

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

**Fusões e Aquisições: Desenvolvimento de um Modelo
de Prospecção para Bancos Comerciais**

Luciana Orozco de Gouveia

São Paulo

2013

Luciana Orozco de Gouveia

**Fusões e Aquisições: Desenvolvimento de um Modelo
de Prospecção para Bancos Comerciais**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em Controladoria Empresarial.

Orientador: Prof. Dr. Octavio Ribeiro de Mendonça Neto

São Paulo

2013

G719 Gouveia, Luciana Orozco de
Fusões e Aquisições: desenvolvimento de um modelo de
prospecção para bancos comerciais / Luciana Orozco de
Gouveia – São Paulo, 2014.

123 f.: il., 30 cm

Dissertação (Mestrado Profissional em Controladoria Empresarial) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014.
Prof. Dr. Octavio Ribeiro de Mendonça Neto
Bibliografia: f. 119-122

1. I.Título

CDD 658.22

Luciana Orozco de Gouveia

**Fusões e Aquisições: Desenvolvimento de um Modelo
de Prospecção para Bancos Comerciais**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em Controladoria Empresarial.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Octavio Ribeiro de Mendonça Neto - Orientador

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Luiz Carlos Jacob Perera - Examinador Interno

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Anderson Luis Saber Campos - Examinador Externo

Universidade Metodista de São Paulo

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Benedito Guimarães Aguiar Neto

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Prof. Dr. Moisés Ari Zilber

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Prof. Dr. Sérgio Lex

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Profa. Dra. Maria Thereza Pompa Antunes

Só existem dois dias no ano que nada pode ser feito. Um se chama ontem e o outro se chama amanhã, portanto hoje é o dia certo para amar, acreditar, fazer e principalmente viver.

Dalai Lama

Dedicatória

Aos meus pais que me ensinaram a valorizar os estudos e que incentivaram a seguir na vida acadêmica.

Agradecimentos

Agradeço a Deus, por existir, acompanhar e iluminar cada dia de minha vida.

Ao meu marido, Ricardo, por ser compreensivo, companheiro e ter me encorajado a nunca desistir não apenas deste sonho, mas de muitos outros.

Aos meus pais, Romão e Ana, por serem presentes, carinhosos, minhas referências na vida e por terem me incentivado sempre a buscar o melhor.

À minha irmã Sara, *mackenzista*, companheira e amiga, pelo apoio emocional oferecido sempre em hora oportuna.

À minha amiga Gladis, por me incentivar, auxiliar e participar de mais uma jornada acadêmica.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Octávio Ribeiro de Mendonça Neto, por apoiar e auxiliar na elaboração deste trabalho.

Aos Professores Dr. Luiz Carlos Jacob Perera e pelo Prof. Dr. Anderson Luis Saber Campos pelas sugestões, orientações e indicações de bibliografia.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado em Controladoria Empresarial – Mackenzie, pelas horas que passamos juntos em sala de aula.

À instituição da qual sou colaboradora, por me proporcionar esta oportunidade e apoiar a elaboração desta dissertação.

A todos que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho.

Resumo

O número de transações em fusões e aquisições vem aumentando e cada vez mais ultrapassando as barreiras do país de origem das companhias. Isso ocorre devido à concorrência mais acirrada que obriga as empresas, que desejam prosperar, a buscar crescimento inorgânico através de aquisições. O objetivo desta pesquisa foi elaborar um modelo de prospecção na base de clientes do banco comercial, maximizando a eficiência do banco de investimentos na busca de transações na área de fusões e aquisições. O modelo desenvolvido nesta pesquisa pode ser utilizado por analistas de F&A (Fusões e Aquisições) de banco de investimentos, uma vez que será possível realizar uma triagem na base de clientes do banco comercial, já utilizando as informações existentes em poder do banco para buscar contrapartes nas transações de F&A. Foi realizada uma pesquisa qualitativa exploratória baseada em transações históricas de fusões e aquisições no setor de saúde; foram estudados os motivos que originaram as transações de F&A, perfil das empresas, valores dos *deals* e ainda as aquisições realizadas no setor por empresas de capital aberto. Com o estudo realizado foi elaborado um modelo para buscar contrapartes na base de clientes de um banco comercial, tanto para buscar potenciais alvos como compradores. Modelo este que foi aplicado em um caso real, demonstrando resultado satisfatório.

Palavras-chave: Transações de Fusões e Aquisições, Prospecção de Contrapartes em Fusões e Aquisições, Assessoria em Fusões e Aquisições, Transações de Fusões e Aquisições no Setor de Saúde

Abstract

The number of mergers and acquisitions transactions has grown increasingly, overcoming barriers of the country of the companies' origins. This is due to the increased competition, forcing companies who wish to prosper, to seek inorganic growth through acquisitions. The objective of this research was to develop a methodology for prospecting in the customer base of the commercial bank, maximizing the efficiency of the investment bank in the search of potential mergers and acquisitions transactions. The developed model in this research can be used by M&A (Mergers and Acquisitions) analysts on investment banks, since it will be possible to perform a screening in the customer base of commercial bank already using existing information held by the bank to find counterparties in transactions of M&A. It was developed a qualitative exploratory study based on historical of mergers and acquisitions transactions in the healthcare industry , it was analyzed the reasons which provided mergers and acquisitions transactions, deals' value and also the acquisitions made by public companies in the healthcare industry. After that it was made a model to find counterparts in the customer base of a commercial bank, to seek potential targets or buyers. This model was applied in a real case, showing satisfactory outcome.

Keywords: Mergers and Acquisitions Transactions, Prospecting Counterparts in Mergers and Acquisitions, Mergers and Acquisitions Advisory, Mergers and Acquisition's Transactions in the Healthcare Industry

Sumário

| | |
|--|----|
| 1. Introdução | 15 |
| 1.1 Contextualização do Tema | 17 |
| 1.2 Questão de Pesquisa | 18 |
| 1.3 Objetivo Geral | 18 |
| 1.3.1 Objetivos Específicos | 18 |
| 1.4 Justificativas e Contribuições | 19 |
| 2. Referencial Teórico | 20 |
| 2.1 Tipos de F&A | 20 |
| 2.1.1 Fusão | 20 |
| 2.1.2 Incorporação | 23 |
| 2.1.3 Cisão | 24 |
| 2.1.4 Transformação | 25 |
| 2.1.5 <i>Joint-Ventures</i> e Alianças Estratégicas | 26 |
| 2.2 Motivos | 28 |
| 2.2.1 Parcerias / <i>Joint Ventures</i> | 31 |
| 2.2.2 Estratégia | 32 |
| 2.2.3 Privatização | 33 |
| 2.2.4 Crescimento | 33 |
| 2.2.5 Crescimento Internacional e Aquisições <i>Cross-Borders</i> | 35 |
| 2.2.6 Sinergias | 36 |
| 2.2.6.1 Operacionais | 37 |
| 2.2.6.2 Financeiras | 40 |
| 2.2.7 Diversificação | 42 |
| 2.2.8 Preços Subavaliados | 43 |
| 2.2.9 Teoria da Construção do Império | 44 |
| 2.2.10 Gerencialismo | 45 |
| 2.2.11 Problema de Agência | 45 |
| 2.2.12 Expectativas dos Acionistas em Fusões e Aquisições | 46 |
| 2.2.13 Processo Complexo | 47 |
| 2.2.14 Eventos Econômicos | 48 |
| 2.2.15 Integração Horizontal e Vertical | 48 |
| 2.2.16 Gestão | 50 |
| 2.2.17 Pesquisa e Desenvolvimento | 51 |

| | | |
|--------|--|-----|
| 2.2.18 | Distribuição | 52 |
| 2.2.19 | Tributos..... | 52 |
| 2.3 | Razões Para Comprar Um Negócio..... | 53 |
| 2.4 | Razões Para Vender Um Negócio | 53 |
| 2.5 | Hipóteses que motivam fusões | 53 |
| 2.6 | Pesquisas de Mercado e Perspectivas para F&A..... | 55 |
| 2.6.1 | <i>The Future of Merger and Acquisitions (M&A) in Americas</i> | 55 |
| 2.6.2 | <i>Latin America M&A Spotlight</i> | 56 |
| 2.6.3 | Resultado das Pesquisas | 56 |
| 3 | Procedimentos Metodológicos | 65 |
| 3.1 | Tipo de Pesquisa..... | 65 |
| 3.2 | Método de Pesquisa | 66 |
| 3.3 | População e Amostra | 66 |
| 3.4 | Procedimentos de Coleta de Dados | 70 |
| 3.5 | Procedimentos de Tratamento dos Dados | 71 |
| 4 | Análise dos Resultados | 72 |
| 4.1 | Descrição das Transações..... | 76 |
| 4.2 | Classificação por motivos | 94 |
| 4.3 | Características comuns provenientes dos principais motivos..... | 96 |
| 4.4 | Confronto da prática com a teoria | 98 |
| 4.5 | Avaliação preliminar de um ativo | 100 |
| 4.6 | Transações precedentes de Companhias abertas..... | 101 |
| 5 | A elaboração do modelo | 108 |
| 5.1 | Teste de aplicação do modelo desenvolvido..... | 111 |
| 6 | Considerações Finais | 117 |
| 7 | Referências Bibliográficas | 119 |

Lista de Figuras

| | |
|--|-----|
| Figura 1 - Tipo de transação: fusão | 21 |
| Figura 2 - Tipo de transação: incorporação | 23 |
| Figura 3 - Tipo de transação: cisão..... | 25 |
| Figura 4 - Tipo de transação: transformação | 26 |
| Figura 5 - Tipos de Reestruturação | 28 |
| Figura 6 - Expectativa das partes interessadas | 46 |
| Figura 7 - Possibilidades de transações de F&A futuras, no setor de saúde | 67 |
| Figura 8- Motivos que impulsionam uma empresa a buscar um alvo ou uma associação | 96 |
| Figura 9 - Múltiplos de transações precedentes no setor de saúde | 101 |
| Figura 10 - Tamanho das transações de F&A realizadas por companhias abertas de 2003 a 2013 | 105 |
| Figura 11 - Modelo para a busca da contraparte, elaborado pela autora..... | 108 |

Lista de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 - Tipos de transações ocorrerão na América Latina, nos próximos 12 meses..... | 57 |
| Gráfico 2 - Expectativa do número de operações de F&A na América, nos próximos 12 meses | 57 |
| Gráfico 3 - Expectativa do nível de atividade de F&A na América Latina, nos próximos 12 meses | 58 |
| Gráfico 4 - Com base nas avaliações das empresas, que valores de F&A serão mais intensos | 58 |
| Gráfico 5 - Expectativa do nível da atividade de F&A envolvendo estrangeiros ao longo dos próximos 12 meses | 59 |
| Gráfico 6 - Países onde ocorrerão transações de F&A envolvendo estrangeiros ao longo dos próximos 12 meses | 59 |
| Gráfico 7 - Nacionalidade dos compradores dos alvos da América Latina..... | 60 |
| Gráfico 8 - Perfil dos compradores domésticos dos alvos da América Latina, nos próximos 12 meses | 60 |
| Gráfico 9 - De onde serão os compradores domésticos dos Alvos da América Latina, nos próximos 12 meses | 61 |
| Gráfico 10 - Tipos de companhias que serão adquiridas na América Latina | 61 |
| Gráfico 11 - Países da América Latina que irão adquirir outras empresas..... | 62 |
| Gráfico 12 - Tipos de transação que uma companhia buscará nos próximos 12 meses..... | 62 |
| Gráfico 13 - <i>Drivers</i> das transações de F&A na América Latina, nos próximos 12 meses | 63 |
| Gráfico 14 - <i>Drivers</i> estratégicos para aquisições, nos próximos 12 meses..... | 63 |
| Gráfico 15 - <i>Drivers</i> para vender a companhia, nos próximos 12 meses..... | 64 |

Lista de Quadros

| | |
|--|-----|
| Quadro 1 - Ondas de Fusões e Aquisições | 15 |
| Quadro 2 - Hipóteses motivacionais segundo Ray | 53 |
| Quadro 3 - Critérios da pesquisa realizada na Thomson | 68 |
| Quadro 4 - Amostra da pesquisa – compradoras | 69 |
| Quadro 5 - Códigos dos motivos que ocasionaram F&A | 72 |
| Quadro 6 - 87 transações que divulgaram seus motivos para buscar alvos brasileiros | 73 |
| Quadro 7 - Classificação e consolidação de motivos pela Thomson Reuters | 94 |
| Quadro 8 - Características comuns dos alvos na pesquisa realizada..... | 98 |
| Quadro 9 - Análise das transações de F&A realizadas por companhias abertas de 2003 a 2013 | 106 |
| Quadro 10 - Seleção de potenciais compradores aplicando o modelo elaborado | 112 |

Lista de Abreviaturas

| | |
|----------------|--|
| F&A | Fusões e Aquisições |
| M&A | <i>Mergers and Acquisitions</i> |
| OTCs | Medicamentos de venda livre, medicamentos isentos de prescrição, em inglês OTCs (<i>over-the-counter</i> - sobre o balcão) |

1. Introdução

A globalização influencia cada vez mais as empresas a buscarem por transações que tragam vantagens competitivas perante seus concorrentes. Essas transações podem ser aquisição, venda ou fusão de empresas, dependendo da estratégia corporativa e momento em que as companhias se encontram. A busca por ganhos de sinergia pode ocorrer ou não. Segundo Camargos e Barbosa (2003, p.17) as evidências sugerem que esse tipo de transação ocorre buscando a maximização da riqueza dos acionistas e também da utilidade gerencial; não necessariamente sinergias. As transações de Fusões e Aquisições (F&A) podem atingir diversos objetivos como o crescimento da companhia, desbravamento de novos mercados, defender-se de aquisições, ampliação de portfólio e serviços e até mesmo puramente a busca por lucros mais elevados.

De acordo com Camargos e Barbosa (2003, p.18) o desenvolvimento da atividade de F&A ocorre através de movimentos cíclicos, as chamadas ondas, onde há períodos de maior ou menor intensidade e assim por diante. O Quadro 1 apresenta de forma sintética as principais características destas ondas.

As origens da atividade de F&A remontam ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes, o qual, por meio de movimentos cíclicos (ondas), vem definindo e caracterizando o sistema de produção predominante, o Capitalismo (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p.18).

Quadro 1 - Ondas de Fusões e Aquisições

| Onda | Característica principal | Descritivo |
|-------------------------------|--------------------------|---|
| Onda1: 1895 - 1904 | Fusões Horizontais | Essa fase se inicia no final da depressão de 1896, combinando com a flutuação econômica e de mercado de capitais. Perante a inovação tecnológica, as empresas começam a se preparar através das transações de F&A. Esta onda consolidou principalmente empresas da indústria manufatureira na busca de monopólio. |

| | | |
|-------------------------------|------------------------------------|---|
| Onda 2: 1925-1929 | Combinações Verticais | Nesta onda predominaram as combinações que buscavam integração vertical, unindo empresas da mesma cadeia produtiva, desde a matéria-prima até o consumidor final. Período decorrente da ampliação da lei antitruste dos EUA. Nesta fase o oligopólio foi intensamente procurado pelas companhias. |
| Onda 3: 1965-1970 | Criação de Conglomerados | Neste período, em decorrência da limitação da lei antitruste as empresas passam a adquirir outras empresas na busca de diversificação, criando grandes conglomerados, principalmente do segmento de petróleo. Com esta atitude, muitos conglomerados faliram, pois a diversificação foi maior do que os gestores poderiam suportar e prosperar. |
| Onda 4a: 1981-1987 | Transações <i>Cross-border</i> | Esta fase ficou conhecida por ter originado maiores transações, <i>takeovers</i> hostis e um maior número de transações privadas. A reforma da legislação tributária em 1986 contribuiu para a relevância desta onda nos EUA. Nesta onda ocorreram as primeiras transações <i>cross-borders</i> . |
| Onda 4b: 1992-2000 | Diversos Segmentos/ Tamanhos | Nesta fase as aquisições se tornam mais estratégicas e não apenas visam agregar tamanho para a companhia. As estruturas de financiamento se tornam mais elaboradas. Nesta onda os setores que mais participaram foram: bancário, saúde, defesa e tecnologia. |

Fonte: BRUNER (2004, P.72) e CAMARGOS; BARBOSA (2003, p.18).

No Brasil, transações de F&A surgem a partir de 1990 em decorrência da redução das barreiras de entrada do capital estrangeiro e da inserção do país no mercado Global (TANURE; CANÇADO, 2004, p.26). Cada vez mais o número de transações no mercado brasileiro apresenta um crescimento considerável e sustentável. De acordo com a pesquisa conduzida pela consultoria PWC (2013) em 2002, ocorreram 395 transações enquanto que em 2012 este número foi de 770, indicando que a quebra de barreiras internacionais ampliou a concorrência e a necessidade de se fundir, comprar ou até mesmo vender uma determinada empresa para outra com mais capacidade de atuar neste mercado globalizado.

A globalização também intensificou o número de transações *cross-borders*, a qual inclui partes de diferentes nacionalidades na busca de ganhos econômicos e maximização de valor para seus acionistas. Segundo a KPMG (2012) das 640 operações de F&A que ocorreram nos primeiros nove meses de 2012 no Brasil, prevaleceram as operações envolvendo companhias estrangeiras com 390 ocorrências.

1.1 Contextualização do Tema

Os principais motivos que corroboram para que as empresas busquem participar de um processo de Fusão e Aquisição podem estar relacionados com o crescimento da companhia, alterações na economia ou tecnológicas, necessidade de recursos, obtenção de resultados financeiros provenientes de sinergias, economias de escala, redução de custos, aumento de portfólio ou base de clientes, praças, preços, na verdade diversos motivos podem ser os *drivers* da transação.

Porém nem todas as transações de F&A são bem sucedidas, algumas acabam acarretando perda de valor e desgaste por parte de todos os envolvidos no processo, muitas vezes imensuráveis e irretratáveis (BRUNER, 2004). Em uma pesquisa realizada no Brasil por Wood Jr; Vasconcelos e Caldas (2003, p.43) foram mapeados os principais impactos negativos gerados pelos processos mal sucedidos de F&A, tanto para as companhias, quanto para os indivíduos envolvidos na transação. A empresa perde visão estratégica, espírito de equipe, experiência, memória organizacional, liderança, obtém um aumento de burocracia, está sujeita à crise de comunicação e deterioração do clima organizacional. Já os indivíduos que participaram do processo irão provavelmente ter sua criatividade prejudicada, assim como a capacidade de inovação, comprometimento, desempenho, atitude empreendedora, confiança na companhia, etc., o que acarretará no aumento de sua resistência em participar das iniciativas da empresa e podendo ainda gerar um sentimento de profundo descontentamento e até de revolta em relação à mesma.

Os motivos das transações não serem bem sucedidas podem ser diversos e podem ser uma combinação de fatores, para mitigar este risco é necessária a participação de assessores legais, econômico-financeiros e empresas de consultoria. No que tange ao assessoramento econômico-financeiro, destaca-se a atuação no Brasil dos bancos de investimentos.

Assim como o segmento bancário, o segmento de *investment banking* é caracterizado por uma concorrência acirrada, o que faz com que os bancos busquem maiores margens, através de um maior número de transações assessoradas e de *deals* com maiores *fees*. No Brasil, muitos bancos de investimento atuam neste segmento, além das boutiques de F&A e dos consultores autônomos.

1.2 Questão de Pesquisa

A pesquisadora atua neste mercado há mais de dois anos e, diante do acirramento da concorrência, vêm se preocupando em encontrar uma forma de facilitar a busca nas bases de dados disponíveis empresas potencialmente interessadas neste tipo de operação, o que a levou a formular a seguinte questão de pesquisa: *Qual a melhor forma para viabilizar a busca de contrapartes na base comercial do banco, com o objetivo de intermediar operações de fusões e aquisições?*

1.3 Objetivo Geral

Esta pesquisa teve como principal objetivo elaborar um modelo de prospecção na base de clientes do banco comercial, maximizando a eficiência do banco de investimentos na busca de transações na área de fusões e aquisições.

1.3.1 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos desta pesquisa foram:

- Levantar as operações de F&A que ocorreram em um determinado setor da economia (setor de saúde);

- Identificar os principais motivos que levaram essas empresas a realizarem essas operações;
- Identificar as características comuns de empresas que realizam operações de F&A;
- Identificar o perfil de empresas que poderiam ser partes em transações de F&A;
- Desenvolver um modelo que facilite a busca na base de clientes do banco comercial potenciais interessados em operações de fusões e aquisições.

1.4 Justificativas e Contribuições

A despeito da quantidade de transações de F&A que vem ocorrendo no mundo e a atuação cada vez mais presente dos bancos de investimentos como assessores de tais transações, até o presente momento esta pesquisadora não tem conhecimento de um processo que identifique partes que possam vir a atuar num processo de F&A e que atenda as especificidades do mercado brasileiro.

Devido principalmente à concorrência acirrada entre os bancos de investimentos, aquele que desenvolver uma forma para identificar possíveis partes, antecipando movimentos de mercado e ofertando o serviço de assessoria antes de seus concorrentes, passará a contar com uma vantagem competitiva, com tudo que isto implica, podendo inclusive obter maiores margens.

A presente pesquisa será muito útil para os analistas de F&A de banco de investimentos, uma vez que será possível realizar uma triagem na base de clientes do banco comercial, já utilizando as informações existentes em poder do banco para maximizar o lucro e a eficiência conglomerado como um todo.

Conforme já dito, esta pesquisadora atua em um banco de investimento, nesta área de F&A, e desconhece a existência deste tipo de processo nos bancos de investimentos que atuam no Brasil. Daí, a motivação para responder à questão apresentada anteriormente.

2. Referencial Teórico

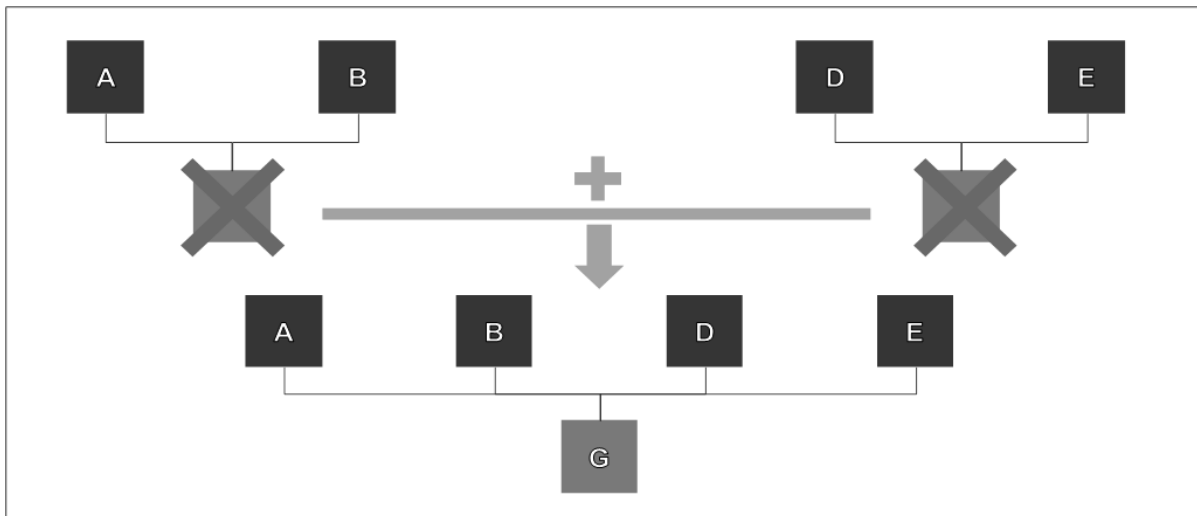
2.1 Tipos de F&A

As transações de F&A podem ser viabilizadas através de diversos tipos de reestruturação empresarial. As formas mais comuns são: fusão, incorporação, cisão, transformação e *Joint-Ventures*.

2.1.1 Fusão

De acordo com o Art. 228 da Lei 6.404/76, a definição de Fusão é: “Operação através da qual duas ou mais sociedades se unem para formar uma sociedade nova, passando esta a ser a detentora de todas as obrigações e dos direitos das sociedades fundidas”.

Na fusão de empresas o controle administrativo fica ao encargo da empresa de maior porte ou da mais próspera delas. A fusão é um instituto complexo, sempre de natureza societária, que se apresenta com três elementos fundamentais e básicos: (i) transmissão patrimonial integral e englobada, com sucessão universal; (ii) extinção (dissolução sem liquidação) de, pelo menos, uma das empresas fundidas; e (iii) “Congeminação” dos sócios, isto é, ingresso dos sócios da sociedade ou das sociedades extintas na nova sociedade criada (WARDE JUNIOR E WALFRIDO, 2009).

Figura 1 - Tipo de transação: fusão

Fonte: WARDE JUNIOR e WALFRIDO (2009) – adaptado pela a autora

Já de acordo com Gaughan (2007) a fusão é uma combinação de duas empresas em que apenas uma empresa sobrevive e a empresa incorporada deixa de existir. Em uma incorporação, a sociedade incorporadora assume os ativos e passivos da empresa resultante da fusão.

Gaughan ainda cita que a fusão estatutária é diferente de uma fusão subsidiária, que é uma fusão de duas empresas em que a empresa-alvo torna-se uma subsidiária ou parte de uma subsidiária da empresa controladora. Já em uma fusão subsidiária reversa, uma subsidiária da adquirente é incorporada ao alvo.

Ainda segundo Gaughan (2007) fusões são frequentemente classificadas como horizontal, vertical, ou conglomerado. Uma fusão horizontal ocorre quando dois concorrentes se juntam. Por exemplo, em 1998, duas empresas do setor petrolífero Exxon e Mobil, se juntaram em uma fusão de 78,9 bilhões dólares. A fusão horizontal faz com que a *NewCo* (nova empresa após a fusão) possa experimentar o reflexo do aumento de poder no mercado, e por esta razão, a fusão poderá ser impugnada para evitar controle de mercado (antitruste).

Ainda segundo Gaughan (2007) as fusões verticais são combinações de empresas que têm uma relação comprador-vendedor. Por exemplo, em 1993, a Merck, a maior empresa farmacêutica do mundo, adquiriu o maior comerciante de medicamentos de prescrição. A operação permitiu que a Merck se transformasse no maior produtor integrado e distribuidor de produtos farmacêuticos do mundo. Esta transação não foi contestada pelos reguladores antitruste dos EUA, embora a combinação resultasse claramente numa empresa mais potente.

Ironicamente, os reguladores citaram o aumento da concorrência e preços mais baixos como o resultado esperado.

De acordo com Gaughan (2007) a fusão de conglomerado ocorre quando as empresas não são concorrentes e não têm uma relação comprador-vendedor. Um exemplo seria a Philip Morris, uma empresa de tabaco, que adquiriu a General Foods, em 1985, por 5,6 bilhões de dólares, Kraft, em 1988, por 13,44 bilhões de dólares, e Nabisco, em 2000, por 18,9 bilhões de dólares. O autor cita que a Philip Morris, usou os fluxos de caixa provenientes das empresas de tabaco para tornar-se uma empresa do setor de alimentos e cada vez menos de tabaco. Isto ocorreu porque a indústria do tabaco dos EUA vem sofrendo uma redução em suas vendas a uma taxa média de 2% ao ano embora o negócio internacional do tabaco não venha se reduzindo. Outro grande exemplo de conglomerado é a General Electric (GE), empresa esta que fez o que muitos outros não têm sido capazes de fazer com sucesso, gerenciando uma diversificada carteira de empresas de maneira a gerar riqueza para os acionistas.

Ainda segundo Gaughan (2007) a fusão difere de uma consolidação, que é uma combinação de negócios onde duas ou mais empresas se unem para formar uma empresa totalmente nova. Com a combinação, as empresas serão dissolvidas e só a nova entidade continuará a operar. Por exemplo, em 1986, a fabricantes de computadores Burroughs e Sperry são combinados para formar UNISYS.

Ainda segundo Gaughan (2007) na consolidação as empresas originais deixam de existir e seus acionistas se tornam acionistas da nova empresa. Uma maneira de notar as diferenças entre uma fusão e uma consolidação é que, com a fusão $A + B = A$, onde a empresa B é mesclada na empresa A. Em uma consolidação, $A + B = C$, onde C é uma empresa totalmente nova.

Segundo Ray (2010, pg. 7) ocorre uma fusão quando: $A + B = C$, neste caso combinamos duas companhias e criamos uma nova Companhia C, com isso A e B passam a não existir mais.

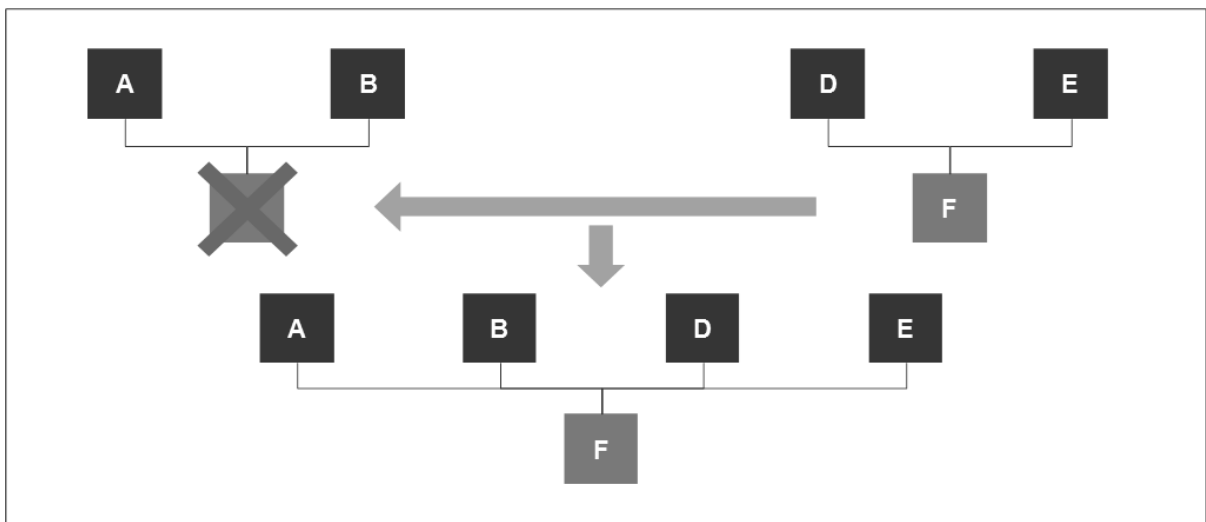
Ainda segundo Gaughan (2007), apesar das diferenças entre eles, os termos fusão e consolidação, como é o caso de muitos dos termos no campo de F&A, são por vezes utilizados como sinônimos. Em geral, quando as empresas que combinam são aproximadamente do mesmo tamanho, o termo consolidação aplica-se. Quando as duas empresas diferem significativamente de tamanho, a fusão é o termo mais apropriado. Na prática, porém, essa distinção é muitas vezes turva, e a fusão é o termo mais largamente aplicado a combinações que envolvem empresas de tamanhos diferentes ou iguais.

Outro termo que é utilizado amplamente para se referir a todos os tipos de transações é aquisição. Este termo é vago, às vezes refere-se apenas às operações hostis, e outras a ambas, ou seja, às fusões, sejam elas amigáveis ou hostis.

2.1.2 Incorporação

De acordo com o Art. 227 da Lei 6.404/76, a definição de Incorporação é: “Operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, permanecendo, assim, a sociedade incorporadora com a mesma personalidade jurídica”.

Figura 2 - Tipo de transação: incorporação



Fonte: WARDE JUNIOR e WALFRIDO (2009) – adaptado pela a autora

Incorporação de ações, segundo Warde Junior e Walfrido (2009) e conforme previsto no artigo 252 da Lei das S.A., difere-se da incorporação de sociedade porque a companhia cujas ações são incorporadas não se extingue, mas continua a existir como subsidiária integral da incorporadora; os patrimônios das duas sociedades continuam a ser distintos, porém os novos sócios da incorporadora passam a ter participação em ambos os patrimônios

(diretamente no patrimônio da incorporadora e indiretamente no patrimônio da companhia cujas ações são incorporadas).

De acordo com Warde Junior e Walfrido (2009) a Incorporação ocorre quando a sociedade é absorvida por outra, sendo esta responsável por todos os direitos e obrigações, permanecendo assim a sociedade incorporadora com a mesma personalidade jurídica. Esta modalidade faz com que ocorra a dissolução da sociedade incorporada, na qual o patrimônio é transferido integralmente ao patrimônio da incorporadora. Ao contrário da fusão que acarreta na extinção de duas ou mais sociedades para a constituição de uma nova sociedade.

Segundo Ray (2010, pg. 7) existem vários tipos de F&A, no caso quando $A + B = A$, as empresas se fundem, B perde a sua identidade e A se torna a única. Neste caso A está adquirindo a Companhia B (Alvo), isso também é chamado de absorção (B foi absorvido por A) ou 100% de *takeover* de uma Companhia pela outra.

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 20) as aquisições ocorrem quando uma companhia compra o controle de outra, ou ainda os ativos dessa companhia, outras empresas do grupo, ou até mesmo uma planta industrial. A aquisição pode envolver a compra de outra empresa através das quotas ou ativos, e ainda o alvo pode continuar existindo como uma subsidiária. Ao contrário temos o desinvestimento, que é a venda de 100% da companhia ou apenas uma linha de produção por recursos ou valores mobiliários.

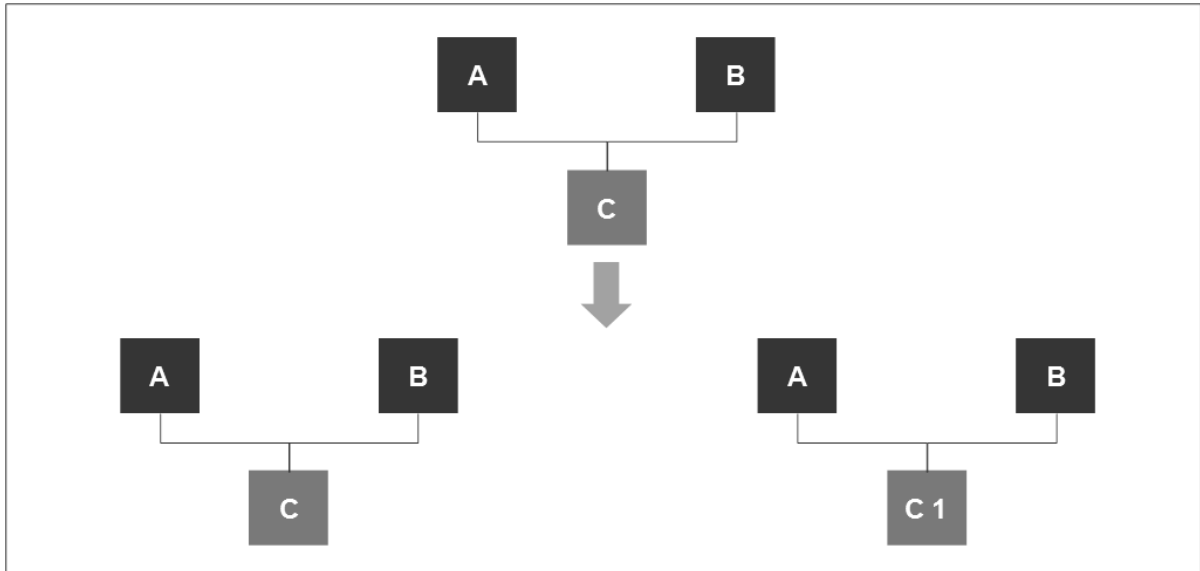
2.1.3 Cisão

De acordo com o Art. 229 da Lei 6.404/76, a definição de Cisão é: “Operação que consiste na transferência de parcela do patrimônio de uma sociedade para uma ou mais sociedades, criando-se uma nova companhia com os mesmos sócios (para possível venda ou fusão posterior)”. A cisão da empresa não implica, inexoravelmente, na extinção da sociedade cindida, uma vez que a própria lei prevê a possibilidade de cisão parcial. Na cisão parcial, o capital social se divide em razão da proporção do patrimônio da empresa cindida para outra empresa. A parcela vertida à outra sociedade deve corresponder sempre com uma diminuição de capital social.

Já segundo Ray (2010, pg. 7), a Cisão, pode ser representada da seguinte maneira: $(A - a) + (B - b) = A + B + C$, onde $A > a$, $B > b$ e $C = a + b$. Desta forma um pequeno negócio “a” é separado da Companhia A e a unidade de negócio “b” é separada da Companhia B. As duas

unidades de negócios que foram apartadas a e b são combinadas em uma nova Companhia C, também chamado de *spin-off*.

Figura 3 - Tipo de transação: cisão



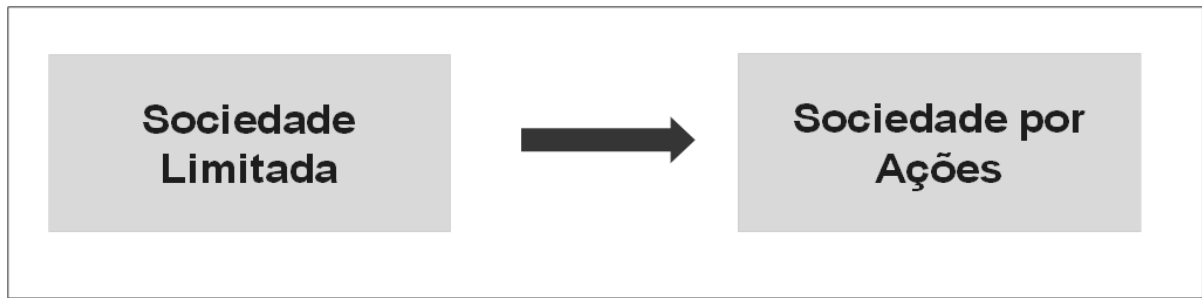
Fonte: WARDE JUNIOR e WALFRIDO (2009) – adaptado pela a autora

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 20) o *spin-off* é uma transação na qual a *holding* cria uma subsidiária a partir de uma linha de produtos.

2.1.4 Transformação

De acordo com o Art. 220 da Lei 6.404/76, a definição de Transformação é: “Operação que consiste na mudança de tipo societário, preservando o patrimônio, sem dissolução (manutenção da mesma pessoa jurídica)”.

Figura 4 - Tipo de transação: transformação



Fonte: WARDE JUNIOR e WALFRIDO (2009) – adaptado pela a autora

2.1.5 *Joint-Ventures* e Alianças Estratégicas

Segundo Gaughan (2007) em uma *joint venture*, duas ou mais empresas unem certos ativos e trabalho para em conjunto alcançarem um objetivo comum. Normalmente a duração desta combinação é definida e limitada. Esta é outra diferença entre *joint ventures* e F&A, porque esta última envolve uma duração indeterminada, a menos que seja um negócio especializado, onde uma empresa é adquirida com a meta prevista de vendê-la dentro de um período de tempo limitado. Há muitos exemplos recentes de empresas de *private equity* que compram empresas, com o objetivo de melhorar o negócio, e, em seguida, colocá-lo à venda por um preço maior do que foi pago por ele.

As empresas envolvidas em uma *joint venture* mantêm suas próprias operações comerciais separadas e continuam a existir à parte, como faziam antes da *joint venture*. Este empreendimento é formalmente criado como uma entidade de negócios, como uma corporação ou parceria apartada. Um acordo formal entre os participantes estabelece a extensão à qual cada um vai exercer controle sobre as atividades do empreendimento e a participação na entidade como lucros ou perdas. Presumivelmente, este será um caminho que cada um pode seguir para avaliar o andamento do empreendimento para alcançar seus objetivos.

Ainda segundo Gaughan (2007), as *joint ventures* podem ser usadas para uma variedade de fins comerciais. Duas empresas têm recursos especializados que, quando combinados podem ser usados para criar um mercado ou um produto específico. Por exemplo, uma companhia pode ser fabricante de produtos farmacêuticos tradicionais enquanto que a outra pode ser uma empresa de biotecnologia. A empresa farmacêutica pode querer utilizar os

recursos de pesquisa e desenvolvimento da empresa de biotecnologia para desenvolver uma droga em particular para o tratamento de uma doença. Se esse é o objetivo, a compra da empresa de biotecnologia como um todo pode estar envolvendo muitas outras áreas em que os fabricantes de medicamentos não estão interessados, pode ser uma maneira dispendiosa de se obter a capacidade de pesquisa que a companhia precisa para desenvolver a droga. Os fabricantes de medicamentos podem ter no local um *marketing* generalizado da rede, que seria capaz de captar rapidamente a quota de mercado, quando o produto é finalmente desenvolvido. Neste caso, ambas as partes trazem recursos para a Nova Companhia e, por esta *joint-venture*, cada um pode ganhar a partir da utilização dos recursos do outro. A solução pode ser uma *joint-venture* em que as duas empresas se juntam para esta atividade e não necessariamente farão outros projetos juntos no futuro. Claro que, se este projeto atingiu os objetivos, eles poderiam buscar outros esforços conjuntos. As *joint ventures* podem ser um caminho para dois parceiros potenciais de fusão para avaliar quão bem eles trabalham juntos. As diferenças culturais entre as duas empresas podem se tornar aparente quando estes estão envolvidos em uma *joint venture* ou aliança estratégica. Se estas diferenças são problemáticas, podem ser reduzidas a custos comparavelmente mais baixos em uma *joint venture* ou aliança estratégica que em uma fusão ou aquisição que podem corroer o valor do acionista.

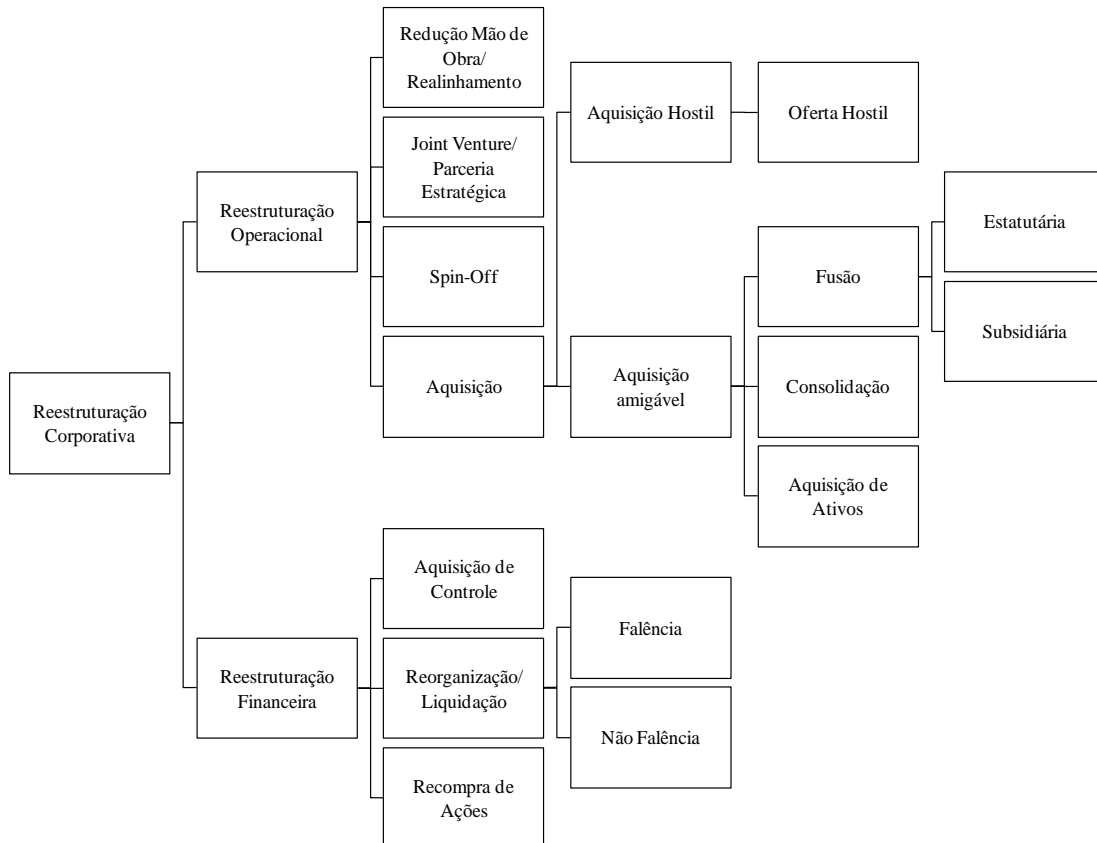
Já a Aliança estratégica, segundo Ray (2010, pg. 7) pode ser descrita como: $A + B = A + B$, as duas Companhias se combinam de tal maneira que nenhuma perde sua identidade, porém uma delas obterá o controle, neste caso a Companhia A. Com isso a A torna-se a *holding* da Companhia B ao comprar as ações de controle de B. Este desenho é chamado também pelo autor de aquisição parcial.

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 23) as *joint ventures* são cooperativas de negócios criadas por duas ou mais partes que buscam os mesmos objetivos estratégicos. A JV (*Joint Venture*) geralmente é uma entidade independente legalmente na forma de uma companhia ou parceria formada por um período e um motivo específico, possui sua própria administração que se reporta aos seus gestores, que são eleitos com representantes das empresas participantes da JV. Já as alianças estratégicas não necessariamente possuem uma entidade, trata-se apenas de um acordo entre companhias para, por exemplo: vender produtos aos consumidores, desenvolver uma tecnologia, processo ou produto. Este acordo pode ser formal ou informal. Os investimentos minoritários requerem pouco comprometimento do tempo dos administradores e podem ser considerados mais líquidos se forem quotas de uma empresa de capital aberto. Estes investimentos podem ser em pequenas empresas, ou *startups* que necessitam de recursos para desenvolver produtos e tecnologia, que podem ser úteis à

companhia investidora. A companhia investidora geralmente elege representantes para gerir a companhia investida.

A figura a seguir ilustra os diversos tipos de reestruturação, suas respectivas motivações.

Figura 5 - Tipos de Reestruturação



Fonte: DEPAMPHILIS (2010, pg. 20)

2.2 Motivos

Os motivos que induzem uma empresa a participar de uma transação de F&A podem ser diversos, porém sempre em linha com a estratégia da mesma. De acordo com Camargos e Barbosa (2003, p.18) estes processos constituem um método rápido da companhia crescer, inserir-se em mercados, defender-se de aquisições não desejadas, aproveitar as oportunidades de investimento ou ainda os participantes do processo lucrarem sobre os demais.

A hipótese neoclássica é que a motivação principal é a maximização do lucro, explicada pela Teoria da Firma, porém esta não seria única e sim um conjunto de motivos como a busca por controle, a maximização das vendas, redução de despesas, minimização do risco, crescimento e dimensão da empresa pós-transação, recuperação de companhias que não possuem capacidade de operar de forma autônoma (MATOS; RODRIGUES, 2000, p.35).

A motivação pode ser proveniente de um conjunto de interesses pessoais dos gestores, como o *status*, o prestígio, o poder e a segurança. Isso nos remete à Teoria da Agência, que explica a interação dos objetivos dos acionistas versus os objetivos dos gestores. Para Matos e Rodrigues (2000, p.79) o dia a dia da empresa oferece diversas relações entre pessoas que estariam sujeitas à Teoria da Agência, por exemplo, empregador e empregado, consultor e a empresa cliente e também o que remetem às companhias a participarem de processos de fusões e aquisições que é a relação entre gestor e acionista. Esta Teoria explica a relação entre os sócios e os gestores no mundo dos negócios. Preocupada em resolver problemas que possam existir nas relações de agência, isto é, entre os diretores (como sócios) e os gestores (executivos da empresa). Os dois principais problemas são: primeiro quando surgem desejos e objetivos diferentes entre os executivos e os sócios, e segundo os problemas que surgem quando os sócios e os gestores têm diferentes atitudes em relação ao risco, com isso podem estar inclinados a tomar decisões divergentes.

Segundo Bruner (2004, p.98) os motivos pelos quais as empresas buscam transações *cross-borders* são diferentes dos relacionados nas transações domésticas. Estes motivos podem ser provenientes da exploração de imperfeições de mercado em outros países, como por exemplo, mão de obra e matéria-prima menos onerosas. Podem ser motivadas pelos ativos intangíveis como a marca, patentes e *know-how*, ou pela busca de redução de risco através da diversificação dos mercados atendidos pela empresa. Outro item que deve ser citado é a redução de tributos através da utilização da arbitragem nas diferentes jurisdições. A exploração dos diferentes mercados de capitais também é um *driver* importante para as transações internacionais, assim como a ampliação da governança corporativa que será precificada pelos seus investidores.

Os motivos para as transações domésticas e as *cross-borders* não são necessariamente distintos de acordo como observa Gitman (2004, p. 607). As empresas buscam crescimento rápido, em termos de tamanho, participação de mercado ou ainda a diversificação de produtos. A sinergia pode ser mencionada como a busca por economias de escala gerada pela redução de custos após a transação. Outros motivos são: a ampliação de captação de fundos, aquisição de capacidade gerencial ou de tecnologia, ganhos tributários através das manobras

jurídicas que poderão ser realizadas de acordo com a legislação. No caso de companhia aberta pode ser a busca por ganhos de liquidez o que motiva a transação, uma vez que as ações das empresas maiores normalmente são mais negociadas que as de pequeno porte. E, finalmente, a própria proteção contra a aquisição hostil, ou seja, quando a companhia se torna alvo de uma proposta de aquisição, esta pode adquirir outra empresa como forma de proteção.

De acordo com Ray (2010, pg. 2) as transações de F&A envolvem um grande número de transações *cross-borders*, e a principal razão para o crescimento das aquisições, fusões e *joint ventures* é o desejo de competir ou até mesmo de sobreviver nos novos mercados. Como outras razões apontadas pelo autor pode-se citar: (i) mercados de consumo e indústrias estão se desenvolvendo em diversas partes do mundo, em particular na Ásia e na América Latina; (ii) Recentemente, grandes regiões do mundo se abriram para o comércio internacional, notavelmente os integrantes do antigo bloco comunista da Europa Leste, China e Índia; (iii) Barreiras foram removidas em algumas regiões, especialmente na União Europeia, que está facilitando o mercado para estrangeiros; (iv) Muitos produtos se tornaram internacionalizados e com o avanço nas comunicações facilitaram a gestão e controle dos negócios em outros países; (v) A privatização na Europa nos anos 90 e mais recentemente na América Latina criou novas oportunidades de investimento; (vi) Uma disparidade de avaliações de companhias similares em diferentes países pode criar oportunidades para aquisição por preços atrativos.

Segundo Gaughan (2007) existem vários motivos ou razões que induzem as empresas a buscarem transações de F&A. Um dos motivos mais comuns é a expansão, como a aquisição de uma empresa, uma linha de negócios ou área geográfica (em que a empresa queira expandir sua atuação ou entrar em uma nova região que ainda não atua), processo mais rápido que o crescimento puramente orgânico. A aquisição de uma empresa em particular poderá fornecer certos benefícios sinérgicos para o adquirente, como por exemplo, quando duas linhas de negócios se complementam. No entanto, a aquisição pode ser parte de um programa de diversificação que permite que a empresa amplie suas linhas de negócio. Em busca de expansão as empresas envolvidas em fusões e aquisições citam potenciais ganhos sinérgicos como uma das razões que motivaram para a transação. Sinergia ocorre quando a soma das partes é mais produtiva e valiosa do que a dos componentes individualmente.

Fatores financeiros também podem motivar algumas transações de F&A. Por exemplo, a análise financeira de um adquirente pode revelar que o alvo está subvalorizado. Ou seja, o valor da avaliação do comprador pode ser significativamente maior do que o valor da avaliação do alvo, mesmo somado a um prêmio, que é normalmente associado a alterações no

controle. Outros motivos, como fiscais, podem também desempenhar um papel na decisão de uma aquisição.

2.2.1 Parcerias / *Joint Ventures*

Segundo Gaughan (2007) se considerarmos que uma fusão ou aquisição é uma combinação dos recursos de duas diferentes empresas, já uma *joint venture* é um processo diferente que, até certo ponto, pode alcançar os mesmos objetivos. Os motivos para *joint ventures* são variados, como se pode constatar a seguir:

- Aumentar a capacidade de pesquisa e desenvolvimento. Uma companhia, tal como uma farmacêutica, pode entrar em uma *joint venture* com outra empresa que tem alguma capacidade específica que a companhia precisa para continuar seu processo de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento). Por outro lado, a capacidade de P&D pode ser tão importante que uma empresa pode querer fazer uma aquisição definitiva.
- Acessar fornecedores chaves. Duas ou mais empresas podem formar uma *joint venture* para ter uma melhor fonte de fornecimento para o seu processo de produção.
- Melhorar os sistemas de distribuição. Duas empresas acordam uma *joint venture* que permita que uma ou ambas as empresas tenham uma distribuição melhor para seus produtos.
- Acessar mercado externo. *Joint ventures* internacionais podem possibilitar que as empresas que operam em diferentes países trabalhem em conjunto para alcançar ganhos em um ou mais países. Essas *joint ventures* internacionais são comuns na indústria automobilística. Um exemplo ocorreu em novembro de 2006, quando a Renault anunciou que entrou em uma *joint venture* com o conglomerado Mahindra and Mahindra. Os dois concordaram em trabalhar juntos para construir uma fábrica de automóveis para atender o rápido crescimento do Mercado Indiano. A Renault é considerada uma "veterana" em *joint ventures*, por ter participado em outras deste tipo, assim como a montadora japonesa Nissan Motors.

2.2.2 Estratégia

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 06) o realinhamento estratégico defende que a F&A podem ser usadas pelas empresas como um método rápido de se ajustar às mudanças externas. Apesar das mudanças serem provenientes de diversas fontes, apenas as mudanças regulatórias e inovação tecnológica são consideradas pelo autor. O mesmo defende que nos últimos 20 anos, esses dois fatores criaram novas oportunidades para obter crescimento e conseguir sobreviver diante das ameaças provenientes de novas tecnologias, que transformam os produtos em obsoletos, ou ainda alterações na regulamentação.

As alterações na regulamentação ocorrem com mais frequência em setores mais regulados como: serviços financeiros, saúde, *utilities*, telecomunicações, mídia e defesa. Já as alterações tecnológicas criam novos produtos e indústrias, como, por exemplo, o desenvolvimento das companhias áreas comerciais influenciaram na criação de indústrias de satélites, que por sua vez necessitavam de uma indústria de cabos desenvolvida e assim por diante. Conforme as alterações tecnológicas se tornam cada vez mais intensas, a F&A é vista muitas vezes como uma maneira de explorar rapidamente novos produtos e segmentos. Grandes companhias geralmente são burocráticas, o que impossibilita demonstrar criatividade com tanta rapidez como as pequenas empresas. O ciclo de vida de um produto está se reduzindo cada vez mais, e as empresas não conseguem tempo ou recursos para inovar, por isso através de F&A as grandes empresas conseguem com mais rapidez e com um custo menor adquirir novas tecnologias e propriedade de *know-how* para preencher lacunas ou para entrar em novos mercados. Comprar tecnologia também pode ser usado como uma arma defensiva para novas tecnologias, (DEPAMPHILIS 2010, pg. 10).

Gaughan (2007) discorre sobre dois motivos mais citados para fusões: crescimento mais rápido e obtenção de sinergia. Os diferentes tipos de sinergia operacional e financeira são explorados pelo autor em questão, que cita que a sinergia operacional, incluindo ambas as economias de escala e economias de escopo, tem a base econômica mais sólida. Sinergia financeira é um motivo mais questionável para uma fusão ou uma aquisição. As empresas muitas vezes se fundem em uma tentativa de diversificar em outra linha de negócios. A história de fusões está repleta de operações de diversificação, o histórico dessas, com algumas exceções, não é muito impressionante. As empresas tendem a obter maior sucesso com combinações horizontais, que resultam em um aumento da quota de mercado, e até mesmo com algumas transações verticais, que podem fornecer outros benefícios econômicos.

Infelizmente, um motivo menos nobre como o orgulho da gestão do concorrente, também pode ser um motivo para uma aquisição. Este item, juntamente com outros, tais como a melhoria de gestão e benefícios fiscais, podem servir como motivação para um acordo.

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) o quesito competição pode ser um motivador para a companhia buscar alvos. Em mercados estáticos e já maduros uma aquisição pode trazer apenas excesso de capacidade, contudo em mercados em ascensão pode-se obter bons resultados através das aquisições e limitar a capacidade de atuação dos concorrentes. Ou ainda, encerrar as atividades do alvo pode ser o motivo da aquisição, o que reequilibraria a situação da oferta e demanda em indústrias que possuem baixos níveis de concentração.

2.2.3 Privatização

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) a privatização é um dos motivos que conduzem setores como telecomunicações, eletricidade e outros serviços públicos a buscarem transações de fusões e aquisições. Com o avanço da privatização ao longo dos anos ampliaram-se as oportunidades para empresas consolidadoras.

2.2.4 Crescimento

Segundo Gaughan (2007) um dos motivos fundamentais para a F&A é o crescimento. As empresas que procuram expandir são confrontadas com uma escolha entre o crescimento interno orgânico e/ou crescimento por meio de fusões e aquisições. O crescimento interno pode ser um processo lento e incerto. Crescimento através de F&A pode ser um processo muito mais rápido, embora traga consigo suas próprias incertezas. As empresas podem crescer dentro de sua própria indústria ou podem expandir além de sua categoria de negócios, esta última é uma forma de diversificação. Por exemplo, se uma empresa tem uma janela de oportunidade que permanecerá aberta apenas por um período limitado de tempo, o crescimento interno, por ser lento, mas, pode não ser suficiente. A vantagem que uma empresa tem poderá se dissipar ao longo do tempo ou ser desbastada pelas ações dos

concorrentes. A única solução pode ser adquirir outra empresa que tenha os recursos, tais como escritórios e instalações estabelecidas, gestão, e outros recursos necessários. Existem muitas oportunidades que devem ser executadas imediatamente para não serem perdidas. Se a empresa desenvolveu um novo produto ou processo, esta terá uma vantagem de tempo em relação aos concorrentes. Mesmo que seja possível patentear o produto ou processo, isso não impede que os concorrentes, possivelmente, desenvolvam um produto concorrente ou processo que não viole a patente. Outro exemplo sé uma empresa que desenvolveu um novo conceito de *merchandising*, seria a primeira a desenvolver o conceito, proporcionaria certa vantagem durante um tempo limitado. Se não for devidamente aproveitada, esta pode tornar-se uma oportunidade para os concorrentes maiores e com mais recursos.

Outro exemplo do uso de F&A para facilitar o crescimento é quando uma empresa quer expandir para outra região geográfica. Por exemplo, a empresa atua em uma região do país, mas quer expandir para outras regiões. Alternativamente uma empresa nacional pretende recorrer aos mercados internacionais, como uma empresa nos EUA a qual que quer expandir-se para a Europa. Em muitos casos, pode ser mais rápido e menos arriscado expandir-se geograficamente por meio de aquisições que através do desenvolvimento interno.

Isto pode ser particularmente verdadeiro para a expansão internacional, onde muitas características são necessárias para ser bem sucedido em um novo mercado geográfico. A empresa precisa conhecer todos os aspectos do novo mercado para recrutar novos funcionários e contornar muitos outros obstáculos, como barreiras linguísticas e legais. A expansão interna pode ser muito mais lenta e difícil. Fusões, aquisições, *joint ventures* e alianças estratégicas podem ser as alternativas mais rápidas e de menor risco.

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) há diversos motivos para a realização de fusões e aquisições, que podem ser provenientes do ambiente, da capacidade estratégica e das expectativas. No quesito ambiente vale ressaltar que através de F&A as empresas podem entrar em novos mercados e oferecer outros produtos com velocidade. Atualmente os mercados estão se desenvolvendo com tanta agilidade que a única chance de ainda entrar num mercado em ascensão de forma bem sucedida é através de aquisição, pois o processo orgânico poderia ser muito lento e ineficiente. Os autores citam as empresas de eletrônicos como as principais empresas que adotam esta estratégia.

2.2.5 Crescimento Internacional e Aquisições *Cross-Borders*

Segundo Gaughan (2007), as empresas que têm produtos de sucesso em um mercado nacional podem enxergar as transações *cross-borders* como forma de obtenção de maiores receitas e lucros. Ao invés de buscar retornos potencialmente decrescentes, prosseguindo o crescimento dentro de sua própria nação, os negócios *cross-border* podem ser uma forma vantajosa de atingir outro mercado. Um acordo entre fronteiras pode permitir que o adquirente utilize o *know-how* específico do alvo, incluindo seus funcionários e sua rede de distribuição. A questão-chave em cada aquisição é se o retorno ajustado ao risco do negócio é maior do que o que pode ser alcançado com o melhor uso do capital investido. Com o advento do Mercado Comum Europeu, as barreiras entre os países têm sido reduzidas. Isto deu origem a uma série de acordos *cross-borders* na Europa. Alguns mercados asiáticos continuam resistentes a compradores estrangeiros (embora haja sinais de que esta é tendência); assim, o volume de negócios *cross-borders* na região é provavelmente significativamente menor do que será no futuro, se e quando essas restrições artificiais de mercado reduzir.

Ainda segundo Gaughan (2007) as taxas de câmbio podem exercer um papel importante nas transações de F&A internacionais, por exemplo, quando a moeda do comprador aprecia em relação à de um alvo, um comprador que possui a moeda valorizada pode ser capaz de pagar um prêmio mais elevado. Harris e Ravenscraft (1991) utilizando uma amostra extraída do período 1970-1987 demonstraram que os adquirentes estrangeiros pagaram um valor 10% maior que o valor da empresa, conhecidos como prêmios. Atribuíram os prêmios mais elevados às diferenças de valorização da moeda. Curiosamente, eles também encontraram que cerca da metade dos negócios estrangeiros podem ser atribuídos a fatores relacionados à pesquisa e desenvolvimento.

Tal como acontece com todos os tipos de aquisições, é preciso considerar as reações do mercado internacional para F&A e compará-los com ofertas internas (dentro do mesmo país). Doukas e Travlos (1988) encontraram que, ao contrário de muitas aquisições domésticas, adquirentes obtiveram resultados/retornos positivos quando adquiriram alvos em países em que não tinham operações. Curiosamente, os retornos foram negativos quando os adquirentes já possuíam operações nesses países estrangeiros. Quando a empresa já está no mercado e, presumivelmente, já explora alguns dos ganhos que podem ser realizados, então os investidores podem estar menos otimistas sobre os novos ganhos que podem ser obtidos através de uma maior presença nesta mesma região.

Em outra pesquisa realizada por Markides e Oyon (1998), utilizando uma amostra de 236 ofertas, compararam aquisições realizadas por empresas americanas com alvos de origem europeia (189) versus alvos de origem canadense (47). Eles encontraram efeitos positivos para o anúncio de aquisições de empresas europeias, mas não para a aquisição de alvo britânico ou canadense. Estes efeitos negativos para os acionistas para aquisições de empresas canadenses também foram encontrados por Eckbo e Thorburn (2000), que consideraram 390 negócios envolvendo empresas canadenses no período 1962-1983 concluindo que as aquisições de alvos não americanos podem ser mais arriscadas do que alvos norte-americanos.

O fato de que vivemos em um mundo cada vez mais globalizado coloca pressão sobre as empresas para serem verdadeiramente globais. O caminho mais rápido para alcançar tal globalidade é por meio de aquisições de empresas em outros mercados (internacionais). Entrar em novos mercados apresenta riscos, o que pode explicar a trajetória irregular de muitas empresas adquirentes.

2.2.6 Sinergias

Segundo Gaughan (2007) a sinergia é um termo originário da física que foi incorporado à linguagem da economia e das finanças. Refere-se ao tipo de reação que ocorre quando duas substâncias ou fatores combinam-se para produzirem, em conjunto, um efeito maior que a soma dos efeitos produzidos pelos dois fatores quando considerados isoladamente. Por exemplo, ocorre uma reação sinérgica em química quando dois produtos químicos se combinam para produzir um total de reação mais potente do que a soma dos seus efeitos separados. Simplificando, a sinergia se refere ao fenômeno de $2 + 2 = 5$. Em fusões isso se traduz na capacidade de que uma combinação corporativa pode ser mais rentável que as partes individuais das empresas que foram combinadas.

A existência de benefícios sinérgicos permite com que as empresas incorram em despesas decorrentes do processo de aquisição, e ainda serem capazes de oferecer aos acionistas da empresa alvo um prêmio pelas suas ações. De acordo com Depamphilis (2010, pg. 06) a sinergia é um dos motivos mais simples, pois é fruto da combinação de dois negócios que geram um valor maior ao acionista do que se estivessem atuando separadamente. O autor identifica dois tipos básicos de sinergia: a operacional e a financeira.

De acordo com Ray (2010, pg. 2) muitas teorias foram usadas nos últimos anos para explicar os motivos que levaram as empresas a comprarem, venderem, se fundirem ou até mesmo criarem uma *joint venture*.

De acordo com Ray (2010, pg. 2) a Teoria da Eficiência define que o principal objetivo das transações de fusões e aquisições é produzir sinergia. Através da fusão as empresas seriam capazes de melhorar sua eficiência, o que não seria possível antes da fusão. Na verdade isso significa que os custos seriam reduzidos nas duas companhias, aproveitando as mesmas instalações industriais.

Esses dois tipos de sinergia também são citados por Gaughan (2007) que observa ainda que a sinergia operacional também se apresenta em duas formas: aumento de receita e redução de custos. Esses aprimoramentos de receita, ganhos de eficiência ou economias operacionais podem ser obtidos em concentrações verticais ou horizontais. Com relação à sinergia financeira relata que ela refere-se à possibilidade de que o custo de capital pode ser reduzido através da combinação de uma ou mais empresas.

2.2.6.1 Operacionais

De acordo com Ray (2010, pg. 3) as sinergias operacionais são provenientes da fusão de duas ou mais empresas, consolidando em uma só, como, por exemplo, a fusão de duas indústrias. A transferência de conhecimento é outra sinergia operacional, na medida em que, ao combinar o *know-how* de duas divisões a empresa contará com mais competência e habilidades. Outro aspecto importante é a inovação que poderá sofrer melhorias ao juntar duas áreas em uma mesma localização.

Segundo Gaughan (2007) o aumento da receita classificada como sinergia operacional pode ser mais difícil de conseguir que a redução de custos. Esta pode surgir a partir de novas oportunidades que são apresentadas como resultado da combinação de duas companhias. Existem muitas fontes potenciais de aumento de receita, e estas podem variar bastante de negócio para negócio. Podem ser provenientes de um compartilhamento de oportunidades de *marketing* conhecido como *cross-marketing* dos produtos de cada um dos parceiros da fusão. Com uma ampla linha de produtos, cada empresa poderia vender mais produtos e serviços. *Cross-marketing* tem o potencial de aumentar as receitas de cada parceiro da fusão, permitindo assim que cada empresa possa expandir suas receitas rapidamente. Existem

inúmeras formas de sinergias para aumentar as receitas. Isto pode ocorrer, por exemplo, através de uma empresa com uma marca reconhecida emprestando sua reputação para uma próxima linha de produtos de um parceiro proveniente da fusão.

Alternativamente, a sinergia pode surgir a partir de uma empresa com uma forte rede de distribuição combinada com uma empresa que tem produtos de grande potencial, mas capacidade questionável para levá-los ao mercado antes de seus rivais, que podem reagir e aproveitar o período de oportunidade do seu parceiro proveniente da fusão. Embora as fontes possam ser inúmeras, o aumento da receita pode ser difícil de alcançar. Tais melhorias são mais difíceis de quantificar e construir em modelos de avaliação. É por isso que as sinergias de custos relacionadas são muitas vezes destacadas no planejamento da fusão, enquanto que os potenciais aumentos de receitas podem ser discutidos, mas não claramente definidos.

É mais fácil dizer que temos algumas instalações específicas que são duplicadas e podem ser eliminadas, do que mostrar especificamente como a receita pode ser aumentada através uma combinação de duas empresas. Potenciais aumentos de receitas muitas vezes são vagamente referidos como benefícios de fusão, mas dificilmente estão claramente quantificados. Esta é uma razão pela qual algumas ofertas deixaram de manifestar os benefícios esperados. A razão pode ser encontrada no mau planejamento causado pela falta de quantificação dos aumentos de receita. Provavelmente o exemplo mais dramático da falta de planejamento foi a desastrosa fusão da AOL e Time Warner que ocorreu em 2002.

Segundo Gaughan (2007) os planejadores da fusão tendem a identificar a redução de custos, como a principal fonte de sinergias. Estas reduções de custos podem ser provenientes do resultado de economias de escala que diminuem os custos unitários, que por sua vez resultam em um aumento no tamanho ou escala de operações de uma empresa. Empresas industriais, especialmente as de capital intensivo, normalmente operam com altos custos para baixos níveis de produção. Isso ocorre porque os custos fixos de operação das suas fábricas estão espalhados por níveis relativamente baixos de produção, o objetivo é a redução dos custos por unidade. Algumas das outras fontes desses ganhos são: o aumento da especialização do trabalho, da gestão e o uso mais eficiente de bens de capital. Deseconomias de escala podem surgir quando a empresa experimenta maiores custos e outros problemas associados com a coordenação de uma operação de grande escala.

A existência de deseconomias de escala é um tema de controvérsia entre os economistas. Alguns apresentam como evidência da não existência dessas deseconomias, mas o contínuo crescimento das grandes empresas multinacionais, como a Exxon e a General Electric exibiram longos períodos de crescimento, pagando aos acionistas um retorno

aceitável sobre o patrimônio. Outros afirmam que essas empresas seriam capazes de fornecer aos acionistas uma maior taxa de retorno se fossem menores e mais eficientes.

Isto implica, para alguns, que em uma expansão através da aquisição horizontal de um competidor pode-se aumentar o tamanho da operação da empresa e reduzir seus custos unitários. Existe suporte empírico abrangendo um longo período para a afirmação de que F&A são utilizados para realizar economias operacionais.

Há também pesquisas recentes que suportam estes resultados. Shahrur (2005) examinou os retornos que ocorreram a partir do anúncio de 463 fusões horizontais e ofertas públicas no período de 1987-1999. Comentou estes resultados, afirmando que o mercado interpretou os negócios com eficiência e ainda mencionou que estes resultados também são consistentes com as reações de mercado (retorno positivo de 3,06% em relação a uma janela de três dias). Não se deve, no entanto, concluir que, simplesmente porque existe alguma evidência de que fusões são associadas com economias operacionais e que são consideradas a melhor maneira de conseguir essas economias. Essa proposição não é suportada pela pesquisa econômica.

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) a eficiência de custo, é um dos motivos que mais provoca este tipo de transação no setor público, através da fusão de unidades ou da racionalização através da eliminação de duplicações, tem-se o que é chamado de economia de escala.

Outro conceito que está intimamente relacionado e muitas vezes confundido com economia de escala é o de economia de escopo. Definida por Gaughan (2007) como a capacidade de uma empresa utilizar um conjunto de insumos para fornecer uma ampla gama de produtos e serviços. Um bom exemplo de economia de escopo surge no setor bancário.

No setor bancário, as economias de escopo podem ser tão importantes quanto as economias de escala para explicar F&A. A busca por essas economias é um dos fatores por trás da consolidação no setor bancário, que ocorreu na quinta onda de fusões. Quando as instituições financeiras se fundem, elas podem compartilhar e oferecer uma ampla gama de serviços, como maior confiança, unidade de produtos de investimento, ou análise econômica do grupo. Os bancos menores podem não ser capazes de arcar com os custos dessas unidades.

Um sistema de informação pode ser compartilhado para processar uma grande variedade de contas, empréstimos e depósitos. Se esses benefícios são os verdadeiros motivos ou apenas uma razão suficiente para o aumento do número de fusões bancárias ocorridas no período recente de desregulamentação pode ser mais um ponto de pesquisa. As diversas fusões bancárias que ocorreram resultaram em uma nova geração de banco suprarregional.

A aquisição de outros bancos regionais é em grande parte responsável pelo crescimento dos bancos da década de 1980. Esses bancos suprarregionais, como o Bank One Corporation, Barnett Bank, e NationsBank, cresceram até o ponto onde eles eram competitivos com o dinheiro dos bancos centrais na prestação de muitos serviços. Outros bancos, como o Bank of New England, expandiram muito rapidamente por meio de aquisições e se depararam com dificuldades financeiras. Na década de 1990, alguns dos suprarregionais, como NationsBank e First Union, continuaram a se expandir e se tornaram dois dos maiores bancos dos Estados Unidos.

No entanto, na quinta onda de fusões e aquisições, o setor bancário continuou a consolidação e os suprarregionais foram fundidos ou adquiridos por bancos ainda maiores. O ritmo de consolidação no sistema bancário dos EUA continua firmemente até hoje. Inclusive esta onda de consolidação também está ocorrendo na Europa, embora a um ritmo mais lento.

Os bancos são capazes de emprestar com mais rentabilidade quando podem solicitar a redução das taxas no mercado monetário e emprestar a taxas de longo prazo mais elevadas. Quando o *spread* entre essas duas taxas estreita, como ocorreu em 2006, os bancos colocam maior pressão sobre os bancos menores e regionais para ser rentável e ter múltiplas fontes de receita. Isto possibilita aos bancos maiores a vantagem de custo sobre as instituições menores e tem causado a venda de muitos bancos regionais para os maiores. Este foi o caso, em março de 2006, quando o North Fork Bancorp foi vendido para um banco maior, o Capital One Financial Corp por 14.600 milhões de dólares. O histórico de F&A no setor bancário é relevante, pois existem oportunidades consideráveis de economias de escala e escopo.

O que não está claro, no entanto, são os custos na forma de serviço ao cliente. Será que se pode citar uma vantagem para os bancos mais ágeis (menores) ao reagirem às ações dos bancos gigantes, da mesma maneira que a Jet Blue e Southwest Airlines fizeram com seus maiores rivais na indústria da aviação? Uma diferença importante entre estas indústrias, no entanto, é que a maioria dos grandes bancos é rentável, ao passo que as grandes companhias aéreas, muitas vezes não são.

2.2.6.2 Financeiras

De acordo com Ray (2010, pg. 3) com a aquisição de um novo negócio, a empresa seria capaz de minimizar o risco de um novo investimento. A vantagem gerada pela

oportunidade financeira é estendida à outra empresa. A este fenômeno, o autor denomina de sinergia financeira.

Segundo Gaughan (2007) a sinergia financeira refere-se ao impacto de uma fusão corporativa nos custos de capital para a empresa adquirente, ou das partes na concentração em uma aquisição. Na medida em que a sinergia financeira existe em diferentes empresas, os custos de capital devem ser reduzidos. Se os benefícios de tal sinergia financeira são realmente razoáveis, no entanto, é uma questão ainda em aberto entre os teóricos de finanças corporativas.

Gaughan (2007) observa ainda que a combinação de duas empresas e o poder para reduzir o risco de fluxo de caixa não são perfeitamente correlacionados. Se a aquisição ou fusão reduz a volatilidade dos fluxos, os fornecedores de capital podem considerar a empresa menos arriscada. O risco de falência seria presumivelmente menor, dado o fato de que grandes oscilações de fluxos de caixa para cima e para baixo na nova empresa seriam menos prováveis.

Se as duas empresas forem fundidas antes de possuírem uma maior alavancagem, no entanto, os fluxos de caixa da empresa solvente que estão em excesso poderiam amortecer o declínio nos fluxos de caixa da outra empresa (devedora). Os ganhos de compensação da empresa em boas condições podem ser suficientes para impedir a falência da empresa fundida fazendo com que credores não sofram perdas.

Ainda segundo Gaughan (2007) uma empresa mais robusta e com certo tamanho tem certas vantagens que podem diminuir o seu custo de capital, pois acessa mercados financeiros, e tende a obter menores custos de captação de capital, presumivelmente porque é considerada menos arriscada que uma empresa menor. Portanto, os custos de empréstimos por emissão de títulos são mais baixos em uma grande empresa porque provavelmente seria capaz de emitir títulos que oferecem uma taxa de juro mais baixa que a taxa de uma pequena empresa. Além disso, existem certos custos fixos na emissão de valores mobiliários, regulados pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), como os custos de inscrição, taxas jurídicas e outros custos. Estes custos seriam distribuídos por um volume maior de dólares em títulos, porque a maior empresa provavelmente irá solicitar um maior volume de capital, em cada emissão de obrigações.

Gaughan (2007) concluiu que as grandes empresas são menos arriscadas, têm uma menor probabilidade de falência e maior suficiência financeira.

2.2.7 Diversificação

Segundo Gaughan (2007, pg. 136) a diversificação é definida pela atuação da empresa em um novo setor em que a mesma não atuava antes da transação de F&A. Esta busca pela diversificação foi o principal motivo na terceira onda de F&A, a era dos conglomerados. Durante a década de 60 as companhias expandiam através da aquisição de outras companhias. A expansão internacional foi facilitada pelas criativas técnicas financeiras para adquirir empresas pelo preço futuro de suas ações, pagando bem menos pelas mesmas. De fato, muitas das empresas que cresceram em conglomerados na década de 1960 foram desmontados através de vários *spin-offs* e desinvestimentos entre 1970 e 1980. Este processo de desconglomerização suscita sérias dúvidas quanto ao valor da expansão baseada na diversificação. Apesar de muitas empresas já terem se arrependido das suas tentativas de diversificação, outras afirmam que tiveram ganhos significativos. Uma destas empresas é a General Electric (GE), que há muitos anos não é mais apenas uma empresa de eletros. Através de uma estratégia de aquisições e alienações, a empresa tornou-se um conglomerado diversificado com operações de seguros, estações de televisão, plásticos, equipamentos médicos, entre outros.

Ainda segundo Gaughan (2007, pg. 136), parte do raciocínio por trás da estratégia de diversificação de sucesso da GE é proveniente dos tipos das empresas que adquiriu. A General Electric pretendia adquirir posições de liderança nas diversas indústrias em que atuava. Liderar é geralmente interpretado como o primeiro ou segundo ponto de importância de acordo com o mercado. Acredita-se que por causa de compradores como a GE que são número um ou dois na posição de mercado do segmento em que atuam, isto proporciona uma posição mais dominante, o que resulta em vantagens sobre os concorrentes menores. Estas vantagens podem se manifestar de várias maneiras, desde vantagens perante os consumidores no mercado, como facilidade para sua distribuição. As empresas, no âmbito geral que não sejam titulares de uma posição de liderança, e que não têm perspectivas razoáveis de aquisição, tornam-se candidatos para alienação. Os recursos liberados derivados de uma alienação podem ser reinvestidos em outras empresas para explorar os benefícios de sua posição ou usado para adquirir empresas líderes em outros setores dominantes.

De acordo com Gaughan (2007, pg. 139) uma estratégia que a administração pode buscar é a expansão diversificada para sanar seu desejo de entrar em indústrias, que são mais rentáveis do que a indústria atual que a empresa atua. Pode ser que a indústria da controladora

atingiu a fase de maturidade ou que as pressões competitivas dentro dessa indústria excluem a possibilidade de aumentar os preços a um nível onde lucros maiores podem ser obtidos.

Um problema que algumas empresas podem encontrar quando procuram expandir entrando em indústrias que oferecem melhores oportunidades de lucro é a falta de uma garantia de que esses lucros vão persistir por um longo tempo no futuro. Indústrias que são rentáveis hoje podem não ser tão rentáveis no futuro. Pressões competitivas podem levar a uma compensação a longo prazo das taxas de retorno em todos os setores. Claramente, isso não significa que as taxas de retorno em todas as indústrias, a qualquer momento no tempo são iguais. As forças da concorrência que as indústrias sofrem para terem retornos iguais são compensadas por forças opostas, como o desenvolvimento industrial, que faz com que as indústrias passem a ter diferentes taxas de retorno. Essas indústrias acima da média de retorno, que não impõem barreiras de entrada, vão obter retornos decrescentes até atingir a média da indústria.

No longo prazo apenas as indústrias que estabelecem barreiras de entrada conseguem retornos acima da média. Isto implica que um programa de diversificação para entrar nas indústrias mais lucrativas não será bem sucedido no longo prazo. A empresa em expansão pode não ser capaz de entrar nessas indústrias que apresentam persistentemente retornos acima da média porque as barreiras de entrada a impedem e pode ser capaz de entrar apenas em indústrias com pequenas barreiras de entrada. Ao entrar no setor com pouca barreira, a empresa em expansão, provavelmente, será forçada a competir contra outros participantes que também foram atraídos pela taxa de retorno temporariamente acima da média e baixa barreira de entrada. Com o aumento do número de concorrentes a estratégia de expansão pode vir a falhar.

2.2.8 Preços Subavaliados

De acordo com Ray (2010, pg. 3) a Teoria da Avaliação defende que as fusões e as aquisições de empresas podem ter seus valores especulados. Investidores esperam comprar empresas que possuam produtos que estejam subavaliados no mercado, com o objetivo de aumentar seu valor e agregar valor aos seus alvos. A ideia de aumentar o valor da companhia está diretamente ligado com agregar valor ao acionista. O valor para o acionista está baseado no julgamento de eficiência da companhia, por esta perspectiva a decisão de investir ou

adquirir companhias é puramente uma decisão de investimento que deve refletir o crescimento do valor para o acionista.

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 11) outro motivo que incentiva empresas a crescerem através de F&A é a compra de ativos subavaliados. As empresas interessadas em expansão devem escolher em investir em uma nova planta com seus equipamentos, ou adquirir ativos através da compra de uma empresa que o valor de mercado é menor que o custo da reposição dos ativos da mesma. Esta estratégia é muito usada para explicar porque as empresas fizeram transações de F&A durante a década de 70, quando a alta inflação e as taxas de juros espremeram os preços das ações abaixo do valor contábil. A inflação elevada também impactava no preço de reposição, que ficava mais alto que o preço de livro dos ativos.

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 12), de acordo com a teoria do mercado eficiente, a precificação abaixo do valor real não deveria ocorrer. Uma vez que esta teoria define que o preço do alvo reflete o seu real valor. Contudo a realidade vem demonstrando que os mercados possuem ineficiências, como foi no caso da bolha da Internet na década de 90.

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) os motivos para empresas se associarem ou comprarem outras podem ser provenientes de oportunidades. Através de aquisições de empresas por um valor menor, o alvo de fato poderá agregar ao comprador mais que seu valor pago monetariamente, ou até mesmo aumentar a sua capacidade instalada por menos recursos caso fosse realizada uma ampliação nas instalações do comprador. Ou ainda comprar ativos desvalorizados e vendê-los aos poucos pós-transação.

2.2.9 Teoria da Construção do Império

Segundo Ray (2010, pg. 4) a Teoria da Construção do Império, explica que os gestores possuem interesses pessoais que influenciam a compra de uma companhia. Conflitos de interesse entre os acionistas e os gestores existem muitas vezes quando buscam diferentes objetivos e/ou maximização do lucro (Teoria da Agência). A Teoria da Construção do Império defende que os gestores muitas vezes com excesso de expectativas otimistas e interesses (diferentes dos acionistas), tendem a pagar um preço mais alto pela aquisição de uma empresa.

2.2.10 Gerencialismo

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 11) outro motivo para as empresas buscarem transações de F&A é o gerencialismo, o qual defende que os gestores fazem aquisições por motivos próprios. As aquisições podem ser motivadas para construir uma esfera de influência e ostentação que depende do tamanho da empresa que eles gerem. Esses aspectos ignoram a pressão que os administradores sofrem ao atuar em grandes empresas para sustentar crescimento de ganhos e o preço das ações da mesma. Conforme o valor de mercado das empresas cresce, os gestores mais experientes são obrigados a fazer investimentos mais altos para aumentar o valor agregado para o acionista. Pequenas aquisições simplesmente não impactam suficientemente o crescimento para que justifique o esforço para adquiri-las. Consequentemente, algumas aquisições podem destruir valor para o gestor, o motivo para fazê-las pode estar muito mais suportado pelos interesses dos acionistas, que preocupados em preservar a autonomia dos gestores.

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) os gestores buscam fusões e aquisições para obter o crescimento da empresa, com o objetivo real de garantir a si mesmos melhores planos de carreira e recompensas monetárias.

2.2.11 Problema de Agência

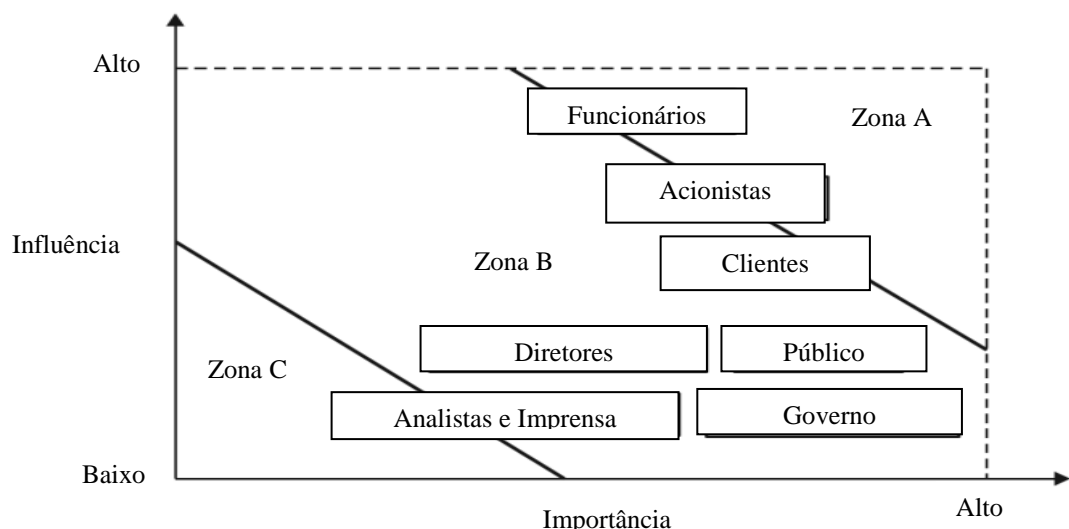
De acordo com Depamphilis (2010, pg. 11) o problema de agência é outro fator que motiva as empresas a participarem de transações de F&A. Problema este definido como a diferença de interesses entre os acionistas e seus gestores. Os administradores podem estar mais focados em manter seu trabalho e seu estilo de vida do que em maximizar o valor para o acionista. Quando uma empresa é dividida em muitas quotas, o custo da má administração é dividido perante um grande número de acionistas. Cada acionista responde por um pequeno percentual do custo, por isso que a má administração pode perdurar durante muitos anos.

De acordo com essa teoria, as transações ocorrem quando há uma correta separação entre o que os acionistas querem e o que os administradores querem. Preços de ações muito baixos pressionam os gestores a tomarem decisões para aumentá-los sob pena de se transformarem em alvo para alguma empresa compradora.

2.2.12 Expectativas dos Acionistas em Fusões e Aquisições

Segundo Ray (2010, pg. 5) em Finanças Corporativas o valor para o acionista corporativo se tornou um parâmetro de desempenho nas companhias. Adicionado a este conceito o autor defende que os gestores também se baseiam no valor da empresa para analisar transações de F&A. Os gestores ainda deverão se basear em dados para convencer as partes interessadas a cogitarem alguma transação de F&A, pois as partes interessadas desempenham um papel importante quando duas companhias se fundem. Os gestores deverão gerenciar também suas expectativas, interesses, questões e ainda relevar o lado político da transação. O Acordo de Acionistas, de uma empresa compradora ou vendedora, pode prever que quaisquer indivíduos, grupos ou instituições que poderão influenciar as partes interessadas na tomada de decisão e ainda nos objetivos da companhia, como é demonstrado na Figura 6:

Figura 6 - Expectativa das partes interessadas



Fonte: RAY (2010, pg. 5)

Ainda segundo o autor as partes interessadas mais importantes devem ser atendidas após a transação de F&A, da seguinte maneira: (i) O público precisa de informações, pois fica preocupado com a companhia pós-transação; (ii) Os acionistas que são os proprietários da companhia estão interessados na majoração do seu valor pós-transação, o que depende de

fatores como crescimento, estrutura de capital, lucro, tributos e investimentos; (iii) Os conselheiros estão preocupados com o controle do negócio; (iv) As Instituições do Estado estão preocupadas com a competição, em manter a companhia legalizada e ainda com os impostos a receber; (v) Os clientes estão preocupados com a qualidade e com os preços dos produtos e serviços ofertados; (vi) Os empregados buscam se manter no emprego após a transação e ainda com a qualidade do local de trabalho; e (vii) Os analistas do setor que irão recomendar ou não a compra da ação através dos bancos de investimento que atuam, para seus clientes que buscam oportunidades de investimento e que serão influenciados por seus relatórios.

Existem outras partes interessadas como os fornecedores, investidores externos, competidores, associações de classe, imprensa, etc.. Eles possuem papéis importantes na integração pós-transação.

Atender as expectativas dos *stakeholders* também é um fato citado por Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 387), uma vez que estes estariam interessados em crescimento contínuo e as aquisições podem ser um dos métodos mais eficazes. Porém os autores ressaltam que as aquisições podem resultar em destruição de valor ao invés de cria-lo, como, por exemplo, quando a controladora não possuir experiência e conhecimento suficiente para administrar os alvos adquiridos. Isso ocorre com mais frequência quando a empresa busca diversificação. Os autores citam também que alguns dos motivos dos *stakeholders* podem ser especulativos e não estratégicos.

2.2.13 Processo Complexo

Segundo Ray (2010, pg. 4) a Teoria do Processo define que as fusões são resultados de processos de decisões complexas. Estes processos são baseados em um balanço das vontades dos acionistas e ainda amenizando os diferentes interesses dos envolvidos no processo. Alguns aspectos são importantes ressaltar: (i) A capacidade limitada dos indivíduos em receber e processar as informações, o que significa que muitos julgamentos/ decisões são elaboradas a partir de informações incompletas; (ii) A prevalência dos negócios particulares nas rotinas dos negócios da organização; (iii) O significado dos relacionamentos políticos e seus efeitos nos processos de tomada de decisão e seus resultados nas organizações; (iv)

Relacionamentos políticos podem limitar/ influenciar os tomadores de decisões na organização.

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) outro motivo citado é o aprendizado, uma vez que uma companhia já pode ter percorrido um longo caminho, mas seu desenvolvimento interno pode ser lento, o que demandaria a inovação e aprendizado alheio para ganhar agilidade em mercados cada vez mais competitivos.

2.2.14 Eventos Econômicos

Segundo Ray (2010, pg. 4) a Teoria do Distúrbio defende que as transações de F&A são desencadeadas por tendências e eventos econômicos, como, por exemplo, flutuações de preços de *commodities* ou os efeitos da globalização, que segundo a teoria, ocorrem em ondas periódicas. O controle do mercado pode ser obtido através de fusões horizontais, verticais ou conglomerados. Como já citado, historicamente a primeira onda de F&A consistiu em fusões horizontais, a segunda em fusões verticais e a terceira em conglomerados. Choques macroeconômicos alteram as atitudes e expectativas dos gestores, criando uma atmosfera caracterizada pelo crescimento da incerteza. Com isso as empresas começam a considerar a possibilidade de fazerem aquisições por uma necessidade, ou até mesmo para ter um percentual de participação em outras empresas.

2.2.15 Integração Horizontal e Vertical

De acordo com Gaughan (2007, pg. 145) existem outros motivos econômicos que induzem uma empresa a buscar transações de F&A, além de economias de escala e benefícios provenientes da diversificação. Existem outros dois motivos que podem iniciar a busca por transações de F&A: a integração horizontal e integração vertical. A integração horizontal refere-se ao aumento da participação de mercado e poder de mercado proveniente de aquisições de rivais. A integração vertical refere-se à aquisição de empresas que têm uma relação comprador-vendedor.

Ainda de acordo com Gaughan (2007, pg. 145) as fusões que resultam em um aumento da participação de mercado podem ter um impacto significativo sobre o poder de mercado da empresa fundida. O poder de mercado depende do tamanho das empresas, da concentração e do nível de concorrência no setor. O autor categoriza duas formas extremas de estrutura de mercado.

Por um lado tem-se a competição pura, que é um mercado caracterizado por numerosos compradores e vendedores, informação perfeita e homogênea, produtos indiferenciados. Dadas essas condições, cada vendedor é um tomador de preço sem capacidade de influenciar preço de mercado.

No outro extremo tem-se o monopólio, que é uma indústria com apenas um vendedor. O monopolista tem a capacidade de selecionar a combinação de preços de saída que maximiza seus lucros. Claro que o monopolista não tem garantido um lucro simplesmente porque ele está isolado de pressões competitivas diretas. O monopolista pode ou não obter lucro, dependendo a magnitude dos seus custos relativos às receitas. Próximo do monopólio tem-se oligopólio, em que há alguns vendedores (isto é, de 3 a 12) de um produto diferenciado.

Ainda de acordo com Gaughan (2007, pg. 146) o poder de mercado, que também é conhecido como monopólio, é definido como a capacidade de estabelecer e manter preços acima dos níveis competitivos. Empresas competitivas definem o preço igual ao custo marginal. O poder de mercado refere-se à capacidade de definir o preço acima do custo marginal.

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 12), a teoria do poder de mercado defende que a empresa se funde para aprimorar seu monopólio de mercado para estipular preços a níveis mais sustentáveis em mercados mais competitivos.

Segundo Ray (2010, pg. 3) a Teoria Clássica do Monopólio explica que as empresas buscam fusões horizontais para obter força mercadológica, limitar o poder dos competidores e dificultar o acesso ao mercado pelos concorrentes. Os efeitos do monopólio são obtidos através da: (i) Aquisição de linhas de negócios que possibilitem aumentar os lucros, pois empresas que possuem forte posição no mercado em um determinado produto podem entrar em novos mercados; (ii) Uma aquisição/ fusão em alguns mercados em que a empresa compradora ainda não atua pode resultar na introdução de um forte competidor no mercado em questão; (iii) Aquisição em mercados adjacentes podem implementar barreiras de entrada em mercados específicos.

O Gaughan (2007, pg. 154) cita que a integração vertical envolve a aquisição de empresas que estão mais perto do consumidor final. Um exemplo foi a aquisição da Gulf Oil

pela Chevron em 1984: a Chevron comprou a Gulf Oil principalmente para aumentar suas reservas, um motivo denominado integração para trás. No mesmo ano, Mobil comprou a Superior Oil por razões semelhantes. A Mobil era forte na refinação e comercialização, mas tinha reservas baixas, enquanto a Superior Oil tinha grandes reservas de petróleo e gás, mas faltavam refino e operações de *marketing*. Um exemplo de integração para a frente seria se uma empresa com reservas grandes comprando outra empresa que teria um *marketing* forte e capacidade de varejo.

Uma empresa pode buscar a integração vertical por várias razões. Como pode ser visto no caso da fusão da Mobil-Superior, as empresas podem integrar verticalmente para ter certeza de uma fonte segura de abastecimento (cadeia de fornecimento). Confiabilidade pode ser determinante não apenas em termos de oferta (disponibilidade), mas também com a manutenção da qualidade e entrega *just in time*. Além disso, as empresas buscam o gerenciamento de inventário *just in time*, que poderão usufruir de uma estrutura corporativa verticalmente integrada para reduzir os custos de inventário.

2.2.16 Gestão

De acordo com Ray (2010, pg. 3) as sinergias de gestão podem ocorrer após a transação de F&A, quando as empresas unem suas respectivas competências que podem contribuir para uma organização mais eficiente.

Gaughan (2007, pg. 163) cita que algumas aquisições são motivadas pela crença de que a administração da empresa adquirente pode melhorar a gestão dos recursos do alvo. O comprador pode acreditar que as suas competências de gestão são tão eficientes e melhores que fariam com que o valor do alvo subiria sob o seu controle. Isso leva a mesmo a pagar um valor maior pelo alvo.

O argumento da melhor gestão pode ter especial validade em casos de grandes empresas ao fazer em ofertas para empresas de menor porte, em fase de crescimento. As empresas menores podem oferecer um produto ou serviço único que vendeu bem e facilitou o seu rápido crescimento. A empresa em crescimento pode achar que necessita uma distribuição muito mais ampla e pode ter que adotar uma filosofia de *marketing* muito diferente da atual. Muitas das decisões que uma grande empresa tem que fazer exige um conjunto de diferentes

habilidades gerenciais que aqueles que resultaram no crescimento dramático da companhia menor.

A falta de gestão especializada pode ser um obstáculo no crescimento da empresa e pode limitar a sua capacidade para competir no mercado mais amplo. Esses recursos gerenciais são um trunfo que a empresa maior pode oferecer ao alvo. A dificuldade é determinar quais aquisições são motivadas unicamente por este fator, porque a melhoria da gestão geralmente é apenas um dos vários fatores de decisão que adquirente analisa para fazer uma oferta. É difícil isolar o motivo “melhor gestão” para explicar o seu papel no processo de oferta. O argumento de que a aquisição oferece melhorias para as pequenas empresas, que crescem são motivados em parte por ganhos gerenciais. Para as grandes empresas públicas, a aquisição pode ser a maneira menos dispendiosa e mais eficiente para trazer uma mudança de gestão.

2.2.17 Pesquisa e Desenvolvimento

Segundo Gaughan (2007, pg. 164) o segmento de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) é extremamente importante para o crescimento futuro de muitas empresas, especialmente para as empresas farmacêuticas. Esta foi uma das razões para a consolidação que ocorreu nesta indústria na quinta onda de fusões. Por exemplo, a megafusão de 73 bilhões de dólares entre Glaxo Wellcome e SmithKline Beecham em 1999, fundiu os orçamentos de P&D destas empresas. Este orçamento foi estimado em um total anual de US\$ 4 bilhões, que era, na época, mais do dobro dos orçamentos de P&D de alguns de seus maiores rivais como a Pfizer e a Merck.

Em resposta, outras empresas começaram a olhar para as suas próprias metas de fusão como um meio para se manterem competitivos na indústria. Isso explica o sucesso da aquisição em 2000 pela Pfizer da Warner-Lambert. Não só este negócio proporcionou à Pfizer maior P&D, mas também revitalizou o seu portfólio de medicamentos incluindo a adição da maior venda de drogas do mundo, o Lipitor.

De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) uma aquisição possibilita explorar novos mercados, ampliar sua atuação geograficamente. Ou pode preencher uma lacuna de competência, como adquirir uma empresa específica em P&D.

2.2.18 Distribuição

Gaughan (2007, pg. 164) também cita que as empresas que fazem um produto, mas não tem acesso direto aos consumidores e precisam, portanto desenvolver canais para assegurar que o seu produto chegará ao consumidor final de uma maneira rentável. Fusões verticais entre fabricantes e distribuidores ou varejistas muitas vezes dão aos fabricantes concorrentes motivo de preocupação na medida em que correm o risco de serem banidos dos canais de distribuição.

2.2.19 Tributos

Gaughan (2007, pg. 165) cita também que os motivos fiscais são um importante determinante de F&A e que este tema tem sido muito debatido em finanças. Certos estudos concluíram que as aquisições podem ser um meio eficaz para garantir benefícios fiscais. Afirmam que, para certa fração de fusões, motivos fiscais poderiam ter desempenhado um papel significativo.

De acordo com Depamphilis (2010, pg. 12) existem dois motivos em se tratando de tributos que devem ser considerados em uma transação de F&A. Primeiramente, os benefícios fiscais, como, por exemplo, carregamento de prejuízos e créditos tributários provenientes de investimentos. Até mesmo os ativos adquiridos pelo valor contábil, na pós-transação serão avaliados pelo preço de mercado, podendo reduzir o valor tributável das empresas combinadas.

Outro aspecto citado pelo autor é a própria natureza da transação que frequentemente possui um papel mais importante na escolha de contrapartes, como por exemplo, uma condição de isenção de tributos na transação pode ser pré-requisito para acontecer o *deal*. Se a transação não for isenta de tributos, o vendedor geralmente requer um preço maior para compensar os tributos que serão gerados a partir da transação.

2.3 Razões Para Comprar Um Negócio

De acordo com Ray (2010, pg. 9) os motivos para empresas buscarem transações em F&A podem ser divididos em razões para comprar ou para vender. Dentre os motivos para comprar um negócio temos: (i) perseguindo uma estratégia de crescimento, (ii) razões defensivas e (iii) oportunidades financeiras.

2.4 Razões Para Vender Um Negócio

Já os motivos para vender parcialmente/totalmente um negócio, de acordo com Ray (2010, pg. 9) são: (i) conseguir recursos, tanto para quitar dívidas como para investir no futuro em outras aquisições; (ii) recebimento de uma boa oferta; (iii) desejo de venda de uma unidade de negócio/ linha de um produto que não é tão lucrativa para a companhia; (iv) vender atividades que não fazem parte do *core-business*; (v) oportunidade de realizar um valor maior para os acionistas na venda se comparado ao de reter tais ações; (vi) falta de recursos para investir no crescimento da companhia.

2.5 Hipóteses que motivam fusões

Como citado anteriormente as hipóteses que motivam fusões e aquisições são inúmeras e as parcerias são congruentes com a razão principal de maximizar o valor para o acionista. No Quadro 2 esses motivos identificados por Ray (2010, pg. 8) são apresentados de forma resumida.

Quadro 2 - Hipóteses motivacionais segundo Ray

| Hipóteses Motivacionais | Justificativa |
|-------------------------|---|
| Economias de Escala | Combinação de duas ou mais entidades que resultariam num aumento de eficiência no |

| | |
|---|--|
| | negócio pós-transação. O custo unitário reduz enquanto aumenta o tamanho da Companhia. |
| Gestão Ineficiente | O comprador tende a comprar empresa com gestão ineficiente e transformá-la em eficiente. |
| Reestruturação | Economias de custo provenientes da diversificação e reestruturação antes ou após a transação. |
| Poder do Custo | Otimização de tamanho proveniente da eliminação de unidades duplicadas e reduzindo unidades de custos de produtos/serviços. |
| Diversificação de produtos e geográfica | Aumentar o lucro com risco moderado através da diversificação de produtos e/ou geográfica. |
| Incremento na Receita | O impacto da combinação do negócio na riqueza dos acionistas (busca da maximização do valor para o acionista). |
| Tributos | Ganhos fiscais podem ser obtidos após uma transação de F&A. |
| Novas Oportunidades de Negócios | Criação de novas oportunidades de negócios e expansão de mercado através de F&A. |
| Redução de Risco | Redução do risco do negócio através da diversificação. |
| Sinergias | Redução potencial dos custos de produção/administrativos quando duas ou mais entidades se fundem. |
| Informação | As ações de algumas empresas são avaliadas incorretamente pelo mercado por conta de informações relevantes que não estão disponíveis ao público. |

Fonte: RAY (2010, pg. 8)

2.6 Pesquisas de Mercado e Perspectivas para F&A

Duas pesquisas diferentes serão utilizadas como base para se traçar o perfil das empresas que estão mais propensas a participarem de transações de F&A. Ambas foram elaboradas pelo Mergermarket Group, uma empresa privada que emite relatórios e oferece serviços de inteligência aos bancos de investimento e empresas que atuam no setor de fusões e aquisições. Esta empresa está divulgando notícias e promovendo pesquisas, estudos e eventos no setor de F&A em todo o mundo desde 2000.

2.6.1 *The Future of Merger and Acquisitions (M&A) in Americas*

O primeiro estudo foi elaborado pelo Mergermarket Group a pedido do Merrill DataSite para entender a atividade de F&A na América. Foram entrevistados 150 investidores e executivos de corporações que estão focados na atividade de F&A na América do Norte e América Latina. Os respondentes apresentaram sua perspectiva nos tópicos apresentados e as tendências das transações de F&A nestas regiões para os próximos doze meses (2013).

O mercado de fusões e aquisições globais teve um início frenético para o ano de 2013, com mais de mil ofertas anunciadas nas primeiras oito semanas nos EUA movimentando US\$ 267bi. O Crescimento na atividade de F&A nos Estados Unidos, Canadá e América Latina, deverão ser equilibrados com oportunidades no mercado, de acordo com os entrevistados. Ofertas de nível médio são esperadas para impactar o volume pelo restante de 2013, de acordo com esta pesquisa divulgada pela Mergermarket e Merrill DataSite.

A pesquisa foi reunida a partir de uma série de entrevistas com investidores e executivos de empresas que se concentram em negócios de F&A na América do Norte e América Latina. Este relatório inclui:

- Detalhes do top nacional, intra-regional e *cross border* de F&A;
- A revisão das considerações regulatórias;
- Os efeitos esperados, da lenta recuperação econômica, para o próximo ano.

2.6.2 Latin America M&A Spotlight

Enquanto a atividade de F&A em outras regiões permanece lenta, os entrevistados esperam crescimento na atividade da América Latina, aumentando à medida que as empresas se expandem no mercado interno e aumentam os seus interesses transnacionais. As empresas brasileiras estão no radar para serem os ativos mais procurados internacionalmente, seguido por empresas mexicanas. Enquanto que a energia e mineração serão os setores mais ativos, de acordo com a terceira edição do Latin American M & A Spotlight lançado pela Mergermarket e Greenberg Traurig LLP.

Esta segunda pesquisa foi reunida a partir de uma série de entrevistas com os investidores e executivos de empresas que se concentram na região da América Latina. Estes respondentes, 50 pessoas, ofereceram suas perspectivas sobre o perfil atual da região e do ambiente, que auxilia a identificar as tendências atuais e potenciais na América Latina em F&A no próximo ano. Os principais resultados incluem:

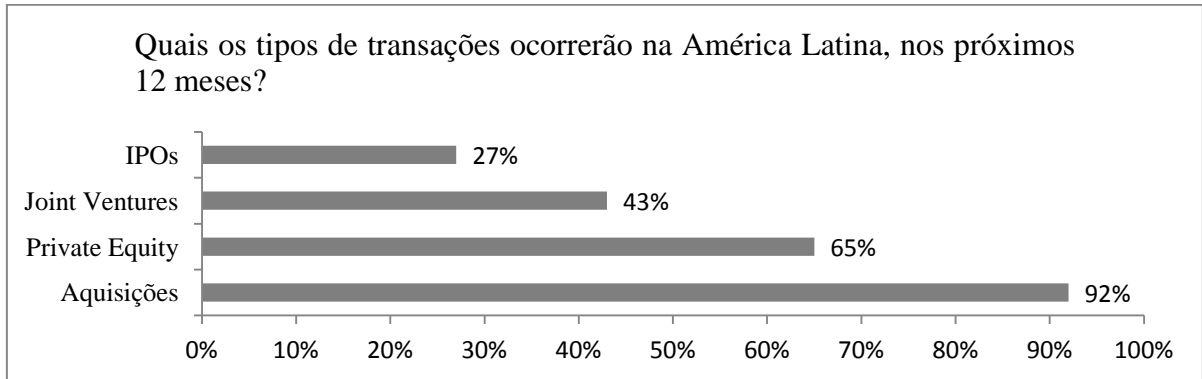
- 94% dos entrevistados esperam um aumento na atividade intra-regional de F&A ao longo dos próximos 12 meses;
- 56% dos entrevistados esperam que a maioria das transações envolva empresas chilenas devido à melhora do panorama econômico e regulatório no Chile, seguido pelo Peru (54%) e América Central (48%);
- Os entrevistados esperam que as condições macroeconômicas melhorem nos próximos 12 meses, como resultado de um crescimento no setor bancário, o desenvolvimento dos mercados de ações e melhorias no ambiente macroeconômico global como um todo.

2.6.3 Resultado das Pesquisas

De acordo com as Pesquisas realizadas, as transações de F&A serão as mais comuns na América Latina, demonstrando que a consolidação entre as empresas está presente no planejamento estratégico das mesmas. Porém pode-se notar que ocorrerão diversos movimentos em mercado de capitais, desde transações de F&A, sejam vendas de companhias, compras, associações ou até mesmo movimentos provenientes de investimentos e

desinvestimentos de fundos de *private equity*. Movimentos estes que num segundo momento (saída do *private equity*) podem gerar novas transações de F&A ou abertura de capital:

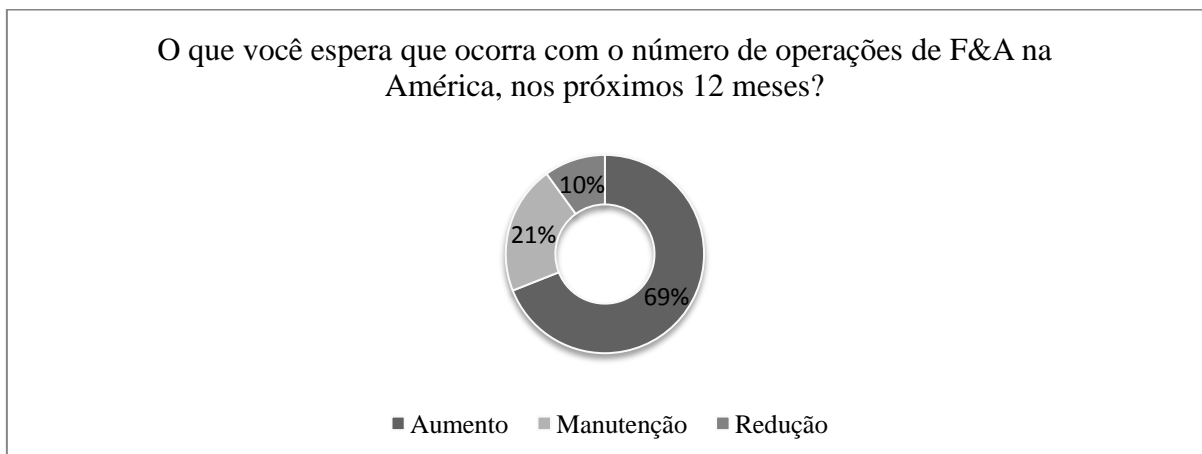
Gráfico 1 - Tipos de transações ocorrerão na América Latina, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 12, Nova York 2013

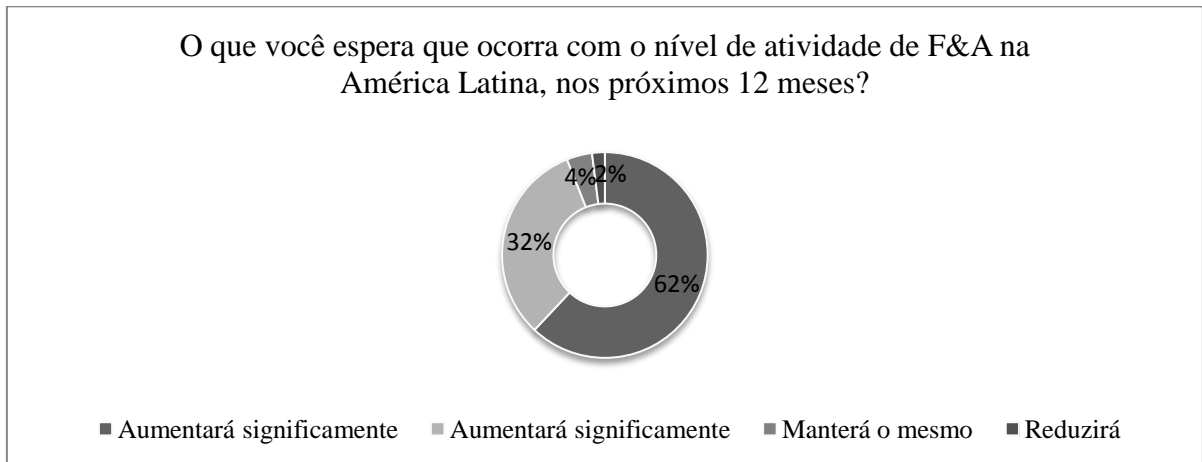
Os entrevistados esperam que o número de transações de F&A aumente tanto na América como mais especificamente na América Latina, conforme demonstram os gráficos a seguir:

Gráfico 2 - Expectativa do número de operações de F&A na América, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. The Future of M&A in the Americas p.03. Nova York, 2013

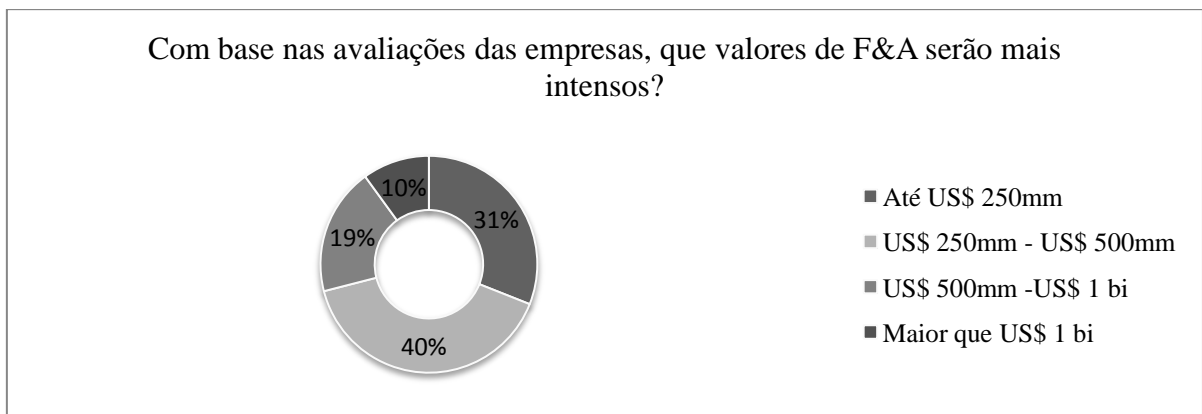
Gráfico 3 - Expectativa do nível de atividade de F&A na América Latina, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 04. Nova York 2013

Crescimento da atividade de F&A na região das Américas será equilibrado, principalmente com oportunidades no *middle market*, de acordo com os entrevistados. A maioria deles espera que o volume mais predominante envolva empresas avaliadas em torno de US\$ 500 milhões ou menos.

Gráfico 4 - Com base nas avaliações das empresas, que valores de F&A serão mais intensos

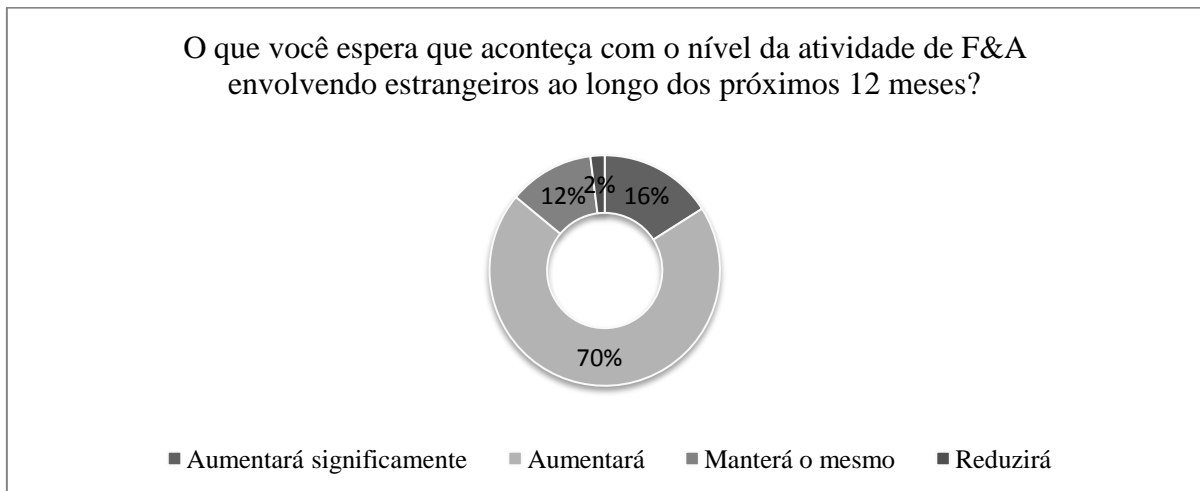


Fonte: MERGERMARKET GROUP. The Future of M&A in the Americas p. 06. Nova York, 2013

Depois de muita hesitação e transações que não ocorreram em 2012, as empresas estão com reservas de caixa, prontas para perseguirem aquisições em linha com as estratégias de crescimento.

Inclusive as pesquisas demonstram que a atividade de F&A *crossborders* possuem tendência de crescimento.

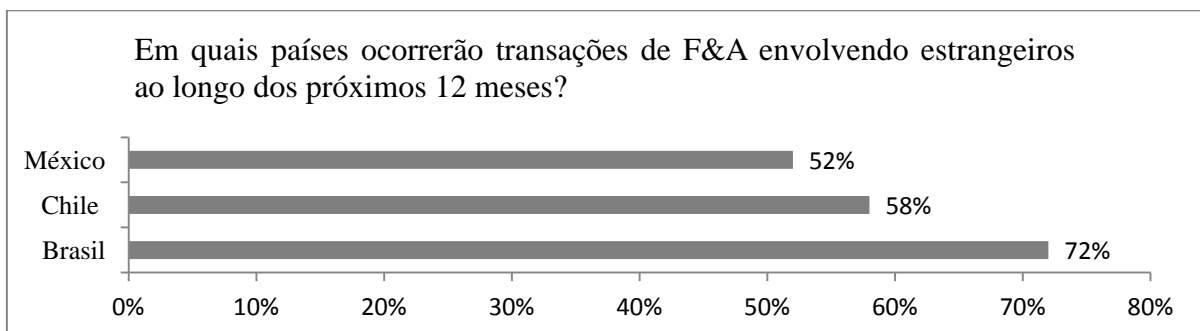
Gráfico 5 - Expectativa do nível da atividade de F&A envolvendo estrangeiros ao longo dos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 04. Nova York 2013

Este resultado mostra que cada vez mais as empresas estão buscando novos mercados de atuação, e não apenas a expansão no país de origem. E ainda, pode-se dizer que o Brasil é o principal mercado que as empresas buscam entrar na América Latina, como o gráfico 6 a seguir demonstra. Nesta questão os entrevistados podiam citar mais de um país:

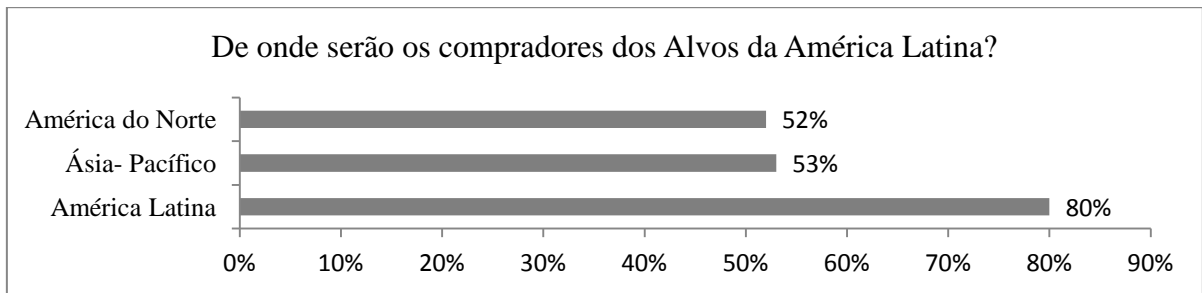
Gráfico 6 - Países onde ocorrerão transações de F&A envolvendo estrangeiros ao longo dos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 04. Nova York 2013

O mercado brasileiro é considerado como uma oportunidade para empresas que desejam expandir seus negócios além de suas fronteiras. Nesta mesma pesquisa realizada pelo Merger Market pode-se dizer que os países que mais buscam por empresas-alvo no Brasil são nossos vizinhos:

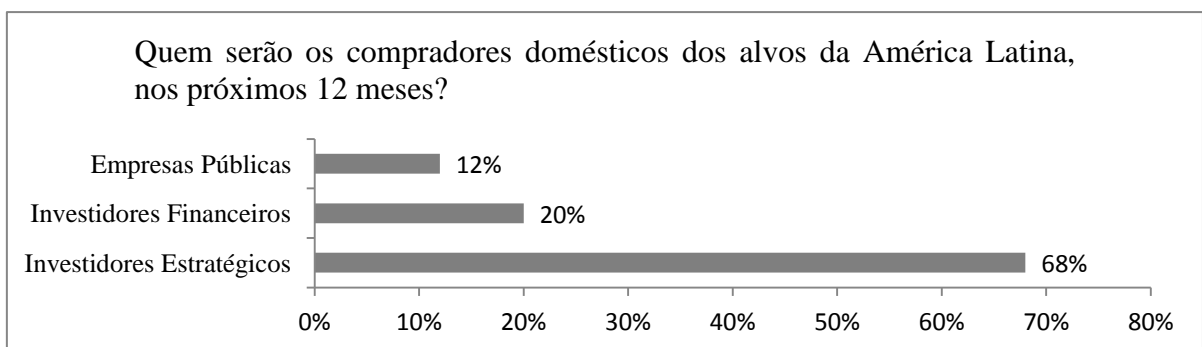
Gráfico 7 - Nacionalidade dos compradores dos alvos da América Latina



Fonte: MERGERMARKET GROUP. The Future of M&A in the Americas p. 06. Nova York, 2013

O perfil dos novos entrantes no mercado Latino é predominantemente estratégico, ou seja, são empresas do mesmo segmento que desejam expandir fronteiras. Existem investidores financeiros que buscam rentabilidade também neste mercado, porém com menos incidência, conforme gráfico 8, a seguir.

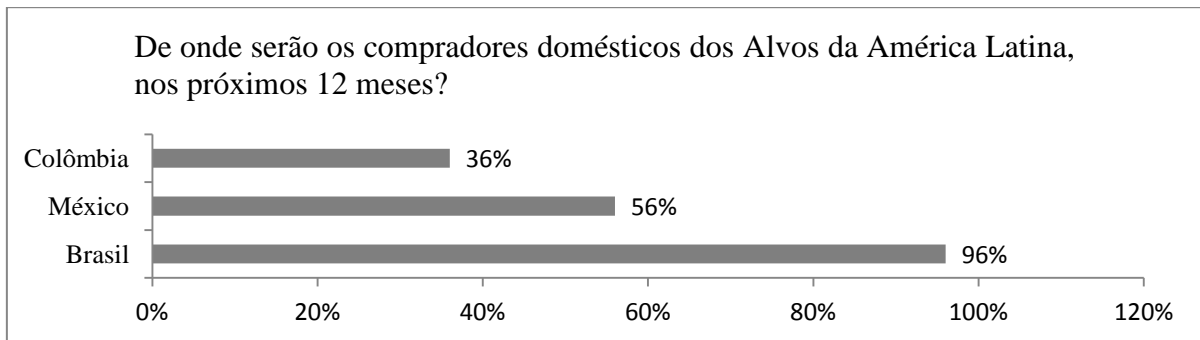
Gráfico 8 - Perfil dos compradores domésticos dos alvos da América Latina, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 12. Nova York 2013

Nesta pesquisa pode-se concluir que os alvos são brasileiros, mas os compradores também são predominantemente brasileiros. Logo, pode-se inferir que as empresas brasileiras estão buscando a associação ou a compra de estratégicos para se consolidar no mercado.

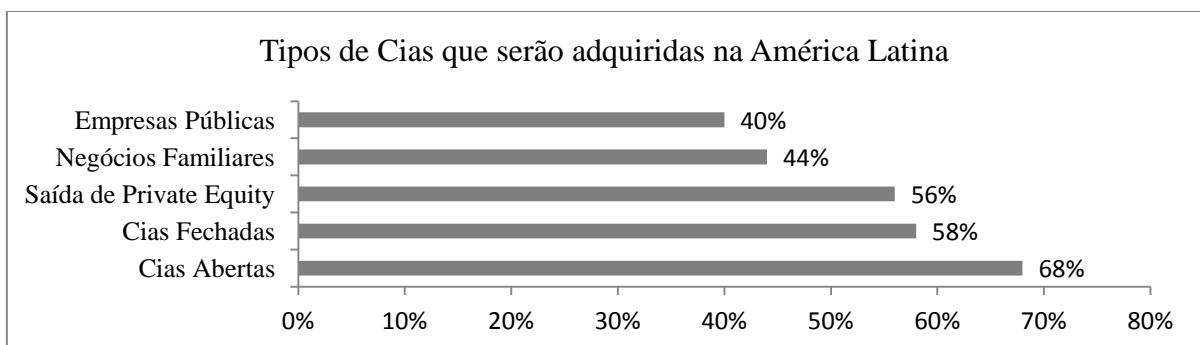
Gráfico 9 - De onde serão os compradores domésticos dos Alvos da América Latina, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 12. Nova York 2013

Os alvos que as compradoras mais buscam são companhias abertas, fechadas, sendo esta uma simples compra ou aproveitando o momento da saída de um *private equity* de uma companhia. Porém os compradores não se limitam a este perfil como se pode notar a seguir, os alvos podem ser empresas familiares e ainda públicas (estatais).

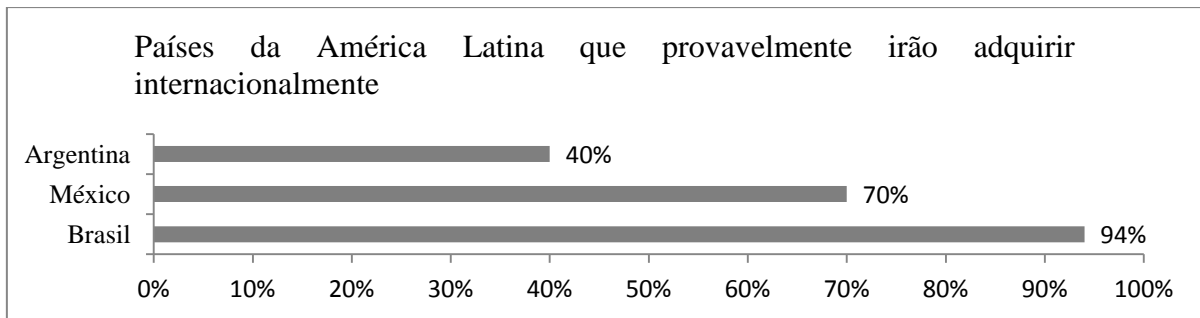
Gráfico 10 - Tipos de companhias que serão adquiridas na América Latina



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 12. Nova York 2013

Como a pesquisa relatou anteriormente, as empresas brasileiras estão buscando alvos no país, mas não se limitam a tal fronteira; buscam também por empresas estrangeiras.

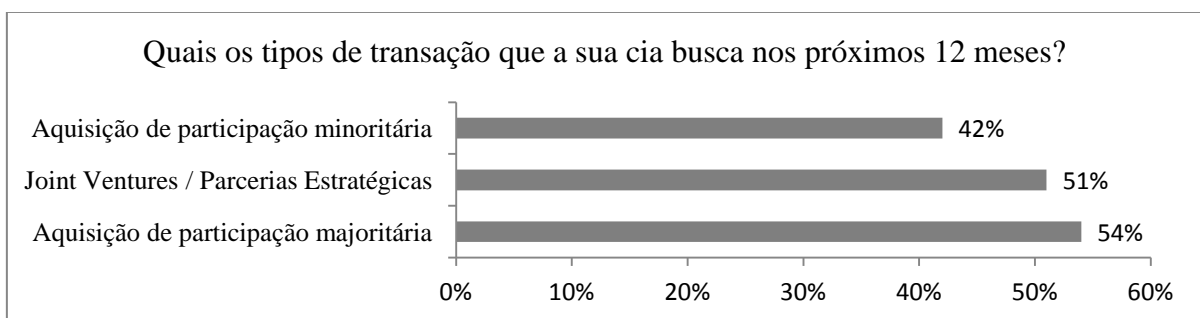
Gráfico 11 - Países da América Latina que irão adquirir outras empresas



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 06. Nova York 2013

As transações de F&A podem ter como objetivo a parceria estratégica, uma pequena participação ou até mesmo o controle do alvo.

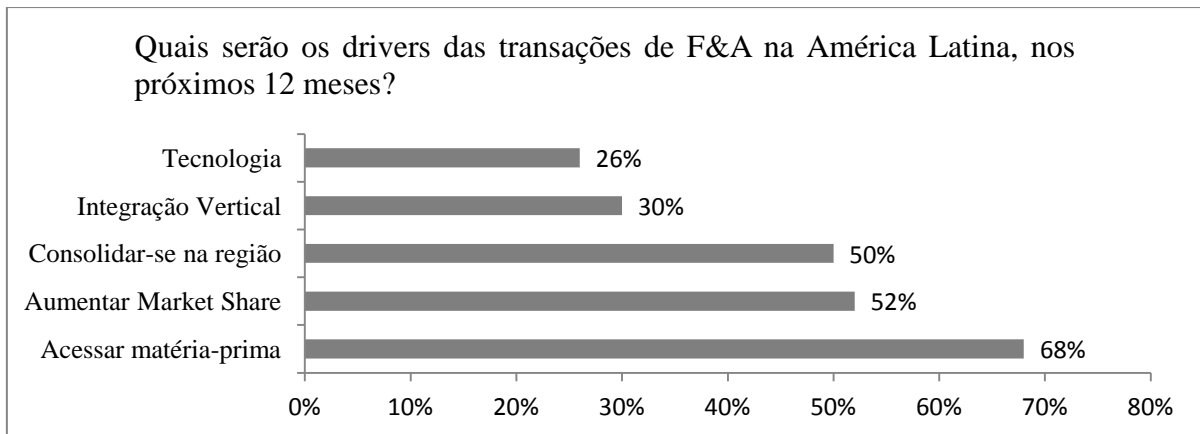
Gráfico 12 - Tipos de transação que uma companhia buscará nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. The Future of M&A in the Americas p. 07. Nova York, 2013

Sinergias e compras de ativos de apoio são objetivos estratégicos de longo prazo de muitas empresas. As empresas buscarão alvos de acordo com o perfil traçado no planejamento estratégico, que podem ser a busca por matéria-prima, aumentar seu *market share*, consolidação regional, integração vertical e tecnologia.

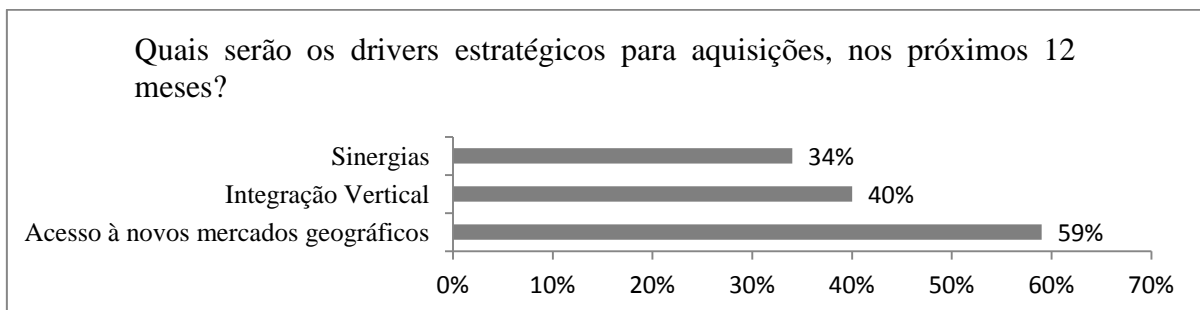
Gráfico 13 - Drivers das transações de F&A na América Latina, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. Latin American M&A Spotlight p. 14. Nova York 2013

Os principais *drivers* para aquisições futuras são classificados como na busca por sinergias, integração vertical e ainda acesso a novos mercados geográficos em que a empresa compradora ainda não atua, conforme demonstrado no gráfico 14.

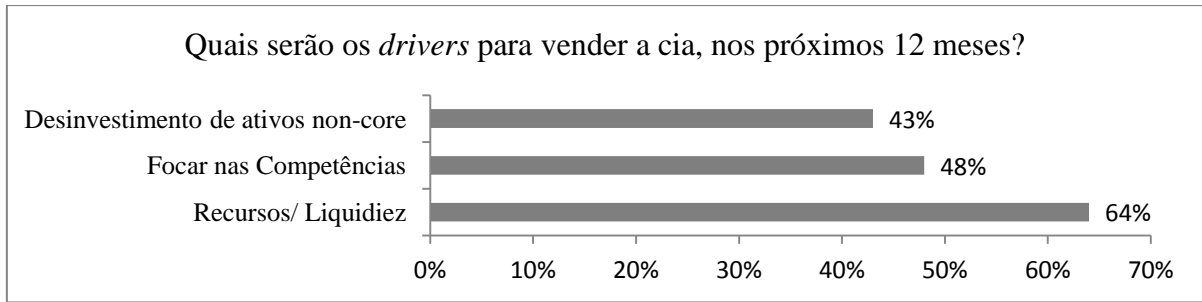
Gráfico 14 - Drivers estratégicos para aquisições, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. The Future of M&A in the Americas p. 07. Nova York, 2013

Já quando os sócios estão pensando em vender sua companhia, provavelmente estes o farão principalmente buscando liquidez e recursos, seja para investir em outros segmentos ou para realizar lucro sobre os investimentos realizados há algum tempo no negócio. Porém este não é o único motivo, pode também ser a venda de algumas unidades produtivas e não 100% da companhia, com o objetivo de focar nas competências e nos produtos considerados *core* do grupo.

Gráfico 15 - Drivers para vender a companhia, nos próximos 12 meses



Fonte: MERGERMARKET GROUP. The Future of M&A in the Americas p. 07. Nova York, 2013

Pode-se notar com as pesquisas apresentadas que as empresas buscam cada vez mais se associar ou adquirir outras companhias do mesmo segmento, para se tornarem mais fortes no mercado que atuam. Contudo, as empresas também buscam alvos para expandir-se geograficamente.

Muitas transações em F&A ainda ocorrerão na América Latina provenientes de diversos *drivers* como visto acima.

3 Procedimentos Metodológicos

A discussão dos procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa está dividida em cinco subseções que são descritas a seguir: tipo de pesquisa, método de pesquisa, população e amostra, procedimentos de coleta de dados, procedimentos de tratamentos de dados.

De acordo com Richardson (1999, p. 80) as pesquisas podem auxiliar no processo de mudança de determinado grupo. No caso desta pesquisa este grupo será a equipe de fusões e aquisições de bancos de investimentos, que possuem em seu conglomerado o banco comercial.

Estas equipes poderão utilizar-se do modelo elaborado, com as devidas adaptações para as particularidades de cada instituição, para buscar na base de clientes do banco comercial empresas com perfil para participar de um processo de F&A, antecipando movimentos de mercado e oferecendo seu serviço de assessoria.

3.1 Tipo de Pesquisa

O presente estudo tem um caráter exploratório. De acordo com Gil (1999) a pesquisa exploratória busca proporcionar uma visão geral acerca de um determinado fato. Logo, este tipo de pesquisa é muito utilizado quando o tema é pouco explorado em pesquisas anteriores, onde há lacunas de pesquisas que inviabilizam a formulação de hipóteses precisas e operacionalizáveis.

Este tipo de pesquisa, quanto aos objetivos, proporciona maiores informações sobre o tema que será investigado, reúne mais conhecimentos e identificam características inéditas, no caso elaboração de um modelo para identificar potenciais partes integrantes de um processo de F&A.

3.2 Método de Pesquisa

Em relação ao método de pesquisa, este estudo se caracteriza como uma pesquisa participante. De acordo com Silva e Grigolo (2002) a pesquisa participante é aquela caracterizada pela interação entre os pesquisadores e a situação investigada, porém não é exigida uma ação por parte das pessoas ou grupos que são citados na pesquisa, o que é o caso deste estudo.

Nesta pesquisa houve um grande envolvimento da pesquisadora com a área de fusões e aquisições de uma determinada instituição financeira para o desenvolvimento de um modelo que identifique potenciais clientes/empresas para transações de F&A.

3.3 População e Amostra

A população envolvida nesta pesquisa é composta por empresas que buscam consolidar-se no mercado brasileiro através de operações de aquisições e/ou associações. Estas empresas normalmente contratam um banco de investimento, muitas vezes do mesmo conglomerado financeiro com o qual já possui um relacionamento comercial para assessorá-la neste objetivo.

Para a construção deste modelo foi realizada uma pesquisa na base de dados do DealWatch. Esta base de dados é muito utilizada por bancos de investimento, pois possui informações *online* sobre fusões, aquisições, ofertas públicas, privatizações, venda de ativos e outras transações de mercado, disponibilizando um conjunto bastante detalhado de informações sobre cada transação. Sua abrangência geográfica são os mercados emergentes, porém sua cobertura temporal ocorre desde 2008. Seu conteúdo é abrangente, divulga notícias, entrevistas, rumores de mercado, detalhes do comprador e vendedor, operações domésticas, *cross border*, tipo de *deal*, atributos do *deal*, data de anúncio, *status* da negociação, valor do negócio, método de pagamento, percentual de compra e venda, *advisors*, múltiplos, descrição e detalhes do *deal*, *league tables* (rankings), no “módulo *Analysis*” relatórios de análise cobrindo diversos setores e países ;e no “módulo *Deal Monitor*” previsões.

A autora atua na área de fusões e aquisições de um banco de investimentos, mais especificamente nos setores de saúde e educação. Isto posto, foi realizada uma busca na ferramenta DealWatch para saber quais as expectativas no setor de saúde, conclui-se que o Brasil prevê mais de 20 transações no próximo ano, conforme figura a seguir:

Figura 7 - Possibilidades de transações de F&A futuras, no setor de saúde



Fonte: DEALWATCH – acesso em 11/10/2013

Dado o cenário acima e a importância do setor, a amostra será composta por empresas que atuam no segmento de saúde e envolveram-se em transações de F&A com outras empresas do mesmo setor no Brasil.

O setor de saúde é composto por empresas que atuam nos segmentos: distribuição, equipamentos, fornecedores, indústrias, prestadores de serviços, hospitais, farmacêuticas e outros integrantes da cadeia.

Ressalta-se que para a construção do modelo foi utilizado o histórico das empresas do setor de saúde que se envolveram em transações de F&A, contudo pode ser adaptado para os demais setores e demais bancos de investimento.

Já para a realização da pesquisa de transações históricas no setor de saúde, foi utilizada como base de dados a *Thomson One for Investment Banking*, acessado no micro da Biblioteca do Mackenzie. Esta base de dados também é muito utilizada por bancos de investimento para executar suas pesquisas e análises de mercado. Esta ferramenta é uma plataforma com informações sobre companhias de capital aberto e fechado, e de mercado em geral. Possui notícias e transações do mercado com conteúdo crítico e funcionalidades analíticas. Sua abrangência geográfica é mundial e sua cobertura temporal é histórica. E ainda de acordo com o conteúdo disponível é classificada como a maior biblioteca de *research* do mundo, balanços, cotações, composição acionária das empresas, *deals*, dados fundamentalistas, notícias, relatórios e estimativas.

Foi realizada uma busca na base de dados da Thomson, para identificar quais as empresas compraram empresas brasileiras do setor de saúde nos últimos anos (1990 a 2013), foi realizada esta busca com os critérios a seguir definidos:

Quadro 3 - Critérios da pesquisa realizada na Thomson

| Critérios de busca | | | |
|----------------------------|---------|--|--------------------|
| Solicitado | | Descrição | Ocorrências |
| Base de Dados | Incluir | Todas as fusões e aquisições | - |
| Data anúncio | Entre | 01/01/1990 a 30/09/2013 | - |
| Nação do alvo | Incluir | Brasil | 9181 |
| Segmento do Alvo | Incluir | Saúde Fornecedores Prestadores de Serviços Hospitais Farmacêuticas outros do segmento | 309 |
| Status da Transação | Incluir | Completa | 235 |
| Resultado | | | 235 |

Fonte: Thomson Reuters – acesso em 11/10/2013

Quadro 4 - Amostra da pesquisa – compradoras

| Amostra | | |
|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 3M Co | Essilor International SA | OdontoPrev SA |
| 3M do Brasil Ltda | Essilor of America Inc | Oncoclinicas do Brasil |
| Ache Laboratorios Farmaceutico | Eurofarma Laboratorios Ltda | Orgenics Do Brasil Ltda |
| AIG | FARMASA | Pfizer Inc |
| Allergan-Lok Productos | Farmoquimica SA | Phonak AG |
| Amgen Inc | FIPAC-Fundo de Participacoes | Phonak AG |
| Amico Saude Ltda | Fleury Centro de Procedimentos | Pierre Fabre |
| Amil Assistência Medica | Fleury SA | Polyols Holding Ltda |
| Apotex Inc | Fleury SA | Profarma |
| ARBEIT Group | Galderma Brasil SA | Profarma Distribuidora |
| Aspen Pharmacare Holdings Ltd | Gama Odonto | Promedica Proteção Medica |
| Avert Farma e Nutrição | Gávea Investimentos Ltda | Pro-Saude Planos de Saude Ltda |
| Banco Excel Economico SA | GD Searle & Co(Monsanto Co) | QC Holding I Participacoes SA |
| Bayer Polimers SA(Bayer AG) | GE Healthcare | Radiancy Inc |
| BB Seguros | Genom SA | Red D'Or |
| Bentley(Baxter Healthcare) | Glenmark Farmaceutica Ltda | Rede D'Or Sao Luiz SA |
| Biogaran SAS | GP Capital Partners V LP | Roussel-Uclaf SA |
| Biolab Industrias | GP Investments Ltd | Said Group |
| Biosintetica Farmaceutica Ltda | GreenLine Sistema de Saude | Schering-Plough Coopers |
| Biotest AG | H Lundbeck A/S | Semperit AG Holding |
| Brasilor SA | Hal Brasil Aquisicoes Ltda | Sespo Industria e Comercio Ltd |
| BSN Medical do Brasil | Hoechst-Latin American Human | Solvay SA |
| BTG Industries Et Sante SAS | Hospital de Clinicas de Nitero | Sorin SpA |
| Bunzl PLC | HOYA Corp | Southern Cross Investment Fund |
| Bureau Veritas SA | Hypermarcas SA | St Jude Medical Inc |

| | | |
|---------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|
| Byk Gulden Lomborg Chemische | Hypernova Medicamentos | Steris America Latina |
| Centro de Imagem Diagnosticos | IDEXX Laboratories Inc | Strides Arcolab Ltd |
| CEVA Sante Animale | Industria e Comercio de Cosmet | Sul America SA |
| Chiltern International Ltd | Instituto Hermes Pardini Ltda | Sweden Diagnosticos do Brasil |
| Christian Hansen BioSystems | Intermedica Sistema de Saude S | Takeda Farmaceutica Brasil |
| CIGNA Servicos | Grupo de Investidores | Telefonica Digital |
| CIGNA Servicos | Kinea Investimentos Ltda | Tempo Participacoes SA |
| COLTENE Holding AG | Koninklijke Philips | Tyco Healthcare Group Ltd |
| COLTENE Holding AG | Lab Par Participacoes SA | UBS Pactual |
| Consolid | Libbs Farmaceutica Ltda | UN Diagnosticos |
| Core Participacoes SA | Lukens Medical Corp | Uniao Quimica Farmaceutica |
| Cremer SA | Mantecorp Industria Quimica e | Unimed grande Florianopolis |
| Cristalia Produtos Quimicos | Mastoclinica Participacoes | Unimed-Rio Cooperativa de |
| DA Participacoes Ltda | Medial Saude SA | UnitedHealth Group Inc |
| DASA | Mind Solutions SA | Urca Participacoes Ltda |
| Datasul SA | Mountain Cave Holdings Ltd | Valeant Pharm Intl Inc |
| Delboni Auriemo Medicina | Nipro Medical Ltda | Vetoquinol SA |
| DENTSPLY International Inc | Nipro Medical Ltda | William Demant Holding AS |
| Diagnostic Products Corp | NKB SA | ZENECA Group PLC |
| Dix Assistencia Medica Ltda | NKB Sao Paulo | Zurita Laboratorio |
| Drogasmil Medicamento e | NorthWest International | |
| Empresa de Servicos | Novo Nordisk A/S | |

Fonte: THOMSON REUTERS – acesso em 11/10/2013

3.4 Procedimentos de Coleta de Dados

Com relação aos procedimentos de coleta de dados, o presente estudo se caracteriza como uma pesquisa documental.

Em suma, foram utilizados os dados de transações de F&A passadas (histórico), fontes de dados importantes, como o perfil das empresas, situação que antecedeu o processo,

segmento que a companhia estava inserida, posição dos concorrentes, entre outros. Todas essas informações foram obtidas na base de dados a *Thomson One for Investment Banking*.

3.5 Procedimentos de Tratamento dos Dados

Segundo Gil (1999), a análise de dados tem como objetivo organizar de forma sistêmica os dados obtidos para que possibilitem o fornecimento de respostas à questão de pesquisa.

A Análise Documental é baseada em análise de documentos escritos e poderá ser utilizada concomitantemente com a Interpretação de Dados na elaboração de um processo, correlacionando os dados empíricos com a teoria contemplada neste estudo (BEUREN, 2009, p.140). Esta análise foi executada com o objetivo de atender a pesquisa na elaboração de um modelo que poderá ser aplicado posteriormente por outros bancos de investimentos e também replicado em outros setores.

Os dados obtidos provenientes das transações históricas foram utilizados como base desta pesquisa. As transações foram estudadas individualmente, para se procurar padrões, ideias ou hipóteses, conforme previsto por uma pesquisa exploratória.

4 Análise dos Resultados

A pesquisa foi realizada com os critérios previamente definidos e foram encontradas 235 transações que ocorreram entre 1990 e setembro de 2013, com alvos brasileiros que atuam no setor de saúde.

Para atingir o foco desta pesquisa, que é a construção do modelo, foi elaborado um mapeamento dos motivos pelos quais as transações de F&A ocorreram, porque as empresas compraram ou se associaram com *players* brasileiros.

Cada transação na base de dados da Thomson foi classificada com o propósito que motivou a compra da outra empresa (classificação realizada pelo analista da Thomson):

Quadro 5 - Códigos dos motivos que ocasionaram F&A

| Motivos | Código Thomson Motivo |
|---|-----------------------|
| Fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados primários | EPM |
| Permitir estratégias peculiares de cada transação | STR |
| Adquirir tecnologia dos competidores/ ativos estratégicos | CMP |
| Fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados secundários | ESM |
| Expandir presença em novos mercados | EXP |
| Expandir presença em novas regiões geograficamente | EPG |
| Criar sinergias, eliminar serviços/operações duplicados | SYN |
| Permitir a oferta de novos produtos e serviços | PRD |
| Outros | OTH |
| Private Equity (fundo compra com objetivo de crescer com a Companhia) | PEB |
| Permitir estratégias adversas para obter vantagens em oportunidades de investimento | GEN |
| Incrementar o valor para o acionista | ISV |

Nem todas as transações divulgaram os motivos, por isso foram selecionadas as transações que o fizeram, das 235 restaram 87 transações, conforme quadro a seguir:

Quadro 6 - 87 transações que divulgaram seus motivos para buscar alvos brasileiros

| # | Data de Anúncio | Nome do Alvo | Nome do Comprador | Código Thomson Motivo |
|----|-----------------|--------------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 1 | 17/07/2013 | LK Technology Importacao | Radiancy Inc | EXP CMP |
| 2 | 15/07/2013 | Laboratorio Padrao SA | Instituto Hermes Pardini Ltda | EPG |
| 3 | 04/03/2013 | Labor Import Comercial | Bunzl PLC | ESM |
| 4 | 19/02/2013 | Alcard Industria Mecanica Ltda | Sorin SpA | ESM |
| 5 | 04/02/2013 | AxisMed Gestao Preventiva | Telefonica Digital | ESM PRD |
| 6 | 27/12/2012 | Hospital e Maternidade Brasil | NorthWest International | ESM |
| 7 | 05/12/2012 | Amil Participacoes SA | Mind Solutions SA | OTH |
| 8 | 29/10/2012 | Delfpar SA | Kinea Investimentos Ltda | PEB |
| 9 | 08/10/2012 | Amil Participacoes SA | Mind Solutions SA | ESM |
| 10 | 08/10/2012 | JPLSPE Empreendimentos | UnitedHealth Group Inc | ESM |
| 11 | 24/09/2012 | Salbego Laboratorio Farmaceuti | Nipro Medical Ltda | STR |
| 12 | 17/09/2012 | Fortuna Comercio Ltda | Gavea Investimentos Ltda | PEB EPG |
| 13 | 22/06/2012 | Laboratorio Sanobiol Ltda | Cristalia Produtos Quimicos | CMP |
| 14 | 25/05/2012 | Multilab Industria e Comercio | Takeda Farmaceutica Brasil | ESM |
| 15 | 20/04/2012 | Hospital Santa Luzia, Brasilia | Rede D'Or Sao Luiz SA | EPM |
| 16 | 20/04/2012 | Hospital do Coracao do Brasil | Rede D'Or Sao Luiz SA | EPM |
| 17 | 12/04/2012 | Hospital Da Crianca,Sao Paulo | Rede D'Or Sao Luiz SA | SYN |
| 18 | 12/04/2012 | Hospital N Sra de Lourdes | Rede D'Or Sao Luiz SA | SYN |
| 19 | 03/04/2012 | Optotal Hoya SA | HOYA Corp | ESM |
| 20 | 20/03/2012 | Rodrinox | Consolid | EPM |
| 21 | 01/02/2012 | Probiotica Laboratorios Ltda | Valeant Pharm Intl Inc | ESM |
| 22 | 13/12/2011 | Hospital viValle | Rede D'Or Sao Luiz SA | EPM |
| 23 | 24/10/2011 | Prodiet Farmaceutica | Profarma Distribuidora | SYN |
| 24 | 08/09/2011 | Zurita Laboratorio | Avert Farma e Nutricao | EPM CMP |
| 25 | 13/07/2011 | Labs Cardiolab Exames | Fleury SA | EXP |
| 26 | 13/07/2011 | Labs Cardiolab Exames | Fleury SA | EXP |
| 27 | 07/06/2011 | Farmagricola SA | Vetoquinol SA | EXP EPG |

| | | | | |
|-----------|------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| 28 | 04/05/2011 | SAMCIL-Clients Database | GreenLine Sistema de Saude | CMP |
| 29 | 04/05/2011 | Serma-Clients Database | GreenLine Sistema de Saude | CMP |
| 30 | 08/04/2011 | Laboratorio Quimico | Amgen Inc | CMP ESM |
| 31 | 08/04/2011 | Medlink Connectividade Em | QC Holding I Participacoes SA | OTH |
| 32 | 24/03/2011 | Sercon Ltda | Steris America Latina | ESM EXP |
| 33 | 23/02/2011 | P Simon SA | Cremer SA | CMP PRD EPM |
| 34 | 03/02/2011 | Diagnoson Ultrasonografia e | Fleury SA | CMP EPM STR PRD |
| 35 | 19/01/2011 | Marcos Pedrilson Produtos Hosp | Biotest AG | CMP PRD ESM |
| 36 | 19/12/2010 | Mantecorp Industria Quimica e | Hypermarcas SA | CMP SYN STR PRD EPM |
| 37 | 13/12/2010 | Dental Plan Ltda | Sul America SA | EXP |
| 38 | 10/12/2010 | Segmenta Farmaceutica Ltda | Eurofarma Laboratorios Ltda | STR PRD |
| 39 | 10/11/2010 | Medley-Medical Brands(3) | Hypermarcas SA | PRD |
| 40 | 10/11/2010 | DPH Distribuidora de Produtos | Hypermarcas SA | STR |
| 41 | 10/11/2010 | Comercial Maripa Ltda | Hypermarcas SA | STR |
| 42 | 10/11/2010 | IPH&C Industria de Produtos de | Hypermarcas SA | STR |
| 43 | 07/11/2010 | Industria Farmaceutica Melcon | Ache Laboratorios Farmaceutico | PRD |
| 44 | 20/10/2010 | Laboratorio Teuto Brasileiro | Pfizer Inc | CMP PRD SYN ESM |
| 45 | 30/09/2010 | SOS Cardio-Servicos | Unimed grande Florianopolis | EPM |
| 46 | 22/09/2010 | Hospital e Maternidade | Rede D'Or Sao Luiz SA | EXP |
| 47 | 02/09/2010 | Sao Luiz Group | Rede D'Or Sao Luiz SA | STR |
| 48 | 13/05/2010 | DI Servicos Medicos Ltda | Fleury Centro de Procedimentos | CMP EPM |
| 49 | 16/04/2010 | Pro-Cardiaco Pronto Socorro | Hospital de Clinicas de Nitero | ISV STR |

| | | | | |
|-----------|------------|--------------------------------|-------------------------------|-------------------|
| 50 | 19/03/2010 | Undisclosed Manufacturing Plan | Valeant Pharm Intl Inc | STR |
| 51 | 19/03/2010 | Undisclosed Private Branded | Valeant Pharm Intl Inc | STR |
| 52 | 12/03/2010 | Assistencia a Saude Ltda | Amil Assistencia Medica | CMP STR EPM |
| 53 | 08/03/2010 | Luper Industria Farmaceutica | Hypermarcas SA | CMP STR |
| 54 | 07/03/2010 | Facilit Odontologica e Perfuma | Hypermarcas SA | CMP STR |
| 55 | 04/03/2010 | Aspen Pharmacare Hldg Ltd-Camp | Strides Arcolab Ltd | CMP STR |
| 56 | 07/12/2009 | Laboratorio Neo Quimica Ltda | Hypernova Medicamentos | CMP ESM |
| 57 | 20/11/2009 | Medial Saude SA | Amil Assistencia Medica | SYN EPM |
| 58 | 18/09/2009 | Imbra SA | GP Capital Partners V LP | PEB |
| 59 | 09/09/2009 | Herbarium Laboratorio Botanico | Farmoquimica SA | PRD |
| 60 | 03/07/2009 | Vigodent SA Industria e Comerc | COLTENE Holding AG | EPG |
| 61 | 16/04/2009 | VIGIUN | Chiltern International Ltd | EXP |
| 62 | 23/12/2008 | Unidade Cearense de Imagem | DASA | EPM |
| 63 | 14/12/2008 | Medial Saude SA | Amil Assistencia Medica | SYN EPM |
| 64 | 09/12/2008 | Grupo Cedec | DASA | STR |
| 65 | 28/10/2008 | SAE Laboratories | UN Diagnosticos | EPM |
| 66 | 28/10/2008 | Fenix Comercio Exterior Ltda | Semperit AG Holding | EXP |
| 67 | 09/06/2008 | Prevdonto | Tempo Participacoes SA | EPM |
| 68 | 03/06/2008 | FARMASA | Hypermarcas SA | EPM |
| 69 | 13/05/2008 | Dixtal Biomedica | Koninklijke Philips | SYN STR |
| 70 | 15/04/2008 | Analytical Solutions SA | Bureau Veritas SA | EPG |
| 71 | 18/02/2008 | Care Plus Dental SC Ltda | OdontoPrev SA | EPM |
| 72 | 18/02/2008 | Biodent | OdontoPrev SA | EPM |
| 73 | 21/12/2007 | LEGO | NKB SA | EPM |
| 74 | 23/11/2007 | Unidade Radiologia Paulista | Fleury SA | STR |
| 75 | 20/11/2007 | Strides Latina | Aspen Pharmacare Holdings Ltd | OTH |
| 76 | 29/08/2007 | Med Imagem Ultra-Sonografia e | DASA | EPM |
| 77 | 19/07/2007 | CientificaLab Produtos | DASA | EXP |
| 78 | 16/07/2007 | Canoas Distribution Center | Profarma | EPM |
| 79 | 22/03/2007 | PolySuture Ind Com Ltda | Tyco Healthcare Group Ltd | STR |

| | | | | |
|-----------|------------|--------------------------------|----------------------------|-----|
| 80 | 12/03/2007 | Grupo Amesp | Medial Saude SA | GEN |
| 81 | 06/12/2006 | Darrow Laboratorios | Pierre Fabre | EPG |
| 82 | 16/06/2006 | Laboratorio Loius Pasteur Ltda | DASA | GEN |
| 83 | 15/04/2005 | Mayne Pharma do Brasil | Libbs Farmaceutica Ltda | CMP |
| 84 | 18/03/2005 | Biochimico-Uno-Ciclo Brand | Glenmark Farmaceutica Ltda | CMP |
| 85 | 03/06/2004 | Elkis & Furlanetto | DASA | EXP |
| 86 | 02/04/2004 | Laboratorios Klinger | Glenmark Farmaceutica Ltda | EXP |
| 87 | 02/01/2004 | Optikot SA | Brasilor SA | CMP |

Fonte: THOMSON REUTERS – acesso em 11/10/2013

4.1 Descrição das Transações

Aqui se descreve brevemente cada transação selecionada na pesquisa documental, apresentando as empresas envolvidas e, principalmente, o propósito de cada *deal*:

1. Radiancy Inc empresa sediada em Orangeburg, Nova York, que fabrica e distribui medicamentos estéticos e dermatológicos. É especializada em produtos para uso doméstico com marca *no!no!*, para diversas indicações, inclusive remoção de pelos, redução da acne e rejuvenescimento da pele e *lifting* de face. A Companhia foi fundada em 1988 e comprou a empresa brasileira LK Tecnologia Importação e Exportação Ltda. pela necessidade de licenças e autorizações para começar comercialização e venda de produtos no Brasil. A LK Technology Importação e Exportação Ltda., sediada em São Paulo, distribui produtos médicos e estéticos, e foi fundada em 2003. Transação classificada como: EXP e CMP.

2. O Instituto Hermes Pardini Ltda, para expandir sua presença no Centro-Oeste e Norte do Brasil, ao adquiriu o Laboratorio Padrao SA. O alvo Laboratorio Padrao sediada em Goiânia, Brasil, fornece serviços de medicina diagnóstica. Foi fundado em 1968. Já a compradora Instituto Hermes Pardini Ltda, sediada em Belo Horizonte, Brasil, é um fornecedor de diagnósticos médicos, exames e serviços de saúde, fundada em 1959. Transação classificada como: EPG.

3. Bunzl PLC, sediada em Londres, Reino Unido, fornece internacionalmente distribuição e terceirização de serviços. A empresa atua na distribuição, agregando valor

através da terceirização de serviços: Américas, Europa e Austrália. Atua em quatro áreas de negócio: América do Norte, Reino Unido e Irlanda, Europa Continental e Resto do Mundo. A Empresa fornece uma gama de base de produtos, que incluem mercearia, *foodservice*, limpeza e segurança, cuidados de saúde, entre outros. A Bunzl foi fundada em 1940. Já o alvo Labor Import Comercial Importadora Exportadora Ltda, sediada em Osasco, Brasil, é uma fabricante de dispositivos médicos e equipamentos, fundada em 1996. O objetivo da transação para Bunzl PLC foi expandir as operações no mercado de saúde brasileiro. Transação classificada como: ESM.

4. A compradora Sorin SpA, sediada em Milão, Itália, fabrica dispositivos médicos cardiovasculares e equipamentos cirúrgicos para disfunções do ritmo cardíaco, cardiologia intervencionista, para o tratamento de infecção e doenças renais. O Grupo na Europa, América do Norte e outras partes do mundo. Seu grupo, inclui empresas como a Dideco, Sorin Biomedica Cardio, Ela Medical, Sorin Biomedica CRM, CarboMedics, Cobe Cardiovascular, Stoeckert Instrumente, Mitroflow, e Bellco. A empresa foi fundada em 1986. Já o alvo ALCARD Industria Mecanica Ltda., sediada em São Paulo, Brasil, é um fabricante de dispositivos médicos, equipamentos. O objetivo da transação para reforçar suas operações no mercado brasileiro. Transação classificada como: ESM.

5. A Telefonica Digital, sediada em Londres, Reino Unido, do setor de telecomunicações fornece serviços através de suas três marcas comerciais: Movistar, Vivo e O2. A mesma também atua como a divisão global de negócios da Telefonica SA. A empresa comprou a AxisMed Gestão Preventiva da Saúde, sediada em São Paulo, Brasil, uma fornecedora de serviços/gestão para controle de doenças crônicas. O objetivo da transação foi para a Telefônica oferecer serviços de *e-saúde* no mercado brasileiro. Transação classificada como: ESM e PRD.

6. A compradora NorthWest International Healthcare Properties, sediada no Canadá, é uma investidora especializada em oportunidades no setor de saúde além do Canadá. Já o alvo foi o Hospital e Maternidade Brasil, sediado em Santo André, São Paulo. O objetivo da transação foi para a NorthWest International Healthcare Properties fortalecer suas operações no Brasil. Transação classificada como: ESM.

7. Mind Solutions SA, sediada no Rio de Janeiro, Brasil, oferece prevenção e tratamento psicológico aos funcionários de grandes companhias e foi fundada em 1997. Já o alvo Amil Participacoes SA, com matriz em São Paulo, Brasil, e com operações também no Rio de Janeiro, Paraná, Minas Gerais, Pernambuco, Bahia, Rio Grande do Norte e Distrito Federal, a qual oferece gestão aos provedores de serviços de saúde. Oferece planos de saúde para diversas empresas e indivíduos, fornecendo aos seus clientes atendimento em hospitais, clínicas, laboratórios e psiquiatras, foi fundada em 1978. O objetivo desta transação foi consolidar sua participação no controle da Amil Participações. Transação classificada como: OTH.

8. O comprador Kinea Investimentos Ltda., sediado em São Paulo, Brasil, é um fundo de *private equity*. Já o alvo a Delfpar SA, sediado também no Brasil é um provedor de diagnósticos médicos de imagem. A estratégia da Kinea por ser um fundo de *private equity*, teve como seu objetivo investir na Companhia, através do aporte de recursos, processos de gestão, habilidades e conhecimentos empresariais para sustentar períodos de crescimento, consolidação ou reestruturação. O fundo de *private equity* desinveste na Companhia quando esta atingir um patamar de crescimento e o mesmo pode realizar sua saída com ganhos monetários. Transação classificada como: PEB.

9. Conforme foi citado na operação de número 07, a Mind Solutions é uma empresa do Grupo UnitedHealth Group Inc que adquiriu a Amil para expandir sua presença no mercado de planos no Brasil. Num primeiro momento a aquisição foi parcial, em seguida procedeu ao seu fechamento de seu capital e finalizou com a aquisição de 100% da Amil. Transação classificada como: ESM.

10. A compradora UnitedHealth Group Inc, sediada em Minnetonka, EUA, *holding* que oferece planos de saúde para empresas, incluindo outros serviços como atendimento odontológico e benefício farmácia, foi fundada em 1977. O alvo JPLSPE Empreendimentos e Participacoes SA, sediado em Duque de Caxias, Brasil, é uma *holding* do Grupo Amil, fundada em 2007. Conforme citado no número 7 e 9, respectivamente transações anteriores a esta. Transação classificada como: ESM.

11. O comprador Nipro Medical Ltda., sediado em São Paulo, fabrica e distribui produtos e suprimentos médicos, adquiriu a Salbego Laboratório Farmacêutico Ltda., também

empresa brasileira. O alvo produz e distribui produtos médicos e foi fundado em 1989. O propósito da transação foi para a Nipro fortalecer seus negócios no mercado brasileiro. Transação classificada como: STR.

12. O comprador Gávea Investimentos Ltda., com matriz no Rio de Janeiro, Brasil e sediada em São Paulo é provedor de gestão de recursos, como Fundos de Hedge, Multimercados, Fundos de *Private Equity* e *Equity*, foi fundado em 2003. O alvo Fortuna Comercio Ltda, com matriz em Barueri, Brasil, possui negócios em Angola, Portugal, Colômbia e Estados Unidos, fabrica e vende no varejo armações oftálmicas, lentes, lentes de óculos de sol, relógios, chapéus e outros acessórios sob a marca Chilli Beans e foi fundada em 1998. O propósito da transação foi a entrada do fundo de *Private Equity* Gavea na Companhia para expandir a marca Chilli Beans no Brasil e no exterior. Transação classificada como: PEB e EPG.

13. A compradora Cristalia Produtos Químicos Farmacêuticos Ltda., sediada em Itapira, Brasil é uma indústria e distribuidora farmacêutica, fundada em 1972. O alvo Laboratorio Sanobiol Ltda, sediado em São Paulo, Brasil, é um fabricante e distribuidor de produtos farmacêuticos e outros suprimentos médicos, incluindo soros, produtos biológicos e instrumentos, foi fundado em 1974. O objetivo da transação foi para Cristalia Produtos Químicos Farmacêuticos Ltda. entrar no segmento de soros. Transação classificada como: CMP.

14. A Takeda Farmacêutica Brasil Ltda., sediada em São Paulo, Brasil, fabrica e distribui produtos farmacêuticos comprou a Multilab Indústria e Comércio de Produtos Farmacêuticos Ltda. O alvo possui sua sede em São Jerônimo Brasil, e também fabrica e distribui produtos farmacêuticos, fundada em 1988. O objetivo da transação foi para Takeda Pharmaceutical Co Ltd reforçar as suas operações no mercado brasileiro. Transação classificada como: ESM.

15. A compradora de hospitais Rede D'Or São Luiz SA, com sede no Rio de Janeiro, Brasil, é proprietária e operadora de seus hospitais, fundada em 1977 adquiriu também o Hospital Santa Luzia, sediado em Brasília, Brasil, fundado em 1969. O objetivo da transação foi para Rede d'Or São Luiz SA expandir sua presença na região Centro-Oeste do Brasil. Transação classificada como: EPM.

16. Novamente a compradora de hospitais (Rede D'Or São Luiz SA) adquiriu o Hospital do Coração do Brasil, sediado em Brasília, Brasil, que é proprietário e operador do hospital cardiológico, fundado em 2007. O objetivo da transação foi para Rede d'Or São Luiz SA expandir sua presença na região Centro-Oeste do Brasil. Transação classificada como: EPM.

17. Novamente a compradora de hospitais (Rede D'Or São Luiz SA) adquiriu Hospital Da Criança, sediado em São Paulo, Brasil. O objetivo da transação foi para a Rede D'Or São Luiz SA criar sinergias. Transação classificada como: SYN.

18. A compradora de hospitais (Rede D'Or São Luiz SA) adquiriu o Hospital Nossa Senhora de Lourdes, sediado em São Paulo, Brasil. O objetivo da transação foi para a Rede D'Or São Luiz SA criar sinergias. Transação classificada como: SYN.

19. A compradora HOYA Corp, com matriz em Tokyo no Japão é responsável pela fabricação e venda de produtos eletrônicos relacionados ao setor de saúde, como equipamentos de imagens, produtos relacionados à saúde e produtos médicos. A Companhia opera em algumas divisões: Eletrônicos, Digital, Sistemas de Informação e Saúde. Oferece lentes oftálmicas, lentes de contato, endoscópios, lentes intra-oculares e ossos artificiais, fundada em 1941. O objetivo expandir sua atuação na América do Sul. Transação classificada como: ESM.

20. A Consolid, sediada em São Paulo, Brasil, é um fabricante de pós, grânulos para a indústria farmacêutica, cosméticos e alimentos, fundada em 1990, adquiriu a Rodrinox Industria e Comercio Ltda, sediada em São Paulo, Brasil, que também é um fabricante de pós, grânulos para a indústria farmacêutica, cosméticos e alimentos, fundada em 1990. O objetivo da transação foi para reforçar as operações da compradora no mercado brasileiro. Transação classificada como: EPM.

21. O comprador Valeant Pharmaceuticals International Inc, com sede em Bridgewater, New Jersey, é um fabricante de produtos farmacêuticos. Suas marcas incluem Mestinon, Tasmar, Virazole, Dermatix e Kinerase, foco na neurologia e áreas terapêuticas de dermatologia, além de produzir medicamentos genéricos, de consumo e produtos cosméticos, fundado em 1960. Adquiriu a Probiotica Laboratorios Ltda, localizada em São Paulo, Brasil,

que fabrica e distribui OTCs esportivos (medicamentos de venda livre, medicamentos isentos de prescrição, em inglês OTCs (over-the-counter - sobre o balcão)), produtos de nutrição e outros suplementos alimentares. O objetivo da transação foi para Valeant Pharmaceuticals International Inc expandir sua presença no Brasil. Transação classificada como: ESM.

22. Novamente a compradora De hospitais (Rede D'Or São Luiz SA) adquiriu o Hospital ViValle, localizado em São José dos Campos, Brasil, fundado em 1980. O objetivo da transação foi fortalecer suas operações e expandir na presença no mercado brasileiro. Transação classificada como: EPM.

23. A Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A., sediada no Rio de Janeiro, Brasil, é um atacadista e varejista de produtos farmacêuticos (de marca, genéricos e OTCs), higiene pessoal e produtos de beleza para farmácias e hospitais. A compradora opera doze centros de distribuição, atendendo vinte e um estados brasileiros, foi fundada em 1961. Já o alvo Prodiel Farmacêutica, localizada em Curitiba, no Brasil, é um fabricante, distribuidor de produtos farmacêuticos. O mesmo possui cinco centros de distribuição em: São Paulo, Distrito Federal, Pernambuco, Porto Alegre e Curitiba, fundada em 1990. O objetivo da transação foi para Profarma criar sinergias no mercado farmacêutico. Transação classificada como: SYN.

24. A Avert Farma e Nutrição Comercial Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, é um fabricante de produtos farmacêuticos, que adquiriu outro fabricante a Zurita Laboratório Farmacêutico Ltda., localizado em São Paulo, Brasil. O objetivo da transação foi adquirir ativos estrategicamente localizados e fortalecer operações no seu mercado primário. Transação classificada como: EPM e CMP.

25 e 26. O comprador Fleury SA, localizado em São Paulo, Brasil, é proprietário e opera laboratórios médicos e hospitais, foi fundada em 1926. Adquiriu o Labs Cardiolab Exames Complementares SA, localizado no Rio de Janeiro, do mesmo segmento. O objetivo da transação foi para o Fleury expandir sua presença no importante centro econômico do Rio de Janeiro. Transação classificada como: EXP.

27. A Vetoquinol SA, localizada em Lure Cedex, França, fabrica, distribui e desenvolve produtos veterinários, medicamentos e nutracêuticos para cães, gatos, bovinos e

suínos. A compradora também fornece serviços de pesquisa e serviços de desenvolvimento nos campos de anti-infecciosos, anti-inflamatórios, anti-parasitários e nutracêuticos. Vende em toda a Europa, América do Norte, África, Oriente Médio e Ásia-Pacífico, fundada em 1933. O objetivo foi que a Vetoquinol continuasse sua diversificação geográfica e aumentasse a sua presença nos mercados emergentes. Transação classificada como: EXP e EPG.

28. A compradora Green Line Sistema de Saúde, localizada em São Paulo, Brasil, é uma prestadora de serviços médicos, serviços de saúde como operadora de planos de saúde. Comprou a carteira de clientes do seu concorrente Samcil Planos de Saúde, localizada em São Paulo, Brasil. O objetivo da transação foi para GreenLine Sistema de Saúde adquirir clientes de concorrentes. Transação classificada como: CMP.

29. Assim como na transação anterior, a operadora de planos de saúde Green Line adquiriu mais uma carteira de clientes de um concorrente, a Serma Serviços Médicos Assistenciais SA, localizada em São Paulo, Brasil. O objetivo da transação foi para GreenLine Sistema de Saúde adquirir clientes de concorrentes. Transação classificada como: CMP.

30. A compradora Amgen Inc., localizada em Thousand Oaks, na Califórnia, fabrica medicamentos humanos e desenvolve os mesmos focada em novos produtos baseados nos avanços do DNA, biologia molecular. Foca principalmente em medicamentos para tratamento de câncer, doenças no rim, artrite, doença dos ossos, e outras doenças graves, fundada em 1980. Já o alvo é o Laboratório Químico Farmacêutico Bergamo Ltda, localizado em São Paulo, Brasil, fabrica e distribui produtos farmacêuticos. Os objetivos da transação eram para a Amgen Inc expandir sua presença, ganhando um acesso direto ao mercado farmacêutico brasileiro, recuperando o direito de vender seus produtos no Brasil. Transação classificada como: CMP e ESM.

31. A corretora e administradora de serviços QC Holding I Participações SA, localizada em São Paulo, Brasil, comprou a Medlink Conectividade em Saúde Ltda, localizada no Rio de Janeiro, Brasil, prestadora de serviços de saúde e seguros, fundada em 1995. O objetivo da transação foi para perseguir o potencial de negócios e oportunidades fora do Brasil. Transação classificada como: OTH.

32. A compradora Steris América Latina, localizada no Brasil, fabrica produtos e equipamentos de esterilização médica, sistemas de descontaminação para saúde e produtos alimentares; adquiriu a Sercon Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, empresa do mesmo segmento. O propósito da transação foi para a Steris Corp reforçar suas operações e expandir sua presença no mercado brasileiro. Transação classificada como: ESM e EXP.

33. A Cremer SA, localizada em Blumenau, SC, Brasil, fabrica e distribui suprimentos médicos, foi fundada em 1935. Adquiriu a P Simon SA, localizada em São Paulo, Brasil que fabrica e distribui produtos de primeiros socorros e produtos médicos descartáveis, fundada em 1994. Transação classificada como: CMP, PRD e EPM.

34. O Laboratório Fleury comprou a Diagnoson Ultrasonografia e Densitometria Óssea S / S Ltda, localizada em Salvador, no estado da Bahia, Brasil, fundado em 1985, empresa do mesmo segmento de serviços médicos e diagnósticos, porém focado em exames de imagens. O propósito da transação foi para o Fleury fortalecer sua presença em serviços de imagem no Estado da Bahia, completando os seus serviços de análises clínicas, e também aumentar a oferta de um diagnóstico integrado, fortalecendo o Grupo. Transação classificada como: CMP, EPM, STR e PRD.

35. A Biotest AG, localizada em Dreieich, fabrica fármacos para diagnóstico, bioterapias e outros produtos para diagnóstico, especializada em imunologia e hematologia. Produz medicamentos para o tratamento de doenças no sangue e sistema imunológico tal como reagentes para fins de diagnóstico em transfusão e transplante, foi fundada em 1946. A compradora adquiriu um distribuidor de seus produtos a Marcos Pedrilson Produtos Hospitalares Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, distribuidor de suprimentos médicos para hospitais, fundado em 1955. O propósito da transação foi para a Biotest AG reforçar a sua presença no maior mercado da América Latina, planeja expandir a carteira de produtos comercializados no Brasil. Transação classificada como: CMP, PRD e ESM.

36. A Hypermarchas SA, com sede em São Paulo, Brasil, fabrica e vende produtos de bens de consumo, tais como bens pessoais e bens domésticos, farmácia e alimentos. A empresa atua em quatro segmentos: higiene e limpeza, produtos alimentares, cosméticos, bem como produtos de farmácia. Atua com marcas tais como Assolan, Etti, Salsaretti, Finne Zero Cal, Eh!, Apracur e outras, fundada em 2002. A companhia adquiriu a Mantecorp Indústria

Química e Farmacêutica SA, localizada em São Paulo, Brasil, a qual fabrica e distribui produtos de prescrição farmacêutica destinados para o consumo final, incluindo biotecnologia e antibióticos, fundada em 2006. O propósito da transação foi para a Hypermarchas SA adquirir marcas e ativos no segmento farmacêutico, inclusive marcas renomadas, tais como, Coristina D, Polaramine, Celestamine, Diprospan, Quadriderm, Episol, entre outros, assim complementando seu portfólio de medicamentos de prescrição, OTCs e adicionando uma linha nova de cuidados da pele. Após a execução da transação, a Hypermarchas consolidou-se como a maior empresa nacional em produtos farmacêuticos, beleza e cuidados pessoais no mercado brasileiro. Transação classificada como: CMP, SYN, STR, PRD e EPM.

37. A compradora Sul América SA, com sede no Rio de Janeiro, Brasil, oferece seguros e serviços de gestão financeira, fundada em 1895; adquiriu o Plano Dental Ltda, localizado em São Paulo, fornecedor de serviços de seguro dental, fundado em 1984. O objetivo da transação foi para a Sul América SA para expandir sua presença nas regiões Norte e Nordeste e para ganhar mercado no segmento dentário. Transação classificada como: EXP.

38. A parte compradora Eurofarma Laboratórios Ltda, com sede em São Paulo, Brasil, fabrica e distribui produtos farmacêuticos. Opera em oito divisões de negócios, a saber: Pharma (Prescrição Médica), Hospital, Medicamentos Genéricos, Oncologia, Pearson (Veterinária), Terceirização, Exportação e Euroglass. Seus produtos são para consumo humano e de uso veterinário, foi fundada em 1972. Já a contraparte, o alvo Segmenta Farmacêutica Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, é uma indústria farmacêutica. O objetivo da transação foi para Eurofarma Laboratórios Ltda oferecer aos seus clientes uma ampla e completa gama de medicamentos injetáveis, orais e genéricos, ampliando sua atuação no Brasil. Transação classificada como: STR e PRD.

39. A Hypermarchas citada anteriormente na transação 36 adquiriu 3 marcas de prescrição médica da Medley Industria Farmacêutica Ltda, localizada no Brasil,. As marcas adquiridas foram: Degedrat, Pridal & Lopigrel. O objetivo da transação foi para a Hypermarcha SA ampliar a sua presença no mercado de prescrição e complementar seu portfólio. Transação classificada como: PRD.

40. Novamente a Hypermarchas faz mais uma aquisição: a DPH Distribuidora de Produtos de Higiene Ltda, localizada em Sao Paulo, Brasil, que fabrica e distribui produtos de higiene e higiene bucal. O objetivo da transação foi para a Hypermarchas SA fortalecer seu portfólio no mercado de higiene bucal. Transação classificada como: STR.

41. Novamente a Hypermarchas adquire uma empresa focada na higiene bucal, a Comercial Maripa Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, que fabrica e distribui produtos de higiene e higiene bucal. O objetivo da transação foi para a Hypermarchas SA fortalecer seu portfólio no mercado de higiene bucal. Transação classificada como: STR.

42. Mais um alvo que foi adquirido pela Hypermarchas: a IPH & C Indústria de Produtos de Higiene e Cosméticos Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, que fabrica e distribui produtos de higiene bucal e higiene, fundada em 1985. O objetivo da transação foi para a Hypermarchas SA fortalecer seu portfólio no mercado de higiene bucal. Transação classificada como: STR.

43. O comprador Ache Laboratórios Farmacêuticos SA, sediado em São Paulo, Brasil, fabrica medicamentos de prescrição destinados ao consumo final, incluindo produtos de biotecnologia e antibióticos, foi fundado em 1965. Já o alvo Indústria Farmacêutica Melcon do Brasil Ltda, localizada em Anápolis, no estado de Goiás, Brasil, fabrica produtos farmacêuticos e de biotecnologia e foi fundado em 1965. O objetivo da transação foi para Ache laboratórios farmacêuticos entrar no segmento de medicamentos à base de hormônios particularmente de hormônios femininos, com aplicação no tratamento de câncer. Transação classificada como: PRD.

44. A Pfizer Inc., localizada em Nova York, fabrica e distribui produtos de prescrição farmacêuticos para humanos e animais. O grupo opera em três segmentos, o segmento de saúde humana, segmento de saúde do consumidor e segmento de saúde animal. A compradora foi fundada em 1849 e adquiriu o Laboratório Teuto Brasileiro SA, localizada em Goiás, Brasil, que fabrica produtos farmacêuticos, fundado em 1947. O propósito da transação foi para a Pfizer Inc reforçar a sua posição no Brasil e ter acesso ao amplo portfólio da Teuto, cerca de 250 produtos em mais de 400 apresentações diferentes (tipos de medicamentos). Pfizer Inc teve acesso também a distribuição em áreas rurais e áreas suburbanas no Brasil e a

oportunidade de registrar e comercializar dos produtos Teuto em diferentes mercados fora do Brasil. Transação classificada como: CMP, PRD, SYN e ESM.

45. A compradora Unimed Grande Florianópolis, localizada em Santa Catarina, Brasil, possui e opera um hospital; adquiriu um concorrente o SOS Cardio-Servicos Hospitalares SC, localizado em Santa Catarina, Brasil. O objetivo da transação foi para Unimed Grande Florianópolis ter um hospital moderno para servir mais de 270 mil clientes da Unimed. . Transação classificada como: EPM.

46. A Rede D'or adquiriu mais um hospital, o Hospital e Maternidade Assunção SA, localizado em São Paulo, Brasil, fundado 1972. O propósito da transação foi para a Rede D'Or ter uma presença em São Paulo. Transação classificada como: EXP.

47. A Rede D'or adquiriu o Grupo São Luiz, localizado em São Paulo, Brasil, o qual possui e opera hospitais. A empresa oferece uma ampla gama de serviços por meio de seus dois hospitais gerais e maternidade em São Paulo. O objetivo da transação foi para a Rede D'Or fortalecer suas operações hospitalares. Transação classificada como: STR.

48. O Laboratório Fleury, já citado anteriormente adquiriu a DI Serviços Médicos Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, operadora de laboratórios e hospitais. O objetivo da transação foi para o Fleury S.A. expandir sua presença no segmento de hospitais. Transação classificada como: CMP e EPM.

49. O comprador Hospital de Clínicas de Niterói Ltda, localizado no Rio De Janeiro, Brasil, é proprietário e operador do hospital, fundado em 1991; adquiriu o Pró-Cardíaco Pronto Socorro Cardiológico SA, situado em Rio De Janeiro, Brasil, outro hospital, fundado em 1959. O objetivo da transação foi para a Amil Participações SA reforçar o investimento e aumentar os serviços médicos oferecidos aos seus beneficiários, através de seu Hospital de Clínicas de Niterói Ltda. Transação classificada como: ISV e STR.

50. A Valeant Pharmaceuticals International Inc, com sede em Bridgewater, New Jersey, é um fabricante de produtos farmacêuticos. Suas marcas incluem Mestinon, Tasmar, Virazole, Dermatix e Kinerase, focado na neurologia e áreas terapêuticas de dermatologia, além de produzir medicamentos genéricos, de consumo e produtos cosméticos, foi fundada

em 1960. Comprou uma indústria cuja razão social não foi divulgada ao mercado, localizada no Brasil, e que fabrica produtos farmacêuticos sólidos, semi-sólidos e líquidos, operando 165 mil metros quadrados onde está instalada. O objetivo da operação foi o de permitir a Valeant Pharmaceuticals International Inc para expandir seus genéricos, produtos de marca, OTCs e produtos de dermatologia. Transação classificada como: STR.

51. A Valeant comprou mais uma empresa que também não foi divulgada o nome, localizada no Brasil, que fabrica produtos farmacêuticos e dermatológicos. O objetivo da operação foi permitir a Valeant Pharmaceuticals International Inc expandir seus genéricos, produtos de marca, OTCs e produtos de dermatologia. Transação classificada como: STR.

52. A Amil Assistencia Medica Internacional Ltda, localizada no Brasil, proporciona serviços de saúde e seguros, foi fundada em 1996; adquiriu a Assistência à Saúde Ltda, localizada em Natal, Brasil, também uma empresa de seguros e seguro saúde. O objetivo da transação foi alinhado com a estratégia da Amil para expandir na região Nordeste do Brasil. Transação classificada como: CMP, STR e EPM.

53. A Hypermarcas comprou Luper Indústria Farmacêutica Ltda, com sede em São Paulo, Brasil, fabricante de produtos farmacêuticos. Fabrica também reagentes de laboratório, produtos químicos, filtração e cromatografia, produtos de manipulação de líquidos e produtos biofarmacêuticos. A marca da empresa inclui Gastrol, Virilon, Dramavit, Blumel e Senareti, foi fundada em 1943. O objetivo da transação foi alinhado com a estratégia da companhia em adquirir marcas e ativos no setor farmacêutico. Transação classificada como: CMP e STR.

54. A Hypermarcas comprou a Facility Odontológica e Perfumaria Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, fabricante de produtos de higiene bucal e produtos de higiene. O objetivo da transação foi para a Hypermarcas fortalecer seu portfólio de cosméticos, produtos de higiene pessoal e descartáveis. Transação classificada como: CMP e STR.

55. A compradora Strides Arcolab Ltd, localizada em Bangalore, Índia, fabrica e distribui produtos farmacêuticos. A empresa atua em dois segmentos Pharma e CRAM. Seus produtos incluem medicamentos moles e duros, como gelatina, cápsulas, comprimidos, secos, molhados e injetáveis. Comercializa seus produtos na América do Sul e Central, Índia, África, Rússia, CIS, Ásia-Pacífico, Europa e na América do Norte, foi fundada em 1990. Já o alvo,

foi uma unidade da Aspen Pharmacare Holdings, localizada em Campos, Brasil, fabrica e distribui medicamentos de prescrição farmacêutica, produtos de marca e produtos de cuidados pessoais. O objetivo da transação foi fortalecer o licenciamento e contrato de fornecimento de produtos farmacêuticos. Além disso, da busca por uma alta margem de lucro, proveniente de produtos, tais como os esteroides, injeções de hormônio, drogas para o câncer e antibióticos complexos. Transação classificada como: CMP e STR.

56. A Hypernova Medicamentos Participações SA, com sede em São Paulo, é uma empresa que investe em empresas de produtos farmacêuticos; comprou a Neo Química, com sede em Goiás, Brasil, indústria de genéricos. O objetivo da transação foi a aquisição de novos ativos que oferecem oportunidades de crescimento orgânicos e captura de sinergias em várias áreas. Transação classificada como: CMP e ESM.

57. A empresa Amil, já citada anteriormente adquiriu também a Medial Saúde SA, com sede em São Paulo, Brasil, prestador de serviços de seguros de saúde. Oferece atendimento odontológico, diagnóstico, hospital, e serviços de plano de saúde em todo o país para o indivíduo e clientes corporativos. Possui 5 hospitais e 17 clínicas de saúde localizadas nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro e Brasília. A empresa foi fundada em 1961. O objetivo da operação foi se consolidar e aumentar a presença da Amil no mercado local. Transação classificada como: SYN e EPM.

58. A GP Capital Partners V LP é um fundo de *private equity*, gerido pela GP Investimentos Ltda; que adquiriu a Imbra SA, localizada São Paulo, Brasil, que fornece serviços de odontologia, implantes odontológicos, tratamento periodontal e ósseo, serviços de endodontia e próteses. O objetivo da transação foi financiar o plano de crescimento da Imbra SA. Transação classificada como: PEB.

59. A Farmoquímica SA é uma indústria de produtos farmacêuticos, com sede no Rio de Janeiro, Brasil. As marcas da indústria incluem Abrilar, Actifedrin, Adoless, Alendin 70, Annita, Axid, Colpistar, Cicatrene, Dimefor, Dequadin e Daraprimque, para servir a todos os tipos de clientes. A empresa foi fundada em 1932. Já o alvo é a Herbarium Laboratório Botânico Ltda que é uma indústria farmacêutica, com sede em Colombo, Brasil. As marcas da empresa incluem Bioslim, Geleia real, Alcachofra, Enerseng e Imunomax gel, fundada em

1985. A transação permitiu à compradora ampliar os produtos oferecidos. Transação classificada como: PRD.

60. A Coltene Holding AG, localizada em Duebendorf, na Suíça, fabrica, desenvolve e distribui produtos médicos e odontológicos. A empresa oferece uma gama de produtos descartáveis e ferramentas para dentistas e laboratórios odontológicos sob as marcas: Coltene e Whaledent. A gama de produtos inclui também respiração bacteriana e viral, filtros e acessórios tais como válvulas, tubos e conectores, descartáveis médicos como bombas, implantes, inaladores, frascos. Atua na Suíça, Alemanha, Holanda, Irlanda, República Checa, Hungria e EUA, a empresa foi fundada em 1835. Esta empresa comprou a Vigodent SA Indústria e Comercio, localizada no Rio de Janeiro, Brasil, que fabrica e distribui produtos médicas e dentais, fundada em 1943. O objetivo da transação para a Coltene Holding AG expandir sua posição na América Latina, considerado o maior mercado odontológico. Transação classificada como: EPG.

61. A compradora Chiltern International Ltd, localizada em Slough, Reino Unido, fornece serviços de pesquisa clínica e serviços de desenvolvimento. Oferece serviços de laboratório, desenvolvimento, recursos de pessoal, biometria, e serviços de assuntos médicos, foi fundada em 1982. Já o alvo Vigium, localizada em São Paulo, Brasil, oferece pesquisa clínica, gerenciamento de dados, serviços de uma variedade de áreas terapêuticas, em particular, doenças infecciosas, oncologia e doenças respiratórias, foi fundado em 1999. O objetivo da transação foi para Chiltern International Ltd. ampliar sua crescente presença na América Latina. Transação classificada como: EXP.

62. O comprador Grupo Diagnósticos da América (DASA), localizado em Barueri, Brasil, fornecedora de diagnóstico médico, serviços de laboratório, tais como exames de análises clínicas, diagnóstico por imagem, testes, oftalmologia e investigação clínica, foi fundada em 1961. Já o alvo é a Unidade Cearense de Imagem Ltda, localizada em Fortaleza, Brasil, também oferece serviços de diagnósticos. O objetivo da transação foi para a DASA expandir sua presença no Estado do Ceará. Transação classificada como: EPM.

63. A empresa Amil adquiriu a Medial Saúde SA, transação já citada anteriormente no item 57. O objetivo da operação era se consolidar e aumentar a presença da Amil no mercado local. Transação classificada como: SYN e EPM.

64. A DASA, grupo citado anteriormente, adquiriu também o Grupo Cedec, localizado no Brasil, o qual fornece serviços de imagens e de análises clínicas. O objetivo da transação foi ampliar a presença geográfica do grupo em 12 estados. Transação classificada como: STR.

65. A compradora UN Diagnósticos, localizada no Brasil, fornece serviços de saúde e seguro saúde; adquiriu a SAE Laboratórios, localizado em São Paulo, Brasil, que fornece serviços médicos e laboratoriais. O objetivo da transação foi para a compradora expandir sua escala e melhorar qualidade oferecida aos clientes. Transação classificada como: EPM.

66. A Semperit AG Investimentos, localizada em Viena, Áustria, fabrica e distribui borracha e produtos plásticos. Os produtos incluem produtos da linha médica como luvas, luvas de proteção, hidráulico, mangueira industrial, mangueiras, correias transportadoras, perfis de construção, peças moldadas industriais, corrimãos, tecnologia de teleférico e lençóis de borracha. A empresa atua em 18 locais na Europa, Ásia e América. A empresa foi fundada em 1824 e adquiriu aqui no Brasil a Fenix Comercio Exterior Ltda, localizada em São Paulo, Brasil, distribuidora de luvas médicas. O objetivo da transação foi para a Semperit AG Holding aumentar a sua participação de mercado no Brasil. Transação classificada como: EXP.

67. A Tempo Participações SA, localizada em São Paulo, Brasil, é administradora de planos de saúde, fundada em 2000. Adquiriu a Prevdonto, localizada em Salvador, Brasil, fornecedora de serviços de seguro odontológico. O objetivo da transação foi para a Tempo Participações SA expandir sua presença no Nordeste. Transação classificada como: EPM.

68. A Hypermarchas citada anteriormente adquiriu a Farmasa Laboratório Americano de Farmacoterapia SA que é uma empresa farmacêutica, com sede em São Paulo. A empresa desenvolve, fabrica, comercializa e vende OTCs e medicamentos prescritos. Os produtos da empresa são focados em ouvido, nariz e garganta, pediatria, ortopedia, gastroenterologia, ginecologia e dermatologia, fundada em 1935. O objetivo da transação foi para a Hypermarchas SA criar a maior empresa farmacêutica brasileira de medicamentos sem prescrição. Transação classificada como: EPM.

69. A compradora Koninklijke Philips Electronics NV, com sede em Amsterdã, na Holanda, é uma fabricante e distribuidora de produtos eletrônicos. Fabrica produtos

eletrônicos de consumo incluindo entretenimento doméstico, produtos e equipamentos da casa, produtos eletrônicos de saúde como para diagnóstico médico e monitoramento de imagens. Também é uma companhia do Grupo Philips, fundada em 1891. Já o alvo é a Dixtal Biomédica, localizada na São Paulo, Brasil que fabrica uma linha de eletrocardiógrafos, entre outros equipamentos médico-hospitalares. O objetivo da transação foi para a Koninklijke Philips Electronics NV fortalecer suas operações. Transação classificada como: SYN e STR.

70. A contraparte compradora Bureau Veritas SA, localizada no Neuilly-sur-Seine, França, oferece testes e serviços de inspeção. Os serviços incluem gestão de ativos, certificação, classificação, consultoria, inspeção / auditorias, testes, análise e treinamento, a empresa foi fundada em 1828. Já o alvo a Analytical Solutions SA é um de laboratório fornecedor serviços de análise, sediada no Rio de Janeiro, Brasil, com unidades em Minas Gerais, São Paulo e Rio Grande do Norte. O objetivo desta transação foi fortalecer a posição do Bureau Veritas SA na América Latina. Transação classificada como: EPG.

71. A compradora Odontoprev SA, localizada em São Paulo, Brasil, oferece serviços de saúde dental para indivíduos, bem como planos para clientes corporativos, sindicatos, seguro empresas e associações. A empresa oferece planos pré-pagos, planos odontológicos, plano dental pós-pago e atendimento odontológico em suas unidades próprias, foi fundada em 1987. Comprou a Care Plus Dental SC Ltda, localizada em Barueri, fornecedora de serviços dentais. O objetivo da transação foi para a Odontoprev SA para fortalecer a sua posição no segmento por meio de um novo portfólio de um concorrente. Transação classificada como: EPM.

72. A Odontoprev, já citada anteriormente também adquiriu a Biodent, sediada em Barueri, fornecedoras de serviços odontológicos. O objetivo da transação foi para a Odontoprev SA fortalecer a sua posição no segmento por meio de um novo portfólio, de um concorrente. Transação classificada como: EPM.

73. A NKB SA é operadora e proprietária de laboratórios médicos e hospitais. Adquiriu o Laboratório Especializado em Ginecologia Obstetrícia Ltda, localizado em São Paulo, Brasil, que oferece serviços, testes e diagnósticos para mulheres. O objetivo da transação foi para o Fleury reforçar a sua presença no o campo de diagnóstico de saúde. Transação classificada como: EPM.

74. O comprador Fleury, já citado anteriormente adquiriu também a Unidade Radiologia Paulista Clínica de Diagnostico Por Imagem, que é proprietária e operadora de clínicas e laboratórios, com sede em São Paulo, Brasil. O objetivo da operação foi reforçar a divisão da imagem de exames do Fleury S. A. , não só com a estrutura física, mas também com um corpo especializado de médicos. Transação classificada como: STR.

75. A Aspen Pharmacare Holdings Ltd, de Durban, África do Sul, fabrica, comercializa e distribui produtos farmacêuticos de prescrição, de marca e produtos de cuidados pessoais. Seus produtos incluem Aspen Lamzid para o tratamento de HIV / AIDS, Mybulen para o tratamento de leve a moderada dor, Eltroxin para pacientes com doenças de tireóide, Pharmapress para hipertensão, Stilpane para o tratamento de dor geral, Altosec para o tratamento de gastro-intestinal e úlceras e Tazobax para tratamento de várias infecções. Possui operações na África do Sul, Austrália, Brasil, México, Venezuela, Quênia, Tanzânia, Uganda, Maurício, Dubai, Alemanha e Hong Kong, a empresa foi fundada em 1986. Esta adquiriu a Strides Latina fabricante de roupas masculinas para uso médico, produtos farmacêuticos éticos, mais os OTCs e produtos nutracêuticos. Atua no Brasil com o Cellofarm e no México com o Solara, foi fundada em 2000. O objetivo desta operação era permitir a Strides Arcolab Ltd liberar recursos, provenientes de investimentos realizados no capital de giro das operações latino-americanas. Transação classificada como: OTH.

76. A DASA, já citada anteriormente adquiriu a Med Imagem Ultra-Sonografia, empresa especializada em diagnósticos médicos de imagem. O objetivo da transação foi alavancar a presença do grupo em regiões como Niterói e São Gonçalo. Transação classificada como: EPM.

77. A DASA, já citada anteriormente adquiriu a CientificaLab Produtos, empresa fornecedora de análises clínicas à rede pública. O objetivo da transação foi incluir o Grupo DASA na prestação de serviços ao setor público de saúde. Transação classificada como: EXP.

78. A distribuidora Profarama, já citada anteriormente adquiriu a Canoas Distribution Center, empresa responsável pela fabricação de fármacos destinados ao consumo final, incluindo produtos de biotecnologia e antibióticos. O objetivo da transação foi aumentar a presença da Profarma no sul do país, ampliando sua cobertura doméstica. Transação classificada como: EPM.

79. A contraparte compradora foi a Tyco Healthcare Group Ltd, que fabrica e distribui suprimentos médicos descartáveis, equipamentos de monitoramento, produtos cirúrgicos, dispositivos, instrumentos médicos e fármacos analgésicos sob as marcas Autosuture, Kendall, Mallinckrodt, Nellcor, Puritan Bennett, Syneture e Valleylab. Já o alvo foi a PolySuture Ind Com Ltda, empresa que fabrica fios para procedimentos cirúrgicos. Transação classificada como: STR.

80. A Medial Saúde, já citada anteriormente, adquiriu o Grupo Asmed, empresa que possui e opera centros de saúde. A aquisição é parte da estratégia da Medial Saúde S.A. acelerar seu crescimento. Transação classificada como: GEN.

81. A Pierre Fabre, localizada em Tarn, França, é proprietária e operadora de rede de farmácias; adquiriu a Darrown Laboratórios, que fabrica e distribui farmacêuticos. O objetivo da transação foi para a Pierre Fabre expandir sua presença no Brasil. Transação classificada como: EPG.

82. O grupo DASA, citado anteriormente adquiriu o Laboratório Loius Pasteur Ltda, empresa que faz análises clínicas e pesquisas. O objetivo da transação foi para a DASA aumentar suas receitas. Transação classificada como: GEN.

83. A Libbs Farmacêutica produz fármacos destinados ao consumo final, incluindo produtos de biotecnologia e antibióticos; adquiriu a Mayne Pharma do Brasil, indústria do mesmo segmento. O objetivo da transação foi ampliar a linha de produtos da Libbs Farmacêutica e oferta de serviços. Transação classificada como: CMP.

84. A compradora Glenmark Farmaceutica Ltda, fabrica medicamentos de prescrição, fármacos destinados ao consumo final, incluindo produtos de biotecnologia e antibióticos; adquiriu a marca Uni-Ciclo. O objetivo da transação foi ampliar os produtos oferecidos pela Glenmark. Transação classificada como: CMP.

85. A DASA, grupo que já foi citado anteriormente, adquiriu outro laboratório que realiza exames clínicos e de imagem, o Elkis & Furlanetto. O objetivo desta transação foi expandir a participação da DASA no mercado brasileiro. Transação classificada como: EXP.

86. A Glenmark Farmaceutica Ltda, citada anteriormente adquiriu os Laboratorios Klinger, fabricante de medicamentos de prescrição, fármacos destinados ao consumo final, incluindo produtos de biotecnologia e antibióticos. O objetivo foi expandir sua presença e operações no Brasil. Transação classificada como: EXP.

87. A Brasilor S.A produz e vende lentes; adquiriu a Optikot AS, indústria que também fabrica lentes. O objetivo desta transação foi adquirir seu concorrente. Transação classificada como: CMP.

4.2 Classificação por motivos

A própria Thomson classifica os motivos de acordo com a descrição da transação divulgada pelas partes, assessores e/ou mídia. As transações podem ser classificadas como demonstrado no quadro 7:

Quadro 7 - Classificação e consolidação de motivos pela Thomson Reuters

| Motivos | Código do Motivo | Transações |
|---|------------------|------------|
| Fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados primários | EPM | 20 |
| Permitir estratégias peculiares de cada transação | STR | 16 |
| Adquirir tecnologia dos competidores/ ativos estratégicos | CMP | 15 |
| Fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados secundários | ESM | 14 |
| Expandir presença em novos mercados | EXP | 12 |
| Expandir presença em novas regiões geograficamente | EPG | 6 |
| Criar sinergias, eliminar serviços/operações duplicados | SYN | 6 |
| Permitir a oferta de novos produtos e serviços | PRD | 5 |

| | | |
|---|-----|------------|
| Outros | OTH | 3 |
| Private Equity compra com estratégia de crescimento | PEB | 3 |
| Permitir estratégias adversas para obter vantagens em oportunidades de investimento | GEN | 2 |
| Incrementar o valor para o acionista | ISV | 1 |
| Total | | 103 |

Fonte: THOMSON REUTERS – acesso em 11/10/2013

Cada transação pode ter sido motivada por um ou mais motivos, por isso foram classificados 103 motivos para 87 transações. Porém pode-se notar que a maioria das transações foram motivadas para que a compradora fortaleça suas operações existentes e expanda sua presença nos mercados primários. Como no caso do Grupo Rede D'or quando adquiriu o Hospital Santa Luzia em 04/2012, Grupo conhecido por sua estratégia de crescimento através de aquisições. Atualmente o grupo possui 22 hospitais, provenientes de crescimento orgânico e aquisições de *players*.

Como segundo motivo mais mencionado pelas partes foram estratégias específicas de cada transação, como, por exemplo, a compra da Salbego Laboratorio Farmaceutico pelo Nipro Medical Ltda, em 09/2012, com o objetivo de fortalecer seus negócios no Brasil como indústria e distribuidora de equipamentos médicos e hospitalares.

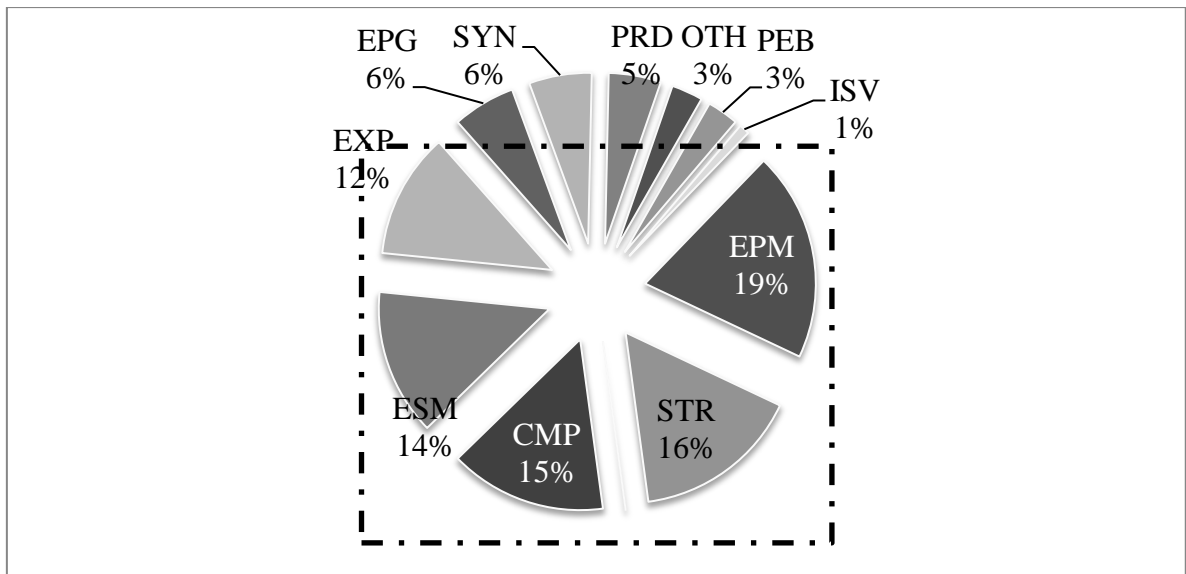
Em terceiro com 14% dos casos mencionados como vetor motivacional aparece a aquisição de tecnologia dos competidores e/ou ativos estratégicos. Motivo este que resultou na aquisição da LK Technology Importação pela Radiancy Inc em 07/2013.

Já fortalecer operações existentes e/ou expandir presença nos mercados secundários, assim como o Instituto Hermes Pardini Ltda buscou ao comprar o Laboratório Padrão S.A. em 07/2013, foi citado em 13,6% dos casos analisados.

Para completar praticamente 75% dos motivos que fazem com que as empresas busquem transações de F&A cabe mencionar a busca por expansão com 11,7% de citações. Assim como a compra da Salbego Laboratorio Farmaceutico pelo Nipro Medical Ltda, citada anteriormente.

A Figura a seguir apresenta de forma gráfica a participação percentual de cada um destes motivos nas transações que constituem a amostra analisada.

Figura 8- Motivos que impulsionam uma empresa a buscar um alvo ou uma associação



Fonte: elaborado pela autora

- EPM - Fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados primários
- STR - Permitir estratégias peculiares de cada transação
- CMP - Adquirir tecnologia dos competidores/ ativos estratégicos
- ESM - Fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados secundários
- EXP - Expandir presença em novos mercados

Estes motivos foram mencionados em 74,8% das transações estudadas, ou seja, em 77 casos (frequência acumulada).

Contudo, será descartado o motivo STR, pois este é bem específico de cada transação; não sendo possível encontrar características em comum para a elaboração de um modelo. Ou seja, não é possível agrupar características comuns a todas empresas que foram classificadas com este propósito por se tratar de um motivo peculiar de cada transação.

4.3 Características comuns provenientes dos principais motivos

De acordo com a pesquisa realizada, utilizaremos como base os motivos: EPM, CMP, ESM e EXP.

Nas transações em que o propósito era fortalecer as operações existentes e expandir presença no mercado primário (EPM) predominou a aquisição por alvos do mesmo segmento como hospitais comprando hospitais, laboratórios comprando laboratórios, assim por diante. E ainda nota-se a busca por expansão em outras regiões no Brasil, como por exemplo, a entrada em regiões como Centro-Oeste, Nordeste, entre outras. Faz sentido já que o objetivo é fortalecer suas operações e ainda crescer no mercado primário, mercado em que a empresa já atua: hospitais, laboratórios, operadoras de planos de saúde, seguradoras, entre outros.

Já ao analisar as transações que buscaram adquirir tecnologia dos competidores e ativos estratégicos (CMP), nota-se a entrada em novos segmentos de atuação, como por exemplo, uma indústria farmacêutica que adquire outras indústrias do mesmo setor, ou alguma linha de produção de algum medicamento específico que a mesma ainda não o faça. Outro tipo de transação comum neste grupo é a aquisição de carteiras de clientes, quando, por exemplo, um plano de saúde adquire outro. Esta transação pode incluir os ativos do alvo ou apenas as vidas seguradas, a depender da estratégia de crescimento do comprador.

Quanto ao grupo que motivou suas transações para fortalecer as operações existentes e expandir no mercado secundário (ESM), nota-se que a característica comum à quase todas as operações é a nacionalidade do comprador, empresas estrangeiras que desejam entrar no mercado brasileiro ou ainda expandir sua atuação no mesmo. Buscam empresas do mesmo segmento e são predominantemente operações *cross-border*. São consideradas operações que buscam expansão no mercado secundário, pois vão crescer nas regiões/ países considerados secundárias na atual atividade da Companhia.

E finalmente as transações que tinham como principal objetivo expandir presença em novos mercados (EXP) são predominantemente as que buscam aumentar sua presença no Brasil, porém atingindo mercados em que ainda não atuava, como por exemplo regionais ou ainda atendendo outros tipos de clientes como o setor público.

Foi elaborado um quadro resumo com as principais características em comum das transações que ocorreram motivadas pelos códigos EPM, CMP, ESM e EXP; conforme Quadro a seguir.

Quadro 8 - Características comuns dos alvos na pesquisa realizada

| Características dos alvos | Mesmo segmento de atuação | Atua em outras regiões do Brasil | Concorrentes | Segmentos/ linhas de produção que não atua / serviços que não oferece | Operações <i>cross-border</i> | Novos mercados |
|---------------------------|---------------------------|----------------------------------|--------------|---|-------------------------------|----------------|
| EPM | ✓ | ✓ | ✓ | ✗ | ✗ | ✗ |
| CMP | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| ESM | ✓ | ✗ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| EXP | ✓ | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | ✓ |

Fonte: elaborado pela autora

O quadro 8 demonstra que existem muitas características comuns aos alvos nas transações de F&A, e que na verdade a empresa compradora busca diversas características na empresa a ser adquirida.

4.4 Confronto da prática com a teoria

Os principais motivos para a realização de operações de F&A identificados nesta pesquisa estão em linha com a literatura sobre o assunto, conforme relacionado no referencial teórico. O motivo EPM (fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados primários) é citado por Gaughan (2007) como um dos motivos fundamentais para a F&A. As empresas que procuram expandir são confrontadas com uma escolha entre o crescimento interno orgânico e/ou crescimento por meio de fusões e aquisições. O crescimento interno pode ser um processo lento e incerto. Crescimento através de F&A pode ser um processo muito mais rápido, embora traga consigo suas próprias incertezas. As empresas podem crescer dentro de sua própria indústria ou podem expandir fora de sua categoria de negócios.

Quanto ao motivo STR (permitir estratégias peculiares de cada transação) é citado por Depamphilis (2010, pg. 06) ao defender que as operações de F&A podem ser usadas pelas empresas como um método rápido de se ajustar às mudanças externas e de realinhamento estratégico. Ou ainda por Camargos e Barbosa (2003, p.18) que salienta que os processos de fusões e aquisições constituem um método rápido da companhia crescer, inserir-se em

mercados, defender-se de aquisições não desejadas, aproveitar as oportunidades de investimento ou ainda dos participantes do processo lucrarem sobre os demais, de acordo com a estratégia da companhia.

Já o motivo CMP (adquirir tecnologia dos competidores/ ativos estratégicos), conforme defende Depamphilis (2010, pg. 10) pode ser usado como uma arma defensiva em relação a novas tecnologias e que desta forma os concorrentes, antigos detentores da nova tecnologia são afastados do mercado. De acordo com Johnson, Scholes e Whittington (2007, pg. 386) o quesito competição pode ser um motivador para a companhia buscar alvos. Em mercados estáticos e já maduros uma aquisição pode trazer apenas excesso de capacidade, contudo em mercados em ascensão pode-se, através das aquisições, limitar a capacidade de atuação dos concorrentes. O autor observa ainda que encerrar as atividades do alvo pode ser um motivo para aquisição o que reequilibraria a situação oferta e demanda em indústrias que possuem baixos níveis de concentração.

Segundo Gaughan (2007) uso de F&A para facilitar o crescimento ocorre quando uma empresa quer expandir para outra região geográfica, nacionalmente ou internacionalmente. Em muitos casos, pode ser mais rápido e menos arriscado expandir-se geograficamente por meio de aquisições do que através do desenvolvimento interno. Motivo citado pelo autor e apontado na pesquisa como ESM (fortalecer operações existentes/ expandir presença nos mercados secundários) e EXP (expandir presença em novos mercados).

Outro autor que cita como motivo o ESM é Bruner (2004, p.98) que defende que os motivos pelos quais as empresas buscam transações *cross-border* são diferentes dos relacionados nas transações domésticas. Estes motivos podem ser provenientes da exploração de imperfeições de mercado em outros países, como por exemplo, mão de obra e matéria-prima menos onerosas. Podem ser motivadas pelos ativos intangíveis como a marca, patentes e *know-how*, ou pela busca de redução de risco através da diversificação dos mercados atendidos pela empresa. Motivo este que é citado em outras pesquisas realizadas por Doukas e Travlos (1988), Markides e Oyon (1998) e Eckbo e Thorburn (2000).

O motivo EXP (expandir presença em novos mercados) é considerado pelos autores como diversificação, principal motivo na terceira onda de F&A, a era dos conglomerados. Inclusive Gaughan (2007, pg. 136) defende que a diversificação é definida pela atuação da empresa em um novo setor em que a mesma não atuava antes da transação de F&A. Já segundo Ray (2010) a busca por novos mercados é justificada pela criação de novas oportunidades de negócios e expansão de mercado através de F&A.

4.5 Avaliação preliminar de um ativo

A avaliação preliminar de um ativo é realizada inicialmente para que as contrapartes tenham um intervalo de valores que será ofertado para a contraparte vendedora para executar sua aquisição.

Conforme Damodaran (2002, p.1), todo ativo possui seu valor e o difícil não é calculá-lo, mas sim descobrir e mensurar as fontes deste valor. Todos os ativos podem ser avaliados, contudo cada caso é tratado de maneira diferente e ainda as informações necessárias para a elaboração da avaliação serão solicitadas de acordo com cada empresa, segmento e mercado em que a mesma atua.

Muitos executivos e sócios não sabem quanto vale sua empresa, porém a maioria acompanha os pares da companhia que são empresas do mesmo setor de capital aberto, ou seja, cujas ações são negociadas em bolsa. Utilizam muitas vezes o preço da ação de seus concorrentes como indicadores, que pode ser uma forma para mensurar sua companhia. Este, contudo não é necessariamente o melhor método para isso conforme cita Damodaran (2002, p.1).

Um dos serviços que é executado por um banco de investimento no mandato de F&A é elaborar uma avaliação para estimar o valor justo de mercado. O método mais utilizado atualmente pelo mercado é a análise do fluxo de caixa descontado (DCF) para calcular o valor presente líquido (VPL) do alvo. Este tem sido o método utilizado na avaliação há muitas décadas, a partir dos anos 60, com sua adoção pelo Banco Mundial na década de 60 (DAMODARAN 2002).

Contudo, para a realização de uma busca de potenciais contrapartes na base de dados do banco comercial não seria possível e nem viável a realização de um DCF. Para isso o mercado se utiliza de uma análise preliminar para obter uma aproximação do valor do alvo, chamada de avaliação relativa através de múltiplos.

Os múltiplos são utilizados para se comparar os valores de ativos semelhantes, (similares nos quesitos risco, taxa de crescimento, segmento de atuação) no mercado (bolsa de valores), com valores padronizados.

O múltiplo P/L (preço por lucro) é o mais conhecido, porém o múltiplo EV/EBITDA vem sendo cada vez mais utilizado no mercado de capitais. O múltiplo P/L é calculado pelo preço das ações dividido pelo lucro por ação. Já o múltiplo EV/EBITDA é calculado pelo EV

divido pelo EBITDA; o EV significa valor da empresa (*enterprise value*) que é calculado somando-se o valor de mercado da empresa (total de ações multiplicado pela cotação do papel) e a dívida líquida (empréstimos, debêntures e financiamentos, deduzido dos recursos disponíveis no caixa da empresa). Já o EBTIDA é a sigla para lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*), que é o resultado operacional da empresa antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização.

Para avaliar preliminarmente uma empresa do setor de saúde, pode-se tomar como base os múltiplos de transações passadas, conforme apresentados na Figura 9. Este levantamento de múltiplos de transações precedentes foi realizado na base de dados do DealWatch, já citada anteriormente.

Figura 9 - Múltiplos de transações precedentes no setor de saúde

| País | Tipo de Transação | Sector | Quantidade de transações (06/1999 a 09/2013) | Múltiplo EV/EBITDA (média) |
|--------|-------------------|------------------------------------|--|----------------------------|
| Brasil | F&A | Saúde e lojas de cuidados pessoais | 43 | 14,47 |
| | | Saúde e assistência social | 101 | 7,58 |
| | | Hospitais e serviços de saúde | 68 | 7,01 |

Fonte: DEALWATCH – acesso em 11/10/2013

Este método de avaliação preliminar, através do múltiplo EV/EBITDA do setor de saúde foi utilizado no modelo de prospecção.

4.6 Transações precedentes de Companhias abertas

Para prosseguir com a pesquisa de tamanho de *deals* que ocorreram neste setor, foi elaborado um levantamento das aquisições efetuadas por companhias de capital aberto. As empresas deste setor que atualmente são negociadas em bolsa de valores são:

- **Brasil Pharma:** segundo a própria empresa é uma das maiores Companhias do setor de varejo farmacêutico no Brasil; possui uma rede composta por 1.160 lojas próprias e franquias, com presença nacional. Em 30 de junho de 2013, as operações próprias consolidavam uma rede de 727 drogarias. As lojas operam sob as bandeiras Big Ben, Guararapes, Drogaria Rosário Distrital, Sant'Ana e Mais Econômica, cada qual com média de 35 anos de atuação no mercado. Já as franquias operam exclusivamente sob a marca Farmais. Em 30 de junho de 2013, as franquias Farmais contavam com 433 lojas, concentradas, majoritariamente, na região Sudeste, sendo São Paulo o Estado mais representativo, com 254 lojas (BRASIL PHARMA, 2013).
- **Cremer:** fundada em 1935, é uma das fornecedoras líderes de produtos para cuidados com a saúde nas áreas de primeiros socorros, cirurgia, tratamento e higiene. A companhia acredita que sua sólida posição no mercado de produtos têxteis e adesivos para a saúde resulta da combinação de produtos de qualidade superior com uma marca reconhecida, bem como de seu canal de vendas diretas, suportado por um *call center* com tecnologia de ponta, e por sua cobertura nacional de distribuição, os quais, a Companhia acredita, lhe coloca em uma posição única em seu setor (CREMER, 2013).
- **DASA:** segundo a própria, é a maior empresa prestadora de serviços de medicina diagnóstica da América Latina, oferecendo mais de três mil tipos de exames de análises clínicas e diagnósticos por imagem. No segmento de análises clínicas, as amostras são coletadas nas mais de 500 unidades de atendimento e analisadas em 10 laboratórios centrais (Núcleos Técnicos Operacionais). Já no segmento de diagnósticos por imagem, os exames são avaliados e laudados por médicos, de acordo com a especialidade. A companhia tem ampliado sua presença no país por meio de expansão orgânica, complementada pelas aquisições de empresas no setor. Como resultado, a DASA detém atualmente 25 marcas distintas, presentes em 12 estados brasileiros e no Distrito Federal. Mas, sua atuação é ainda maior, já que além das unidades próprias, a DASA presta serviços de apoio para cerca de cinco mil laboratórios em todo o Brasil, por meio da marca Alvaro, e opera para o Setor Público, por intermédio da marca CientíficaLab (DASA, 2013).

- Fleury: O Grupo Fleury se considera um dos mais tradicionais de medicina e saúde do País, com 87 anos de existência, referenciado pela comunidade médica e pela opinião pública por sua excelência em serviços ao cliente, inovação e qualidade técnica. Possui um portfólio de aproximadamente 3,5 mil testes em 37 diferentes áreas diagnósticas. Além de exames de análises clínicas e de anatomia patológica, de vários graus de complexidade, realiza diagnósticos por imagem e diagnósticos em diferentes especialidades médicas como, por exemplo, cardiologia, gastroenterologia, ginecologia, medicina materno-fetal, neurologia, oftalmologia, otorrinolaringologia, pneumologia, urologia, aconselhamento genético, endocrinologia, hematologia e imunorreumatologia. Em 2012, foram cerca de 53 milhões de exames realizados e 9 milhões de clientes, atendidos por mais de 9,5 mil colaboradores e 1,6 mil médicos (FLEURY, 2013).
- Odontoprev: de acordo com a própria companhia, foi fundada em 1987 por um grupo de cirurgiões-dentistas com o objetivo de oferecer soluções completas e de alta qualidade em assistência odontológica. O Grupo hoje é formado por diversas empresas e marcas de produto, tais como OdontoPrev, Bradesco Dental, Prívian, OdontoServ, Rede Dental, Prontodente, DentalCorp e Sepao. Com mais de 45 mil clientes corporativos e cerca de 6 milhões de beneficiários, o Grupo é líder do segmento de assistência odontológica há mais de 10 anos e possui atualmente a maior operação da América Latina. Está presente em cerca de 2 mil municípios de todas as regiões do país e conta com mais de 25 mil cirurgiões-dentistas credenciados (ODONTOPREV, 2013).
- Profarma: segundo a própria companhia é uma das principais distribuidoras atacadistas de produtos farmacêuticos do Brasil, destacando-se por apresentar a maior taxa de crescimento de 13,1% de taxa anual composta de receita operacional bruta nos últimos cinco anos. A Companhia apresenta uma participação de mercado da ordem de 8,6% do mercado de vendas de produtos farmacêuticos para drogarias (2T13), com base em dados fornecidos pela IMS Health. Há 51 anos, a atividade da Companhia consiste na distribuição de produtos farmacêuticos, higiene pessoal e cosméticos para drogarias e hospitais, otimizando custos e oferecendo serviços de valor agregado para a

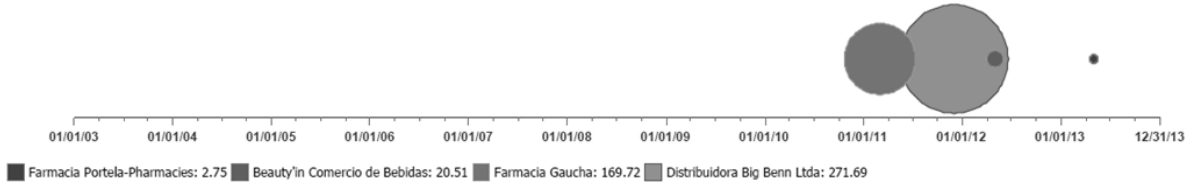
cadeia de distribuição do setor. A Companhia comercializa aproximadamente 18 milhões de unidades por mês, atendendo cerca de 31 mil pontos de venda, de um total de aproximadamente 55.500 existentes no Brasil (PROFARMA, 2013).

- Qualicorp: se considera uma das líderes no Brasil na administração, gestão e vendas de planos de saúde coletivos, empresariais e coletivos por adesão, e presta serviços em saúde, atendendo mais de 4,5 milhões de beneficiários. A Companhia foi constituída em 1997 com o objetivo de ampliar o acesso da população à assistência médica privada, à saúde com qualidade, preços e condições favoráveis. A Companhia presta serviços de contratação, comercialização e administração de benefícios em saúde, consultoria de gestão de benefícios em saúde, serviços de administração terceirizada (TPA) e de tecnologia de informação aplicada à assistência à saúde (QUALICORP, 2013).
- Raia Drogasil: de acordo com a própria companhia foi fundada em 2011 como um dos dez maiores grupos varejistas do Brasil. Com R\$ 4,7 bilhões de faturamento, a empresa adota uma estratégia de negócio diferenciada, com duas bandeiras distintas (Droga Raia e Drogasil) e grande potencial de sinergias e economia de escala. A rede cresce de maneira orgânica, com abertura de novas lojas, e também através de aquisições quando oportuno. Desde 2007 foram inauguradas 446 lojas, um acréscimo significativo em comparação às 331 lojas existentes no final de 2006 (RAIA DROGASIL, 2013).

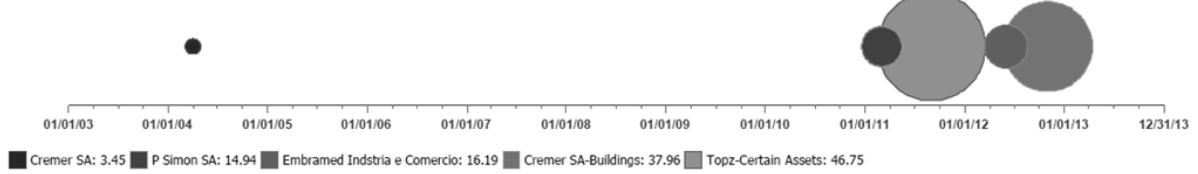
A pesquisa foi realizada base de dados do DealWatch, já citada anteriormente. A Figura a seguir demonstra o tamanho das transações de F&A que ocorreram entre 2003 e 2013; entre as empresas de capital aberto do setor de saúde e as empresas adquiridas (em milhões de dólares).

Figura 10 - Tamanho das transações de F&A realizadas por companhias abertas de 2003 a 2013

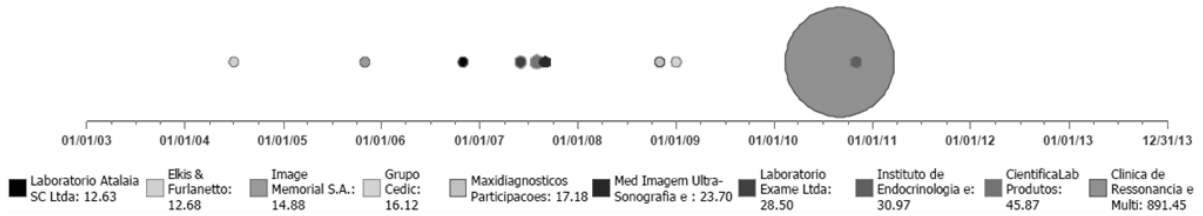
Brasil Pharma



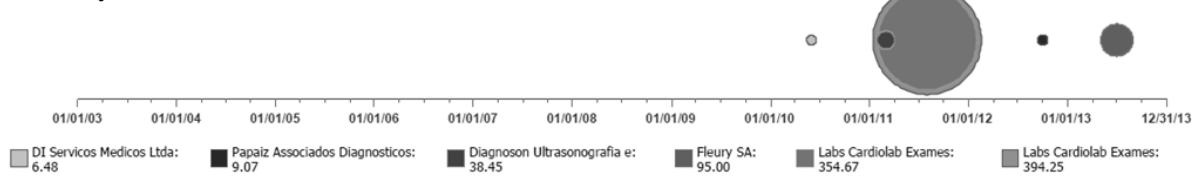
Cremer



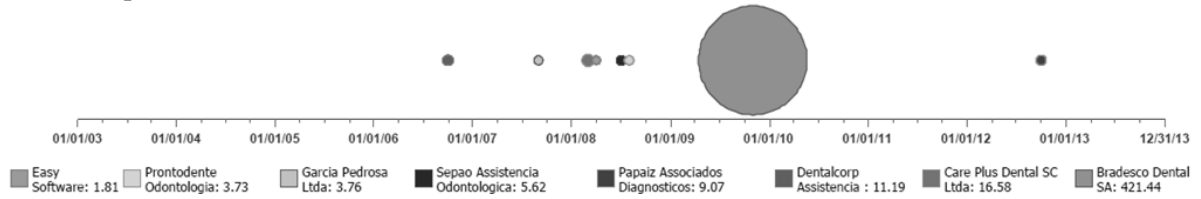
Dasa



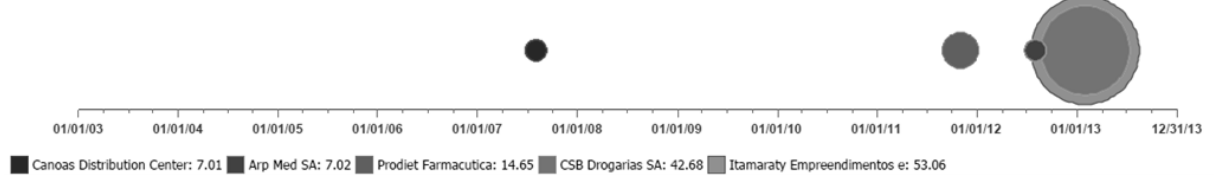
Fleury



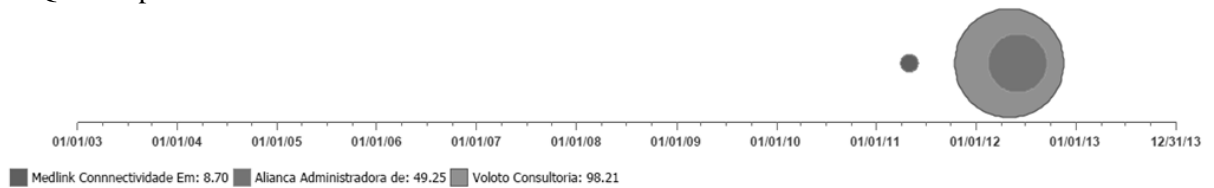
Odontoprev



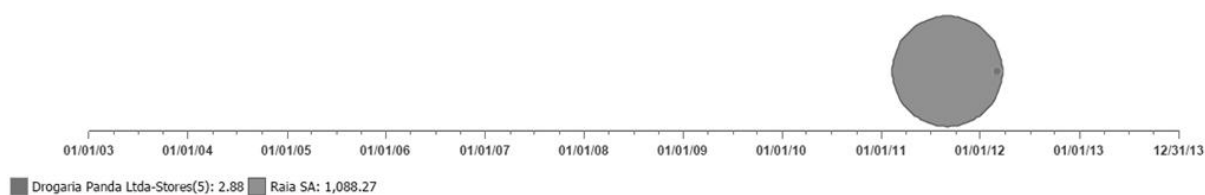
Profarma



Qualicorp



Raia Drogasil



Fonte: DEALWATCH – acesso em 11/10/2013

Pode-se notar que a quantidade e os valores das transações de F&A aumentaram nos últimos anos, porém cada segmento no setor de saúde possui sua faixa de valores de *deal*, conforme demonstrado no Quadro a seguir.

Quadro 9 - Análise das transações de F&A realizadas por companhias abertas de 2003 a 2013

| Companhia | Valor da transação (milhões de US\$) | Média | Mediana | considerando múltiplo EV/EBITDA 7,01 | |
|---------------|--------------------------------------|-------|---------|--|--|
| | | | | EBITDA do alvo - US\$ milhões (ref. Média) | EBITDA do alvo - US\$ milhões (ref. Mediana) |
| Brasil Pharma | 2,8 | 116,2 | 95,1 | 16,6 | 13,6 |
| | 20,5 | | | | |
| | 169,7 | | | | |
| | 271,7 | | | | |
| Cremer | 3,5 | 23,9 | 16,2 | 3,4 | 2,3 |
| | 14,9 | | | | |
| | 16,2 | | | | |
| | 38,0 | | | | |
| | 46,8 | | | | |
| DASA | 12,6 | 109,4 | 20,4 | 15,6 | 2,9 |
| | 12,7 | | | | |
| | 14,9 | | | | |
| | 16,1 | | | | |
| | 17,2 | | | | |
| | 23,7 | | | | |
| | 28,5 | | | | |
| | 31,0 | | | | |
| | 45,9 | | | | |
| | 891,5 | | | | |
| Fleury | 6,5 | 149,7 | 66,7 | 21,3 | 9,5 |
| | 9,1 | | | | |

| | | | | | |
|--------------------------------|--------|--------------|-------------|-------------|------------|
| | 38,5 | | | | |
| | 95,0 | | | | |
| | 354,7 | | | | |
| | 394,3 | | | | |
| Odontoprev | 1,8 | 59,2 | 7,3 | 8,4 | 1,0 |
| | 3,7 | | | | |
| | 3,8 | | | | |
| | 5,6 | | | | |
| | 9,1 | | | | |
| | 11,2 | | | | |
| | 16,6 | | | | |
| | 421,4 | | | | |
| Profarma | 7,0 | 24,9 | 14,7 | 3,5 | 2,1 |
| | 7,0 | | | | |
| | 14,7 | | | | |
| | 42,7 | | | | |
| | 53,1 | | | | |
| Qualicorp | 8,7 | 52,1 | 49,3 | 7,4 | 7,0 |
| | 49,3 | | | | |
| | 98,2 | | | | |
| Raia Drogasil | 2,9 | 545,6 | 545,6 | 77,8 | 77,8 |
| | 1088,3 | | | | |
| Média/ Mediana do total | | 135,1 | 34,8 | 19,3 | 5,0 |

Fonte: DEALWATCH – acesso em 11/10/2013

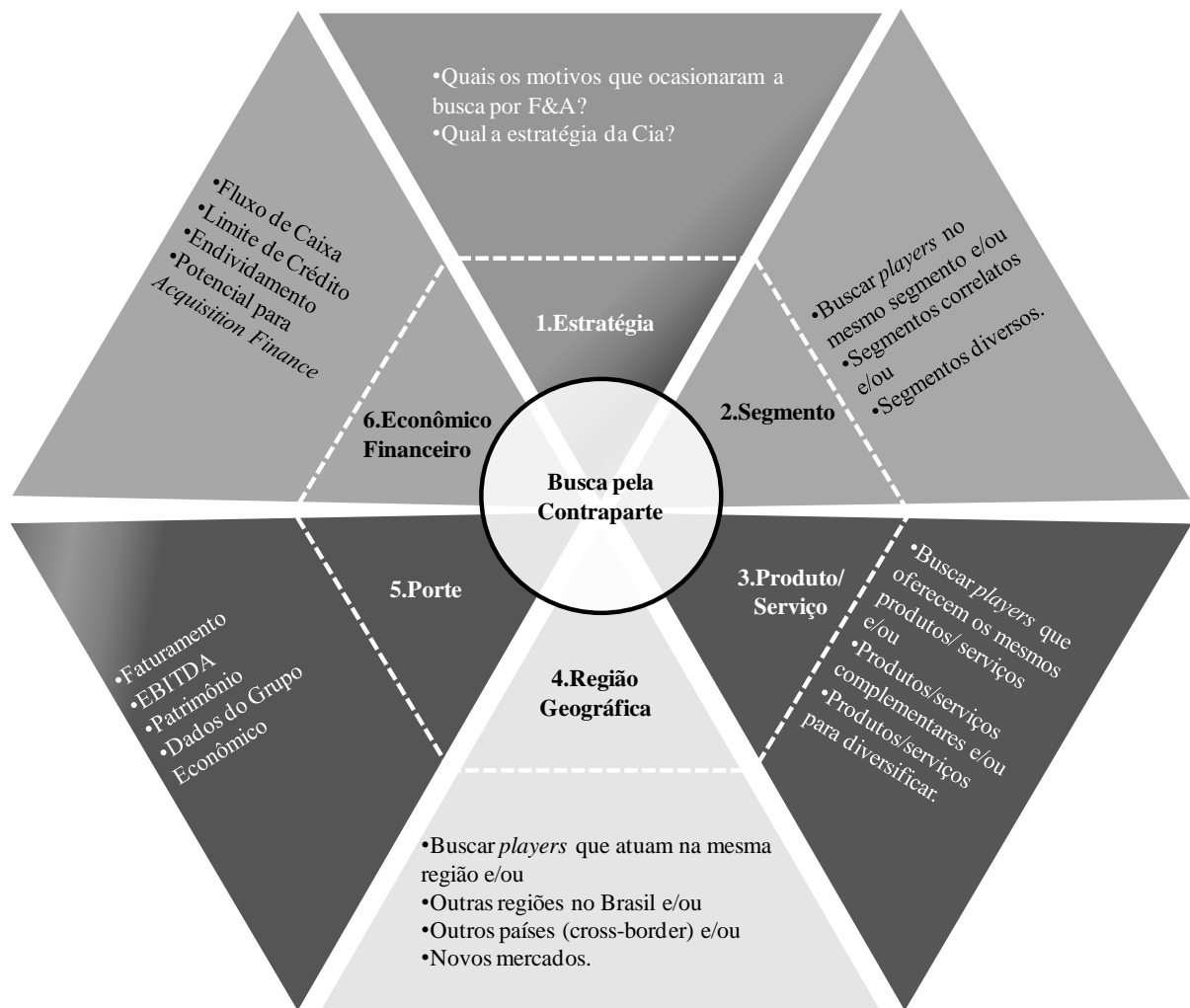
Com os dados acima e considerando o múltiplo EV/EBITDA do setor de saúde das transações precedentes do setor de saúde no segmento de serviços (7,01) pode-se calcular aproximadamente o EBITDA médio dos alvos adquiridos pelas empresas de capital aberto. Por exemplo, as transações da Brasil Pharma tiveram em média o valor de US\$ 116,2, logo o EBITDA médio dos alvos foi de $116,2 / 7,01 = 16,6$ milhões de dólares. Para se ter um intervalo, foi calculado também o EBITDA do alvo pelo valor de transação mediano $95,1 / 7,01 = 13,6$ milhões de dólares. Logo o EBITDA dos alvos que a Brasil Pharma comprou está em média entre 13,6 e 16,6 milhões de dólares.

Este cálculo do EBITDA foi elaborado para todas as empresas de capital aberto, servindo de parâmetro no modelo de prospecção, para buscar alvos através dos valores de EBITDA.

5 A elaboração do modelo

Para a elaboração de um modelo de busca de contrapartes estratégicas utilizou-se as características comuns nas transações históricas levantadas anteriormente, responsáveis por 75% das transações no setor de saúde; o intervalo médio do EBITDA do alvo calculado com base nas transações precedentes no setor; tamanho das transações executadas por empresas de capital aberto no setor; as informações disponíveis em um cadastro de clientes no Banco Comercial e ainda a experiência desta pesquisadora na área (assessora de fusões e aquisições). Uma representação gráfica do modelo é apresentado na Figura abaixo:

Figura 11 - Modelo para a busca da contraparte, elaborado pela autora



Fonte: elaborado pela autora

- Etapa 1 – Identificação da Estratégia

O modelo elaborado deve ser usado iniciando-se pela Estratégia. Esta deverá ser identificada e em entrevista com o cliente, seja este parte compradora ou vendedora. O modelo pode ser utilizado tanto para buscar alvos quanto potenciais compradores. Deve-se conhecer qual é a estratégia da Companhia e porque se pretende, através de uma transação de F&A atingi-la.

Com a estratégia identificada e de conhecido os motivos que levaram a Companhia buscar um alvo ou um comprador, é possível com o auxílio do Quadro 8, que retrata os motivos que mais proporcionaram transações de F&A, filtrar empresas potenciais compradoras/vendedoras. Este filtro só será realizado após a identificação do motivo para vender ou para comprar uma empresa.

- Etapa 2 – Busca por segmentos

Após a definição do(s) motivo(s) é possível saber se a busca será realizada no mesmo segmento, em segmentos correlatos ou ainda em outros segmentos para buscar a diversificação. Os segmentos no setor de saúde podem ser divididos principalmente em: Laboratórios, Hospitais, Planos de Saúde, Distribuidoras e Indústrias. A definição do item dois do modelo é realizada neste momento.

- Etapa 3 – Busca por produtos e serviços

Quanto a etapa três do modelo, o produto/ serviço é a definição ainda dependente da estratégia da Companhia e do motivo que proporcionou a busca pela contraparte. Por exemplo, pode ter sido definido que a companhia que é uma distribuidora de medicamentos para o varejo (farmácias) deseja buscar alvos que sejam distribuidoras de medicamentos para hospitais, clínicas e profissionais da saúde. Logo a compradora e o alvo são do mesmo segmento, distribuição, porém deseja ampliar sua atuação e distribuir também para outras pontas.

- Etapa 4 – Busca por região geográfica

Já a questão da região geográfica, é a quarta etapa do modelo, que após a identificação do segmento e produto, deve-se entender a partir do motivo e da estratégia, para onde a empresa gostaria de expandir sua atuação ou até mesmo entrar em um novo mercado, podendo ser nacionalmente ou internacionalmente.

- Etapa 5 – Filtro por porte

A etapa cinco consiste de um filtro mais aprofundado, que requer acesso ao cadastro do banco comercial para fazê-lo, pois são necessárias informações mais restritas de cada potencial alvo ou comprador, como por exemplo o faturamento, EBITDA, patrimônio, dados do grupo econômico. Com posse destas informações seria possível identificar preliminarmente se o possível alvo possui o tamanho que a contraparte deseja adquirir ou ainda se o comprador e seu grupo econômico possuem tamanho para adquirir a contraparte.

- Etapa 6 – Filtro Econômico Financeiro

Na última etapa, a sexta, é feito mais um filtro para a busca de potenciais contrapartes, com informações também disponíveis no cadastro do banco comercial, como o fluxo de caixa da companhia, limite de crédito, o endividamento. Todos estes pontos estão relacionados com a saúde financeira da companhia, para saber se a mesma possui perfil comprador, por exemplo, baixo endividamento e se a maior parte está concentrada no longo prazo, e ainda se há limite de crédito no banco comercial aprovado e se esta poderia ter acesso à uma linha de crédito específica para adquirir outra empresa, chamada de *acquisition finance*.

O modelo elaborado é abrangente, ou seja, pode ser usado tanto na busca de contrapartes como alvos ou compradores, a depender do seu objetivo será interpretado de uma maneira diferente.

5.1 Teste de aplicação do modelo desenvolvido





Para aplicar o modelo desenvolvido, foi utilizada como teste uma empresa nacional distribuidora de equipamentos e suprimentos médicos, que deseja vender 50% de sua companhia para um *player* estratégico. Ao aplicar o modelo deve-se buscar potenciais compradores que atendam aos seguintes critérios:





- Estratégia: buscar um *player* estratégico para comprar no secundário 50% da companhia, com o objetivo de dar saída a um dos sócios. Porém a transação deverá possibilitar a continuidade do negócio e rentabilidade para o sócio remanescente.
- Segmento: mesmo segmento de atuação, ou seja, distribuidor de equipamentos, suprimentos hospitalares para clínicas, hospitais e prestadores de serviço na área de saúde. As compradoras podem ser distribuidoras de outros segmentos, como distribuidoras farmacêuticas. A contraparte vendedora não deseja sócios de outros segmentos, como hospitais, operadoras de planos de saúde e outros.
- Produtos/ Serviços: devem distribuir materiais, equipamentos, medicamentos para hospitais e clínicas.
- Região geográfica: a compradora poderá atuar na mesma região ou em outra no mercado brasileiro.
- Porte: a compradora/ a empresa deverá ter no mínimo o mesmo porte, faturamento e/ou patrimônio.
- Situação Econômico-Financeira: possuir limite de crédito vigente, endividamento compatível com o setor, possuir limite disponível para solicitar uma precificação de *acquisition finance* (linha de financiamento de longo prazo que os bancos oferecem para compra de empresas), e capacidade de geração de caixa.





Em observância ao sigilo bancário, foram selecionados potenciais compradores abaixo apenas considerando os quatro primeiros itens (estratégia, segmento, produtos/serviços e região geográfica) e utilizando informações públicas nos sites das próprias empresas, associações de distribuidoras e sites do setor de saúde.





Foi realizada uma busca por distribuidoras, o que resultou numa lista de mais de 50 empresas. Foi aplicado o modelo desenvolvido e foram encontradas 16 potenciais compradoras, um universo bem mais restrito, apresentadas no Quadro 10:

Quadro 10 - Seleção de potenciais compradores aplicando o modelo elaborado

| Potencial Investidor | Breve Descritivo | Potenciais razões pelo interesse |
|---|--|--|
|  | <ul style="list-style-type: none"> •A Profarma é uma empresa de capital aberto e um dos principais distribuidores atacadistas de produtos farmacêuticos do Brasil. Sua atividade consiste na distribuição de produtos farmacêuticos, higiene pessoal e cosméticos. •Concluiu duas aquisições, Prodiel, em 2011, no segmento da distribuição hospitalar (público e privado) e ArpMed, em 2012, no segmento de venda de medicamentos especiais, de alto valor agregado. | <ul style="list-style-type: none"> •Expansão de setores de atuação •Complementaridade dos produtos distribuídos |
|  | <ul style="list-style-type: none"> •O Grupo Elfa é composto por empresas do segmento de saúde com experiência de mais de 20 anos de mercado •Atua na distribuição, importação de materiais cirúrgicos e comercialização de materiais para OPME, medicamentos atacadistas e varejistas, além de dar início à atividade hospitalar e com planos de futuramente iniciar exportações. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos |
|  | <ul style="list-style-type: none"> • A SóQuímica Laboratórios atua na distribuição, importação e exportação de medicamentos, produtos hospitalares e odontológicos, saneantes, nutrição, diagnóstico, curativos e profilaxia. •Compõe o grupo a SóDrogas Distribuidora de Medicamentos e Materiais, que foi fundada em 2008 Localizada em Goiânia-GO, atende clientes em diversas cidades do Brasil e atua no atendimento de empresas do setor público e privado como prefeituras, hospitais, secretarias e outros. | <ul style="list-style-type: none"> •Expansão de setores de atuação •Complementaridade dos produtos distribuídos |
|  | <ul style="list-style-type: none"> •A Cortexmed realiza logística e distribuição para quatro grandes marcas Johnson & Johnson (Codman, Cordis, Depuy Spine e Ethicon) nos procedimentos cirúrgicos eletivos e emergenciais em todo o Rio de Janeiro e São Paulo. •Distribui produtos utilizados nas cirurgias de crânio, coluna e neurovascular. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação |

| | | |
|--|---|--|
| | <ul style="list-style-type: none"> •Clientes: diretos (médicos, hospitais e convênios) e indiretos (pacientes). | |
|  <p>lifesaver Lifetex Ind. Com. Ltda.</p> | <ul style="list-style-type: none"> •Empresa com sede no Rio de Janeiro que distribuiu diversos produtos utilizados em procedimentos cirúrgicos. •Atua em 3 linhas: <ul style="list-style-type: none"> •Linha Commodities: campos cirúrgicos, aventais, camisolas, máscara,s sapatilhas, toucas e outros; •Linha Plus Estéril: aventais cirúrgicos, campos cirúrgicos e kits cirúrgicos; •Linha Plus Não Estéril: Wraps. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação |
|  <p>Medilar PROD. MED. HOSPITALARES S/A</p> | <ul style="list-style-type: none"> •A Medilar atua no mercado de distribuição de medicamentos, materiais hospitalares, nutrição clínica e soros. •A sede da empresa está situada em Vera Cruz, região central do RS e, em Porto Alegre, conta com o um novo Centro de Distribuição. •Na linha de produtos hospitalares revende: produtos descartáveis, aparelhos e acessórios. •Na linha de materiais relacionados a cirurgias e dispositivos médicos: telas para reparo de hérnias, cobertura para tratamento de feridas, itens periféricos e de coronárias, cateteres especiais, produtos para anestesia, inala terapia, cardiologia, gasoterapia e resgate. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação |
|  <p>ProSurg EVOLUÇÃO CIRÚRGICA</p> | <ul style="list-style-type: none"> •A Prosurg mantém unidades de negócios em todo o estado do Paraná com sua sede em Curitiba. •Distribui produtos de 4 fornecedores: BARD, Autosuture, Covidien e Valleylab. • Fornece produtos utilizados em cirurgia em geral, acessórios, equipamentos e acesso vascular. • Clientes: instituições e profissionais de saúde. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação |
|  <p>DIMASTER DEM. DE PROD. HOSPITALARES LTDA.</p> | <ul style="list-style-type: none"> •A Dimaster Comércio de Produtos Hospitalares Ltda, iniciou suas atividades em 1998 localizada no município de Barão de Cotegipe região norte do estado do Rio Grande do Sul. •A empresa trabalha com a comercialização e a distribuição de medicamentos e materiais hospitalares de uso humano e operacionaliza suas ações com a compra direta dos produtos junto aos Laboratórios produtores e na venda a entidades privadas e públicas através de processos licitatórios e vendas. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação |

| | | |
|---|---|--|
|  | <ul style="list-style-type: none"> •A Distribuidora Moura foi fundada em 1986 em Vitória – Espírito Santo. •Principais produtos: perfumaria, hospitalar e genéricos. •Grupo Jomargil: distribuidora de produtos farmacêuticos e hospitalares Moura, Drogaria Santa Helena e Jomargil distribuidora. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação(RS) |
|  | <ul style="list-style-type: none"> •Com mais de três décadas de história, o Grupo Cimed, composto pelas empresas Cimed Farmacêutica, Neckerman Indústria Farmacêutica, Tec Color, Comece pela Cor, Predileta, Instituto Claudia Marques de Pesquisa e Desenvolvimento (ICM P&D), Nutracom, Voxx Racing Team e Indústria de Embalagens Claudia Marques (IECM), continua crescendo através de aquisições. •A linha hospitalar da Cimed atende com excelência a mais de 250 clientes no Brasil (sede SP): hospitais públicos e privados, secretarias de saúde e prefeituras que, por meio de licitações, compram os medicamentos. •Produtos: medicamentos, genéricos, medicamentos para hospitais, cosméticos e nutrição. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos |
|  | <ul style="list-style-type: none"> •Em 1977, constatando-se o grande número de pequenos e médios distribuidores existentes e a grande dificuldade logística em atendê-los, o fundador da empresa foi convidado pela diretoria da BD a fundar a CBS, visando horizontalizar as vendas. •É uma das maiores empresas no ramo atacadista e distribuidora da linha de produtos médicos hospitalares. Atende todo o território nacional e Mercosul (Sede em SP). •Distribuidor oficial dos produtos Alcon e Ciba Vision. •Distribui produtos BD e 3M. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos |
|  | <ul style="list-style-type: none"> •Com mais de 50 anos de tradição, atua no Brasil através de revendedores (sede SP). Distribui equipamentos utilizados em cirurgias ortopédicas. •Linha de produtos diversificada, com produtos utilizados em diferentes tipos de cirurgias: coluna, artroscopia, acessórios, trauma, prótese joelho, prótese quadril. •Principais fornecedores: Medicea, Summit Medical, EOS, Orthomed, Marquardt, SoPlus, Vomed, Grupo Lepine, Ortho Select, Bema, entre outros. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação |

| | | |
|---|--|---|
|  | <ul style="list-style-type: none"> •Fundada em 1977, em Curitiba, a Distribuidora de Medicamentos ANBFARMA atua nos estados do Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul. •Distribui mais de 10.000 itens entre os Canais Farma e Hospitalar. •No Canal Hospitalar (ANB Hospitalar) distribui uma linha de produtos (produtos de referência, oncologia e genéricos) direcionados para o atendimento de Hospitais, Clínicas e Licitações. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação (Região Sul) |
|  | <ul style="list-style-type: none"> •A Millenium Comercial atua na distribuição de produtos farmacêuticos no Espírito Santo e Rio de Janeiro. •Hoje atende 5.000 clientes com a venda de medicamentos e produtos hospitalares, provenientes de mais de 80 fornecedores. | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação (ES, RJ) |
|  | <ul style="list-style-type: none"> • A Servimed atua há 40 anos no segmento de distribuição atacadista. •Localizada em Bauru no centro do estado de São Paulo, a Servimed é um dos principais distribuidores logísticos do país no segmento Farmacêutico, Hospitalar e Supermercadista. •No portfólio de produtos da Servimed constam aproximadamente 13.000 itens, divididos entre Medicamentos e Linha de Consumo. •Medicamentos: RX's, OTC's, Genéricos e Similares. •Consumo: Higiene Pessoal, Perfumaria, Cosméticos, Dermocosméticos, Correlatos, Alimentos (Light, Diet e Candies). | <ul style="list-style-type: none"> •Complementaridade dos produtos distribuídos •Expansão das regiões de atuação |
|  | <ul style="list-style-type: none"> •O Grupo Comprofar é composto por empresas de diversos segmentos de distribuição de medicamentos, farmácias, entre outros. • Dentre suas empresas está a Extrafarma que atua no ramo de distribuição de medicamentos, com ênfase em produtos oncológicos, atende o segmento hospitalar e a administração pública federal, estadual e municipal. Possui matriz em Vitória e uma filial em Brasília – DF. | <ul style="list-style-type: none"> •Expansão de setores de atuação •Complementaridade dos produtos distribuídos |

Fonte: elaborado pela autora

Ressalta-se que o modelo utilizado buscou potenciais interessados em adquirir uma participação de 50% em uma distribuidora de medicamentos. Num caso real seria aplicado na base de dados de um banco comercial para buscar potenciais compradores que sejam clientes do banco.

Na prática quando o banco de investimento seleciona potenciais compradores como neste caso, a lista deverá ser apresentada ao cliente para que sejam definidos/ filtrados os *players* que serão contatados.

6 Considerações Finais

O trabalho desenvolvido atendeu o objetivo ao elaborar um modelo de prospecção na base de clientes do banco comercial, maximizando a eficiência do banco de investimentos na busca de transações na área de fusões e aquisições. Através do levantamento das operações de F&A que ocorreram em um determinado setor da economia (setor de saúde) foi possível identificar os principais motivos que levaram essas empresas a realizarem essas operações. Ressalta-se que as classificações dos propósitos foram realizadas por analistas da Thomson. Como este estudo foi possível identificar as características comuns de empresas que realizam operações de F&A e com isso identificar também o perfil de empresas que poderiam ser partes em transações de F&A. E finalmente com base nesta pesquisa exploratória foi desenvolvido um modelo que facilite a busca na base de clientes do banco comercial de potenciais interessados em operações de fusões e aquisições.

Esta pesquisa poderá ser utilizada pelos analistas de F&A de banco de investimentos, uma vez que é possível realizar uma triagem na base de clientes do banco comercial, já utilizando as informações existentes em poder do banco para buscar contrapartes em transações de F&A.

Esta pesquisa não foi aplicada na base de clientes de um banco comercial para não infringir a lei do sigilo bancário, porém foi testado em um caso real, no qual foi obtido um resultado satisfatório uma vez que resultou num universo mais restrito de potenciais contrapartes, viabilizando assim a sua aplicação. Com a aplicação do modelo obteve-se economia de tempo despedido pelo analista, custos e ainda foi possível encontrar contrapartes com maior eficiência e eficácia.

Além disso, esta pesquisa foi realizada com o embasamento teórico e acadêmico, porém voltada para a aplicação prática e avaliada pela autora que atua na área de fusões e aquisições de um banco comercial.

O modelo teórico que foi elaborado com base nas transações históricas e considerando as características peculiares do setor de saúde no Brasil, poderia ser facilmente replicado para outros setores, principalmente setores de consumo como varejo, indústrias e serviços.

A pesquisa realizada possui limitações, pois nem todas as transações históricas no setor de saúde declararam os motivos que proporcionaram a transação de F&A, o que pode

distorcer a realidade. Ainda deve-se estar ciente que o modelo elaborado deverá ser constantemente atualizado, porque os motivos podem mudar ao longo do tempo.

Como melhoria dos estudos sobre este assunto, sugere-se a elaboração de novos estudos tanto no setor de saúde como em outros setores, os quais podem ser replicados o modelo desenvolvido na presente pesquisa. Por fim, espera-se que esta pesquisa e o modelo desenvolvido auxiliem assessores financeiros na busca de contrapartes que atendam as expectativas de seus clientes, antecipando movimentos de mercado ao ofertar o serviço de assessoria antes de seus concorrentes, obtendo uma vantagem competitiva, com tudo que isto implica, podendo inclusive obter maiores margens.

7 Referências Bibliográficas

BARROS, Betânia Tanure. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. 1ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como Elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. 3ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BRASIL PHARMA, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <<http://ri.brasilpharma.com.br/>>. Acesso em 22 out. 2013.

BRASIL. Lei No 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 25 out. 2013.

BRUNER, Robert F..**Applied mergers & acquisitions**. 1ª. Ed.EUA: Wiley finance, 2004.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.10, n.2, p. 17-38, abril/junho 2003.

CREMER, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <<http://www.cremer.com.br/ri/>>. Acesso em 22 out. 2013.

DASA, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <<http://www.dasa3.com.br/index.asp?idioma=ptb> >. Acesso em 22 out. 2013.

DAMODARAN, Aswath; **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 2º Ed.. Editora: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

DEAL WATCH, base de dados, consulta realizada em 11.10.2013.

DEPAMPHILIS, Donald M.. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions**. 5º Ed.. Editora: Elsevier, 2010.

DOUKAS, John ; TRAYLOS, Nicholas G. The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholder's Wealth. **Journal of Finance** n. 43, p. 1161–1175, dezembro 1988.

ECKBO, Epsen; THORBURN K. S.. Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** n. 35, pg. 1–25, Março 2000.

FLEURY, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=28853>. Acesso em 22 out. 2013.

GAUGHAN, Patrick A.. **Mergers, acquisitions and corporate restructurings**. 4ª. Ed. EUA: Jonh Wiley & Songs, Inc, 2007.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5º Ed.. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 10ª. Ed. São Paulo: Pearson, 2004.

HARRIS, Robert S.; RAVENSCRAFT, David. The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market. **Journal of Finance**, n. 46, pg. 825–844, 1991.

JOHNSON, Gerry; SCHOLLES, Kevan e WHITTINGTON, Richard. **Explorando a estratégia corporativa: textos e casos**. 7º Ed.. Editora: Bookman, 2007.

KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições. Espelho das transações realizadas no Brasil**. 2012, 3º tri. Disponível em: <www.kpmg.com.br>. Acesso em 02 mar. 2013.

LODI, João Bosco. **Fusões e Aquisições: O cenário brasileiro**. 1ª. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

MATOS, Paulo Verga; RODRIGUES, Vasco. **Fusões e aquisições: motivações, efeitos e políticas**. 1ª. Ed. Lisboa: Principia, 2000.

MARKIDES, C.; OYON, D.. International Acquisitions: Do They Create Value for Shareholders? **European Management Journal**, n. 16, pg. 125–135, 1998.

MERGERMARKET GROUP. **Latin American M&A Spotlight**. Publicado em 14/03/2013. Disponível em: <<http://mergermarketgroup.com/publication/latin-american-mergers-acquisitions/#.UbE0k8O5dIY>>. Acesso em 15/05/2013.

MERGERMARKET GROUP. **The Future of M&A in the Americas**. Publicado em 11/03/2013. Disponível em: <<http://mergermarketgroup.com/publication/mergers-acquisitions-americas-2103/#.UbE1bsO5dIY>>. Acesso em 15/05/2013.

ODONTOPREV, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <<http://odontoprev.riweb.com.br/>>. Acesso em 22 out. 2013.

PROFARMA, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <<http://ri.profarma.com.br/>>. Acesso em 22 out. 2013.

PWC. **Mergers and acquisitions in Brazil. Relatórios periódicos**. Dezembro, 2012. Disponível em: <www.pwc.com/br>. Acesso em 02 mar. 2013.

QUALICORP, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <http://ri.qualicorp.com.br/qualicorp/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=30968>. Acesso em 22 out. 2013.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3º Ed.. São Paulo: Atlas, 1999.

RAIA DROGASIL, site de Relações com os Investidores. Disponível em: <http://www.raiadrogasil.com.br/raiadrogasil/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28#>. Acesso em 22 out. 2013.

RAY, Kamal Ghosh. **Strategy, Valuation and Integration**. Editora PHI Learning Pvt. Ltd., 2010.

SILVA, Marise Borba de; GRIGOLO, Tânia Maris. **Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II**. Caderno Pedagógico. Florianópolis: Udesc, 2002.

SHAHUR, Husayn. Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers and Corporate Customers. **Journal of Financial Economics** n. 76, pg. 61-98, 2005.

TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L.. Relacionando o motivo da aquisição com diferentes processos de integração cultural. **E&G Economia e Gestão**. Belo Horizonte, v.4, n.8, p. 25-48, dez 2004.

THOMSON ONE FOR INVESTMENT BANKING, base de dados, consulta realizada em 11.10.2013.

WARDE JR., WALFRIDO Jorge. **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. 1º Ed.. São Paulo: Quatier Latin do Brasil, 2009.

WOOD JR., Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P.. **Fusões e aquisições no Brasil**. RAE Executivo. v. 2, n.4, jan 2004.