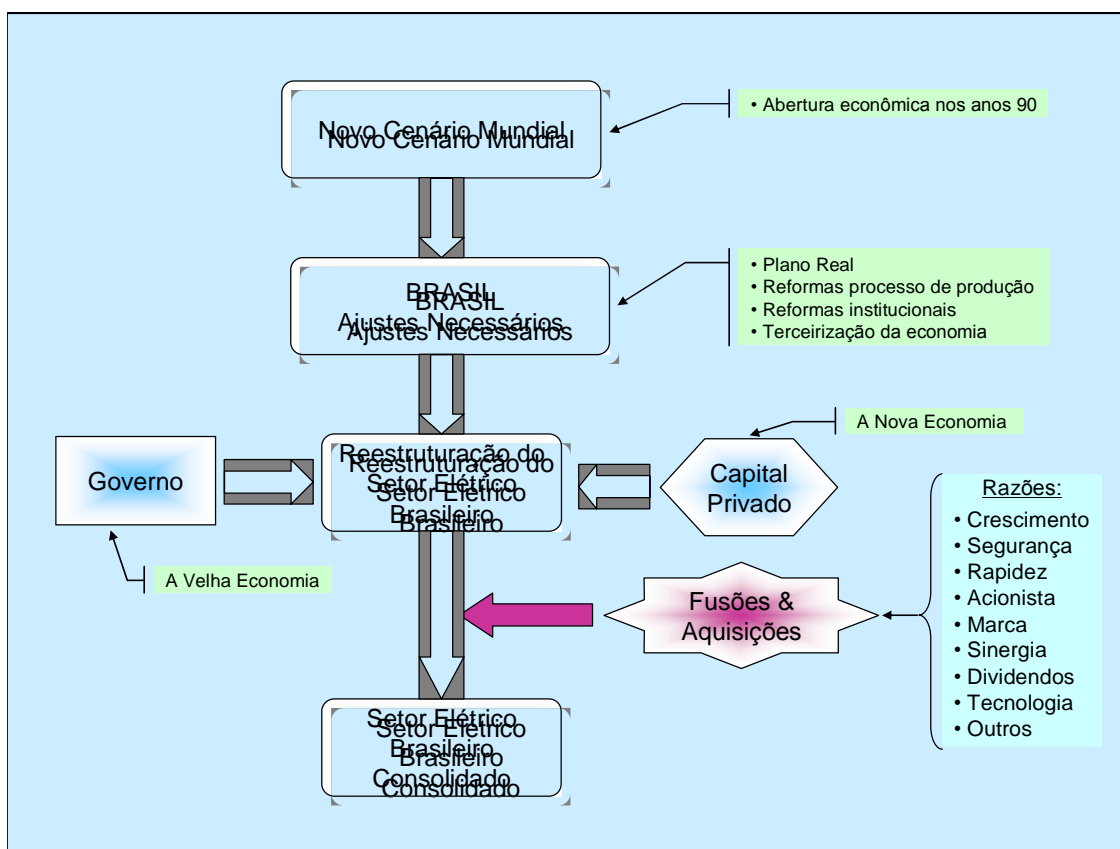


Figura 4 – Consolidação das razões para realizar fusões e aquisições  
Fonte: elaborado pela autora a partir dos resultados das entrevistas

Conforme ilustrado na figura 4, o que está levando a empresa X a realizar fusões e aquisições tem como ponto de partida a abertura econômica nos anos de 1990, aprofundada em 1994 com o sucesso do Plano Real. O Brasil passa por um período de ajustamento a esse novo cenário mundial, buscando recuperar sua posição na economia por meio da redução da sua vulnerabilidade externa. Como reflexo desse novo ambiente, o setor elétrico, imprescindível ao desenvolvimento do país, até então dominado por monopólios governamentais e carentes de novos investimentos (que os governos não conseguiam mais realizar), transforma sua estrutura energética, possibilitando a entrada de novos investimentos privados, que vão possibilitar o desenvolvimento do setor. As mudanças do setor elétrico que impactam as operações de fusões e aquisições podem ser resumidas em:

- a) Lei 9.427 de dezembro de 1996, criou a ANEEL;
- b) 9 de julho de 2000 pela Resolução da ANEEL 278, foram estabelecidos os limites e as condições para a participação dos agentes econômicos nas atividades do setor de energia elétrica para os segmentos de geração e Distribuição;
- c) 15 de março de 2004 foi sancionada a Lei 10.848, que estabelece novas regras para o setor elétrico brasileiro, determinando a desverticalização dos seguimentos das empresas;
- d) 6 de fevereiro de 2007 pela Resolução da ANEEL 252, diante do cenário atual do setor elétrico brasileiro e com a intenção de melhor adequar a legislação à atual realidade de mercado, revogou-se o art. 3º da Resolução da ANEEL 278, que fixava limites de participação de um agente econômico na capacidade instalada no âmbito do setor elétrico, ou seja, caem os limites para as geradoras.

A mobilidade do capital permitida a partir da abertura dos mercados e das reestruturações promovidas pelo governo no País, principalmente no setor elétrico, sinaliza a consolidação das empresas deste setor, tendo em vista que a quantidade de recursos disponíveis nas grandes corporações irá permitir que as mesmas ofereçam propostas vantajosas e competitivas para as menores, que não terão saída, a não ser vender seus ativos. Esses fatores conduzem à teoria de Dupas (2001), que ressalta a mobilidade do capital provocada pela abertura dos mercados no início da década de 1980 e a formação de gigantes mundiais no topo da cadeia

produtiva, em face do grande volume de investimentos necessários à liderança tecnológica de produtos e processos, que decidirão o que, quanto, quando, como e onde produzir. Da mesma forma, o contexto reafirma uma das razões enunciadas por Héau (2001) que estabelece a defesa; ou seja, as empresas percebem sua vulnerabilidade no mercado e fundem-se para ficar grandes demais para serem compradas. Pode-se ressaltar o contexto apresentado por meio de uma frase de um dos 13 entrevistados: “É aquela velha história. São cinco ou seis vagas na garagem. Ou nós estamos dentro ou nós estamos fora”. A partir daí, em resposta ao fatos levantados neste estudo, a empresa X decide crescer de forma rápida e sustentável, sem colocar em risco os ativos da organização, respeitando seus *covenants* determinados no Plano Diretor, buscando empreendimentos com parceiros na tentativa de diluir o risco iminente e demonstrando ao mercado que irá crescer com sustentabilidade. Considerando o exposto, pode-se ressaltar a teoria de Héau (2001) quando afirma que uma das principais razões para as empresas adotarem estratégias de aquisição é a agilidade do processo. Isso pode também ser evidenciado por uma frase extraída da entrevista: “Quando você faz uma aquisição o objetivo final do investimento chega mais rápido. A gente brinca que é receita na veia, porque não tem todo aquele processo demorado da construção”. O fator “crescer”, fica claro, nas entrevistas, que será por meio de fusões e aquisições, uma vez que é a forma mais rápida de agregar valor ao acionista. Frases extraídas das entrevistas confirmam o exposto:

- a) “Quem não cresce caminha para morrer” ;
- b) “Vamos nos adaptar à competência para o crescimento”;
- c) “Os investidores querem além da rentabilidade; querem também o aumento do fluxo de caixa. Então, uma maneira de crescer rapidamente é realmente adquirindo outras empresas”;
- d) “Nosso objetivo é crescer realmente; é ter retorno em cima do que estamos investindo”.

Pode-se então concluir, por meio das quatro análises realizadas neste estudo, sem no entanto exaurir, que o que está levando a empresa X a realizar transações de fusões e aquisições é um conjunto de razões que guardam uma relação dinâmica entre si: crescimento, valorização da marca, rapidez, influência do acionista, agregar valor, dividendos, sinergia, tecnologia e outros. Percebe-se que as operações de fusões e aquisições na empresa X são estratégias que vão possibilitar sobretudo

segurança em um mercado onde é inexorável a consolidação do setor de energia elétrica por meio de junções de empresas. Ou seja, está acontecendo na Europa, vai acontecer no Brasil, assim como também na América Latina. E, no caso da empresa X, ela quer estabelecer uma marca que tenha condições de competir com qualquer investidor. Ela não quer correr o risco de ser consolidada. Pelo contrário, está investindo para ser consolidadora.

Por meio do contexto ilustrado e diante de uma onda de consolidações forte no Brasil, possibilitada pela estabilidade econômica, moeda valorizada, mercado de capitais aquecido, fortalecimento do ambiente regulatório, internacionalização crescente dos fundos de investimento, registrando, de acordo com Viegas-Lee (2007), 293 operações de fusão e aquisição no primeiro semestre de 2007, um número maior do que no mesmo período no ano passado, permitindo que o Brasil hoje figure entre os 15 mercados com maior volume de operações do gênero no mundo, este estudo sugere a necessidade de investigações similares no futuro. Ressalta a importância de as razões sejam continuamente analisadas não apenas de forma isolada, mas guardando o princípio de que existe uma lógica empresarial que as compreende. Esta lógica pode sofrer influências dos ambientes internos e externos à organização, produzindo impacto nas estratégias de fusões e aquisições.

## REFERÊNCIAS

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica. Boletim Energia – Aneel, n. 189, 15-21 set. 2005. Disponível em <<http://www.aneel.gov.br/arquivos/PDF/boletim189.htm>>. Acesso em: 18 nov. 2007.

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica. Página Inicial. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/area.cfm?idArea=7&idPerfil=3>>. Acesso em: 18 nov. 2007.

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica. Resolução nº 252, de 06 de outubro de 1997. Disponível em: <[http://www.canalenergia.com.br/linktoaneel.asp?countn=ANEEL\\_Resolucoes\\_2007\\_Externo&lnkRemoto=http://www.aneel.gov.br/cedoc/ren2007252.pdf](http://www.canalenergia.com.br/linktoaneel.asp?countn=ANEEL_Resolucoes_2007_Externo&lnkRemoto=http://www.aneel.gov.br/cedoc/ren2007252.pdf)>. Acesso em: 18 nov. 2007.

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica. Resolução nº 278, de 19 de julho de 2000. Disponível em: <[http://www.canalenergia.com.br/linktoaneel.asp?countn=ANEEL\\_Resolucoes\\_2000\\_Externo&lnkRemoto=http://www.aneel.gov.br/cedoc/res2000278.pdf](http://www.canalenergia.com.br/linktoaneel.asp?countn=ANEEL_Resolucoes_2000_Externo&lnkRemoto=http://www.aneel.gov.br/cedoc/res2000278.pdf)>. Acesso em: 18 nov. 2007.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BARROS, Betania T. de. **Fusões e aquisições no Brasil**: entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003.

BARROS, Betania T. de; SOUZA, Heloiza Helena R. F. de; STEUER, Ruth. Gestão nos processos de fusões e aquisições. In: BARROS, Betania T. de. **Fusões e aquisições no Brasil**: entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003. Cap. 1, p.17-49

BARROS, Betania T. de. (Org.). **Fusões, aquisições & parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001.

BARROS, Betania Tanure; CANÇADO, Vera L.; SOUZA, Heloiza Helena R. *et al.* Criando valor com aquisições – Por quê comprar? Como integrar? O caso do Banco Itaú. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD – ENANPAD, Atibaia, set. 2003. **Anais eletrônicos...** Atibaia, 2003.

BRASIL. Decreto nº 2.335, de 06 de outubro de 1997. DOU, Brasília, 7 out. 1997. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/cedoc/bdec19972335.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2007.

BRASIL. Lei das Sociedades Anônimas. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 10 nov. 2007.

BRASIL. Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Disponível em:

<<http://www.aneel.gov.br/cedoc/blei19958987.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2007.

BRASIL. Lei nº 9.074, de 7 de julho de 1995. Disponível em:  
<<http://www.aneel.gov.br/cedoc/blei19959074.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2007.

BRASIL. Lei nº 9.427, de 26 de dezembro de 1996. Disponível em:  
<<http://www.aneel.gov.br/cedoc/blei19969427.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2007.

BRASIL. Lei nº 10.848, de 15 de março de 2004. Disponível em:  
<<http://ecen.com/eee43/eee43p/lei2010848.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2007.

BRASIL. Novo Código Civil, de 10 de janeiro de 2002. Art. 1.097, Capítulo VIII – Das Sociedades Coligadas. Disponível em:  
<<http://www.soleis.adv.br/codigocivilnovo.htm>>. Acesso em: 10 nov. 2007.

CAMARGOS, Marcos Antônio de C.; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusão cross-border interbrew / AmBev: uma análise dos fatores subjacentes e dos seus impactos para os stakeholders e para a internacionalização de empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD – ENANPAD, 28., Curitiba, 2004. **Anais...** Curitiba, 2004. v. 1.

CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. L. Organizational marriage: hard versus soft issues? *Personal Review*, v. 24, n. 3, p. 32-42, 1995 *apud* BARROS, Betania T. de. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos.** São Paulo: Atlas, 2003. p. 22.

DUARTE, Roberto Gonzalez. Cross-border acquisitions and changes in domestic management practices – the case of Brazil. Cambridge: Queens College, 2001. (Thesis Ph.D. degree. Centre for International Business and Management). *apud* BARROS, Betania Tanure; CANÇADO, Vera L.; SOUZA, Heloiza Helena R. *et al.* Criando valor com aquisições – Por quê comprar? Como integrar? O caso do Banco Itaú. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD – ENANPAD, 27., Atibaia, set. 2003. **Anais eletrônicos...** São Paulo, 2003.

DUPAS, Gilberto. O Brasil, suas empresas e os desafios da competição global. In: BARROS, Betania T. de. (Org) **Fusões, aquisições & parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001. Cap. 1, p. 21-52.

EPE – Empresa de Pesquisa Energética. Brasil. **Mercado de Energia Elétrica 2006-2015.** Rio de Janeiro: EPE, 2005.

EVANS, Paul; PUCIK, Vladimir; BARSOUX, Jean-Louis. *The global challenge: frameworks for international human resource management.* New York: McGraw-Hill, 2002 *apud* BARROS, Betania T. de. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos.** São Paulo: Atlas, 2003. p. 23.

FABRETTI, Láudio Camargo. **Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios:** tratamento jurídico, tributário e contábil. São Paulo: Atlas, 2005.

FRANCO, Maria Laura P. B. **Análise de conteúdo**. Brasília: Líber Livro Editora, 2005.

GHOSHAL, Sumantra; TANURE, Betânia. **Estratégia e gestão empresarial: construindo empresas brasileiras de sucesso: estudos de casos**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

GORENDER, Jacob. Globalização, tecnologia e relações de trabalho. In: SEMINÁRIO GLOBALIZAÇÃO, REVOLUÇÃO TECNOLÓGICA E RELAÇÕES DE TRABALHO, 1996, São Paulo. **Estudos Avançados**, São Paulo, p. 311-340, 1997.

GUARITA, Sérgio Antonio D. Fusões e aquisições no Brasil: evolução do processo. **FAE BUSINESS**, n. 3, set. 2002. Disponível em: <[http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista\\_fae\\_business/n3\\_setembro\\_2002/ambiente\\_economico4\\_fusoes\\_e\\_aquisicoes\\_no\\_brasil.pdf](http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_fae_business/n3_setembro_2002/ambiente_economico4_fusoes_e_aquisicoes_no_brasil.pdf)> . Acesso em: 25 jul. 2007.

HARDING, David; ROVIT, Sam. **Garantindo o sucesso em fusões e aquisições: quatro decisões-chave para a sua próxima negociação**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HARRISON, Jeffrey S. **Administração estratégica de recursos e relacionamentos**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HÉAU, Dominique. Mania de fusões. In: BARROS, Betania T. de. (Org.). **Fusões, aquisições & parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001. Cap. 2, p. 53-65.

KIMURA, Herbert; SUEN, Alberto Sanyuan. Fusão e aquisição como estratégia de entrada no mercado Brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração** – Programa de Pós-Graduação da FEA/USP, São Paulo, v. 2, n. 5, 2. sem. 1997. Disponível em: <<http://www2.ifes.com.br/webifes/conhecimento/Files/ESTRAT%C9GIA%20e%20MARKETING/Fus%E3o%20e%20Aquisi%E7%E3o%20como%20Estrat%E9gia%20de%20Entrada%20no%20Mercado.pdf>>. Acesso em: 25 jul. 2007.

KPMG Corporate Finance. Pesquisa de fusões e aquisições 2007: espelho das transações realizadas no Brasil. Disponível em: <[http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes\\_aquisicoes/2007/fusoes\\_2007\\_1trim.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2007/fusoes_2007_1trim.pdf)>. Acesso em: 25 jul. 2007.

LAKATOS, Eva M.; MARCONI, Marina de A. **Fundamentos de metodologia científica**. São Paulo: Atlas 2001.

MATIAS, Alberto Borges; BARRETTO, Carlos Pizarro M. de; GORGATI, Vlamir. Fusões e aquisições no Brasil atual: possibilidades de ocorrência de uma onda. In: Seminários em Administração – SEMEAD, 1., São Paulo, 1996. Disponível em: <[http://www.cepefin.org.br/publicados\\_pdf/fusoes\\_aquisicoes\\_brasil\\_atual.pdf](http://www.cepefin.org.br/publicados_pdf/fusoes_aquisicoes_brasil_atual.pdf)>. Acesso em: 25 jul. 2007.

MATOS, Francisco G. de. **Administração para crescimento empresarial: habilidades gerenciais e desenvolvimento organizacional.** Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1981.

MINTZBERG, Henry; QUINN, James Brian. **O processo da estratégia.** Porto Alegre: Bookman 2001.

MIRVIS, P. H.; MARKS, M. L. Managing the merger: making it work. New Jersey: Prentice Hall, 1994 *apud* BARROS, Betania T. de. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos.** São Paulo: Atlas, 2003.

PALAZZO, Antônio Sávio P. **Nos limites da administração moderna.** Rio de Janeiro: Aliança da Fraternidade, 1993.

PINTO JUNIOR, Helder Q.; IOOTTY Mariana. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, out./dez. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v25n4/28293.pdf>>. Acesso em: 25 jul. 2007.

PLANO DIRETOR 2005/2035. **Planejamento estratégico.** Belo Horizonte 2004.

ROBBINS, Stephen Paul. **Administração: mudanças e perspectivas.** São Paulo: Saraiva, 2006.

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

ROSSETTI, José P. Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos. In: BARROS, Betania T. de. (Org.). **Fusões, aquisições & parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001. Cap. 3, p. 67-87.

ROURKE, J. T. Integração pós-fusão. In: KEY, Stephen L. Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições. Rio de Janeiro: Record, 1992. *apud* BARROS, Betania T. de. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos.** São Paulo: Atlas, 2003. p. 23-31.

SCHERMERHORN Jr., John R. **Administração.** 8. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2007.

SEB – Setor Energético no Brasil 2006. Resumo. Disponível em: <<http://pt.shvoong.com/internet-and-technologies/423134-setor-energ%C3%A9tico-brasil-2006/>>. Acesso em: 18 nov. 2007.

SEIFFERT, Peter Quadros. **Empreendendo novos negócios em corporações: estratégias, processo e melhores práticas.** São Paulo: Atlas, 2005.

SILVA JÚNIOR, Antonio B. da; RIBEIRO, Áurea Helena P. Parcerias e alianças estratégicas. In: BARROS, Betania T. de. (Org.). **Fusões, aquisições & parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001. Cap. 4, p. 89-101.



STERGER, U. The transformational merger. *Financial Times Mastering Management Review*, Londres, n. 30, p. 46-50, 1999 *apud* BARROS, Betania T. de. **Fusões e aquisições no Brasil**: entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003. p. 23.

TANURE, Betânia; CANÇADO, Vera L. Aquisições transnacionais – entendendo os impactos da cultura local. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD – ENANPAD, 29., Brasília, set. 2005. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro, 2005.

TANURE, Betania; EVANS, Paul; PUCIK, Vladimir. **A gestão de pessoas no Brasil**: virtudes e pecados capitais: estudos de casos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

TOLMASQUIM, Mauricio. As conquistas do novo modelo do setor elétrico. **Revista IBEF**, Rio de Janeiro, ano 2007, n. 10, p. 26-27, jun. 2007.

UNCTAD – United Nations Conference on trade and development. 2000. *World Investment Report 2000 – Cross border mergers and acquisitions and development*. New York, United Nations. Disponível em: <<http://www.unctad.org/en/docs/wir00ove.en.pdf>> Acesso em: 18 nov. 2007.

VERGARA, Sylvia Constant. **Métodos de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2006. 287 p.

VIEGAS-LEE, Camila. Caminhos que se encontram. **Revista Mundo Corporativo-Deloitte**, ano 5, n. 18, p. 4-8, 4º trimestre 2007.

WOOD JUNIOR, Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P. Fusões e aquisições no Brasil. **RAE Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4, nov. 2003/jan. 2004.

**APÊNDICES**

APÊNDICE A	Roteiro para a pesquisa em questão .....	83
APÊNDICE B	Quadro de Entrevista – Exemplo .....	84
APÊNDICE C	Quadros Resumo das Entrevistas .....	88
APÊNDICE D	Quadro Razões por Categoria .....	116

**APÊNDICE A**  
**Roteiro para a pesquisa em questão.**

**13 entrevistas com executivos-chave e gerentes dos processos de fusões e aquisições:**

<b>Objetivos específicos da pesquisa</b>	<b>Roteiro</b>
Identificar as influências internas e externas à organização que atuam sobre as estratégias de fusões e aquisições adotadas pela empresa X.	<p>1 – As mudanças associadas ao ambiente competitivo desde a década de 90 como fatores de influência nas decisões de adquirir outras empresas;</p> <p>2 – No Brasil, durante os anos 90 vencendo todas as restrições internas e os impactos de origem externa, o número de transações cresceu. Muitos autores afirmam que mais de 50% não representam sucesso. Verificar se corremos algum risco e porque continuamos realizando as operações.</p> <p>3 – Estamos crescendo em pernas, braços, mãos. Verificar se o tronco, ou seja, a estrutura da organização esta acompanhando o crescimento.</p> <p>4 – As etapas do processo de aquisição, embora independentes, influenciam todo o processo . Verificar o processo da due diligence ou de uma screen dilience.</p>
Identificar a regulamentação relativa ao processo de fusões e aquisições ao qual está sujeita a empresa X do setor público de energia elétrica no Brasil;	<p>5 – As regulamentações do setor elétrico no que diz respeito a fusões e aquisições. Verificar a influência sobre as transações de fusões e aquisições diante do contexto de competição</p>
Identificar os fatores que influenciam a empresa X a realizar transações de fusões e aquisições	<p>6 – Vários razões são enunciados no estudo, verificar em cada aquisição efetuada pela empresa, razões como:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Crescimento (ampliação de escalas operacionais)</li> <li>– Sinergia</li> <li>– Diversificação</li> <li>– Aumento de capacidade</li> <li>– Outros</li> </ul>