

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Faculdade de Economia e Administração

Daniel de Aguiar Carneiro

**Estudo de Variáveis Macroeconômicas nas
Fusões e Aquisições no Brasil de 1990 a 2010**

São Paulo

2015

Daniel de Aguiar Carneiro

Estudo de Variáveis Macroeconômicas nas Fusões e Aquisições
no Brasil de 1990 a 2010

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas,
como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel
do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Mestre Vinicius De Brangança Müller e
Oliveira – Insper

São Paulo

2015

CARNEIRO, Daniel de Aguiar. Estudo de Variáveis Macroeconômicas nas Fusões e Aquisições no Brasil de 1990 a 2010/Daniel de Aguiar Carneiro — São Paulo, 2015. Monografia — Insper, 2015. Orientador: Prof. Mestre Vinicius De Brangança Müller e Oliveira – Insper

Resumo

Esse estudo é uma análise acerca dos movimentos de fusões e aquisições ocorridas no Brasil desde 1990 até 2010. Tendo em vista as influências que as variáveis macroeconômicas, como a taxa de inflação, a taxas de juros, o crescimento do PIB e a taxa de câmbio têm sobre as transações de fusões e aquisições que ocorreram no Brasil no período. Além da análise, serão apresentadas teorias econômicas de macroeconomia e de mercado que auxiliem no estabelecimento de relações entre a parte macroeconômica e as transações. A pesquisa terá contribuição de dados extraídos de fontes disponíveis ao mercado como um todo. Serão colhidos dados antes do período de 1990, para que possa ser feita a comparação entre os três distintos inícios de décadas analisadas no modelo (1990, 2000, 2010). As transações que serão tomadas como base serão aquelas que marcaram o período no qual ocorreram. As transações serão escolhidas tanto por seus valores, quanto pelo índice de concentração de mercado (HHI - Herfindahl-Hirschman Index) resultante do mercado. Os exemplos de transações reais serão importantes para que as bases teóricas e os estudos sejam comprovados e exemplificados com situações práticas.

Na coleta dos dados e das informações utilizadas, estão compreendidas bases de dados, gráficos, dados sobre as transações domésticas e conhecimentos de mercados externos. Deste modo este estudo poderá fazer a comparação entre os diferentes momentos da economia doméstica, dada a influencia do andamento das economias externas e das companhias internacionais nas transações ocorridas internamente. Essa acumulação e estudo de dados visa entender como o processo de F&A ocorre. Quais fatores levam a ele e quão sensíveis são esses movimentos a fatores macroeconômicos.

Ao longo do texto, serão descritos alguns exemplos de transações domésticas. Porém serão apresentados três exemplos de fusões e aquisições em três diferentes períodos (início dos anos 1990, por volta dos anos 2000 e por volta dos anos 2010) de maneira mais detalhada. Assim será possível desmembrar as variáveis internas e externas das transações e mostrar como as variáveis macroeconômicas influenciaram na tomada de decisão e no enlace da situação. Será possível também com essa compilação de informações estabelecer quais foram os setores e áreas da economia que sofreram maior influencia dessas variáveis e quais se favoreceram dos movimentos de transações mais aquecidas ou mais arrefecidas.

Introdução

Atualmente, uma das áreas que tem recebido atenção dos ingressantes no mercado, e da mídia especializada é o Financial Advisory, mais precisamente a área de F&A (Fusões e Aquisições). Presente em matérias, reportagens e dissertações na mídia e no meio acadêmico sobre o assunto, outro aspecto relevante a ser levantado é o crescente número de deals (negociações entre empresas) tomando como parâmetro o fluxo e o número de transações ocorridas nos grandes bancos de investimento.

No Brasil, as negociações assessoradas por bancos de investimento e boutiques têm passado recente e não apresentam grande quantidade de dados disponíveis, e assim como o mercado de capitais brasileiro como um todo, o mercado de F&A é bastante inferior ao norte-americano, o mercado mais desenvolvido do mundo. Ao longo da pesquisa e da apresentação de dados disponíveis, é possível perceber a defasagem brasileira em relação ao mercado mais maduro mas ainda sim sua evolução.

Ao longo da história, é possível observar diversos movimentos e momentos de intensificação e queda nas atividades de transações entre empresas de diversos setores, diferentes tamanhos e em mercados distintos. É possível notar que em alguns momentos, clusters se formam e ondas de transações ocorrem e acabam impulsionando o crescimento dos setores em que estão inseridas e nos setores adjacentes, como o caso da concentração de negociações na área de shoppings centers no Brasil entre 2006 e 2011 com liderança da companhia BRMalls, ou o caso da concentração do mercado educacional brasileiro entre os anos de 2008 e 2013.

Seja por conta da notoriedade que o tema vem recebendo na mídia, seja pelos altos valores divulgados nas recentes transações ou pela necessidade de se entender melhor quais variáveis, principalmente macroeconômicas que influenciam nos movimentos de Fusões e Aquisições, um estudo se faz necessário.

Objetivos e Motivação

O trabalho visa elaborar um estudo que demonstre os impactos de variáveis macroeconômicas nos processos de fusões e aquisições. De que maneira cada uma das variáveis: taxa de juros, inflação, crescimento do PIB e taxa de câmbio afetam esse processo de modo isolado. Após isso o estudo aprofundará o ambiente econômico criado e entenderá quais períodos tiveram maior atividade. Além disso, também analisará quais setores tiveram maior propensão a ocorrência de negociações.

O texto tem por objetivo entender como os aspectos de ambiente externo que envolvem as companhias afetam as decisões, as possibilidades de ação, e a dinâmica entre os players nacionais e internacionais através dos dados compilados e dos exemplos a serem estudados. Com essa dinâmica melhor entendida, pode se criar expectativas melhor pautadas sobre que tipo de negociações serão feitas e quais serão inibidas. Se as interações terão predominância de agentes nacionais, ou se terão predominância de agentes nacionais e internacionais.

Com o agrupamento dessa base, a finalidade do texto é entender por fim -ao longo da história- que cenários são mais favoráveis às transações de F&A. Mais do que isso, elaborar possíveis estimativas de atividades como essas no futuro dadas as informações de macroeconomia. Desse modo, o texto analisa quando cada um dos tipos de transação terá maior ocorrência e maior probabilidade de sucesso.

Metodologia

Para a elaboração do estudo, serão utilizados alguns métodos de avaliação do cenário microeconômico e macro. Para tal, serão utilizados bancos de dados referentes a setores, espaços temporais, empresas e análises do ambiente e do cenário específicas. O estudo consistirá numa análise baseada na leitura e interpretação do ambiente macroeconômico no qual o Brasil estava inserido em três diferentes momentos do tempo, ou seja, início dos anos 1990, por volta dos anos 2000, e os anos que fazem vizinhança com o ano de 2010. Os distintos períodos representam de forma bastante clara diferenças institucionais, legislatórias, econômicas, estruturais do país.

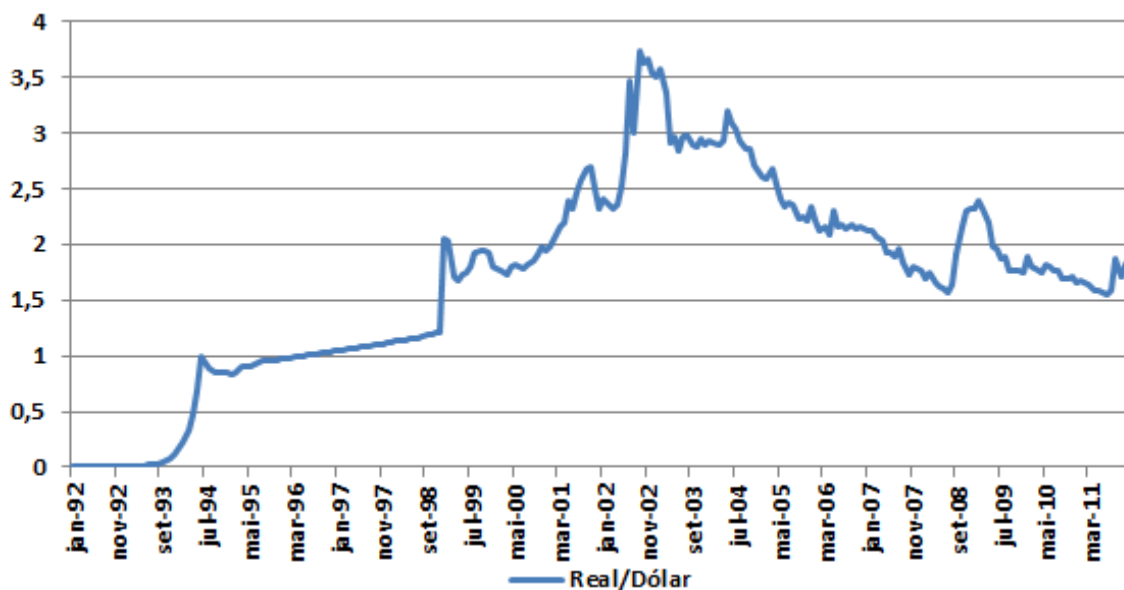
As variáveis a serem observadas e analisadas se enquadram em diferentes aspectos. A primeira categoria são as variáveis macroeconômicas, que englobam a taxa de juros meta (Selic), o índice de desemprego, o câmbio do real frente ao dólar, do real frente ao euro, o crescimento acumulado de doze meses do PIB e a inflação acumulada de 12 meses. Essas variáveis são as principais a serem consideradas na composição do cenário macroeconômico de um país. Com adição a elas, de modo mais acessório, mas também importante, a classificação do rating soberano brasileiro pelas agências de renome (S&P, Moody's e Fitch) junto com o comportamento do mercado de capitais brasileiros, tendo o Ibovespa como proxy, auxiliarão na análise da conjuntura macroeconômica.

A outra categoria de variáveis a serem estudadas é as que envolvem as fusões e aquisições em si. Como parâmetros desse tipo de atividade, as transações ocorridas no período estudado, com dados tanto do volume quanto do número de transações serão o foco da análise. A base de dados principal do estudo de transações ocorridas terá como fonte a Bloomberg (comando MA) e como filtros as transações entre 1990 e 2011, que tenham sido completadas, com data de anúncio ao mercado no período já mencionado, e que tenham pelo nos uma companhia brasileira em algum dos lados da mesa de negociação, seja do lado comprador, vendedor ou num *Joint Venture*(*União de esforços de duas companhias para criar uma terceira*).

No caso da comparação entre os diferentes momentos feita pelo agrupamento de informações envolvendo as três transações que representaram de forma emblemática o momento socioeconômico vivido no Brasil nas diferentes épocas abordadas, serão utilizadas bases de dados que tragam para a discussão parâmetros de tempo de negociação, tamanho das companhias, valores envolvidos, setores impactantes e impactados, sucesso da transação, que pode ser captado de certa maneira pelo comportamento das ações da companhia ou pela sinergia e criação de valor gerada pela operação conjunta das companhias envolvidas. Dentre os aspectos mais técnicos do projeto, instrumentos de avaliação financeira das companhias como EBITDA, lucro líquido, margens bruta e líquida, custo de capital e custo da dívida serão os mais utilizados de forma que a compreensão do assunto tenha também parâmetros numéricos, que podem e serão incorporados junto às análises de âmbito mais subjetivo, como momento econômico, desempenho geral do mercado e situações e incertezas políticas.

Comportamento das Variáveis

Gráfico 01: Comportamento do Câmbio Dólar x Real



Partindo do estabelecimento do Real como moeda oficial da União brasileira, a paridade do poder de compra via moeda foi presente durante os primeiros anos do governo Fernando Henrique Cardoso. A situação fiscal interna e externa nacional criou um cenário favorável a presença de uma moeda forte até o ano de 1998. Com a situação da economia interna brasileira deteriorando, as diversas crises presentes ao redor do mundo, como a crise na Rússia, no México e os atentados de 11 de setembro de 2001, a moeda norte americana se fortaleceu em todo mundo até o ano de 2001. Em 2002, o real se depreciou de forma vigorosa, entre outros motivos menores, pela extrema insegurança do mercado em relação ao futuro político com país. Com o aumento da possibilidade de eleição de Lula, os mercados ficaram receosos e o dólar alcançou patamares inéditos desde a criação do Real. Após o equilíbrio das expectativas do mercado interno e externo, e a famosa “carta aos brasileiros”, o cenário cambial se estabilizou e o real passou a circular perto do patamar de R\$2,00.

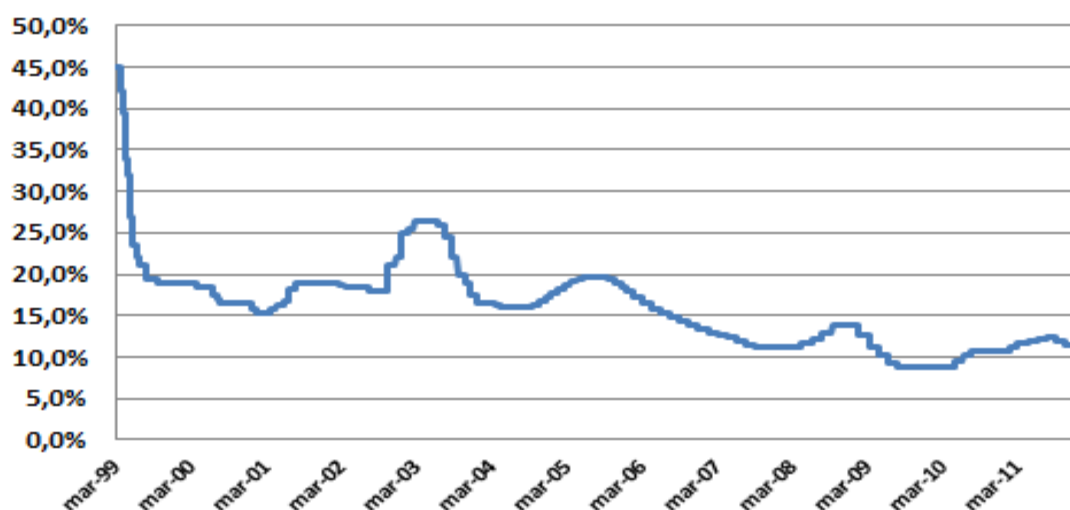
Gráfico 02: Comportamento do Câmbio Euro x Real*



***: No período no qual o euro não havia sido adotado ainda, é considerada uma cesta de moedas européias**

Assim como o dólar, o Euro se porta como moeda de segurança em momentos de maior incerteza na economia mundial e brasileira. Estabelecida no começo dos anos 2000, a moeda comum europeia tem comportamento altamente correlacionado a moeda norte-americana. Assumindo os valores de médias mensais da moeda dos Estados Unidos e da moeda comum utilizada em boa parte dos países europeus, a correlação entre os dois se mostra bastante expressiva, atingindo o valor de 0,95 se forem consideradas mensurações desde o começo da circulação do Euro.

Gráfico 03: Histórico da Taxa Selic



Utilizada como taxa de juros referencial da economia brasileira, a taxa SELIC começou a ser adotada em 1999. No início de sua utilização, a taxa básica de juros brasileira rondava valores que chegavam a 45% a.a.. Com o passar do tempo e com o controle da inflação, antes considerada pelos economistas do governo Fernando Henrique Cardoso como o maior problema da economia brasileira, as taxas de juros reduziram de forma duradoura nos anos que seguiram. A taxa resultado da reunião do COPOM (Comitê de Política Monetária) teve altas durante alguns períodos entre 1999 e 2012, porém com trajetória média de queda ao longo dos anos. A Selic, entre outras medidas, é uma das formas de contenção da inflação enfrentada no Brasil, e por isso, quando há movimentos de alta nos preços a taxa tende a se elevar, como foi visto no ano de 2002, quando o então candidato à presidência Luiz Inácio Lula da Silva se encontrava com larga vantagem nas pesquisas eleitorais. Desde o início do governo Lula até meados de 2013, os juros referenciais da economia tiveram trajetória de queda. O estímulo à economia e a maior capilaridade do crédito foram as grandes motivações para esse movimento segundo diversos economistas renomados já declararam em entrevistas e painéis de discussão, assim como Gustavo Franco, Marcos Lisboa, Armínio Fraga, entre outros.

Transações-Exemplo

Unibanco e Banco Nacional

O Banco Nacional foi um dos maiores bancos na década de 1990, com patrocínio em diversos segmentos como corridas, futebol e jornalismo, e contava com um grande número de clientes (1,2 milhões) , funcionários (40.000) e agências (400). Sofrendo de dificuldades financeiras e alvo de acusações de fraudes no número de contas abertas e na contabilidade de seu balanço, o Nacional passou por intervenção do Banco Central do Brasil e seus ativos de qualidade foram repassados ao Unibanco, outro banco de grande porte da época, e os ativos considerados podres junto com os processos judiciais foram mantidos pela família Magalhães Pinto, fundadora da instituição.

O plano de fundo da transação foi de uma economia em vias de se estabilizar após os inúmeros problemas e crises sofridos na década anterior. Com a implantação de uma nova moeda, o país conseguiu controlar de forma mais vigorosa os índices de preço, a moeda nacional frente à moeda mais forte do mundo, o dólar, teve por anos, até o ano de 1998 um comportamento mais sólido. O PIB apresentava crescimento regular desde 1993, antecedido de um período de cinco anos de baixo desempenho, tendo 1990 como o ano de pior desempenho do PIB desde o início da década de 1920, segundo Paulo Gala em sua página. A trajetória decrescente das taxas de juros beneficiou a consolidação do setor bancário, que por conta desse movimento, favoreceu a consolidação da atividade bancária nas mãos de instituições de maior porte e com ganhos de escala segundo Berger, Dick (2007) e Pereira, Alexandre Giacomoni Vieira (2014).

AMBEV

Ocorrida no ano de 1999, a criação da AMBEV, gigante do setor de bebidas que anos depois se tornaria a maior cervejaria do mundo (AB INBEV), foi resultado da fusão das duas maiores cervejarias brasileiras da época, Brahma e Antártica. Liderada pelo trio de ex-banqueiros Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira, a transação foi acompanhada pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica), e pelo mesmo foi exigido que a empresa resultante abrisse mão de algumas marcas como a Bavária e Polar. As companhias com menos de 5% de mercado foram vendidas, o que manteve ainda sim uma companhia de grande porte, com dominância massiva sobre o mercado nacional.

Como cenário da transação, havia a estabilização da economia nacional, manutenção da taxa de câmbio num patamar entre R\$1,50 e R\$2,00, abrupta queda da taxa de juros desde o início de 1999 e apesar de acima da meta, inflação em certa medida estável perto dos 6,5% do teto da meta. Esse conjunto econômico, além da capacidade interna das companhias envolvidas no processo culminou numa fusão de grande porte, que foi acompanhada por diversas outras transações no mesmo ano de 2000, período com condições favoráveis às transações do ponto de vista econômico.

BRMalls

Durante os anos que circundaram 2010, a BRMalls passou por um massivo processo de aquisições de shoppings e terrenos para a construção de novos empreendimentos. Junto com

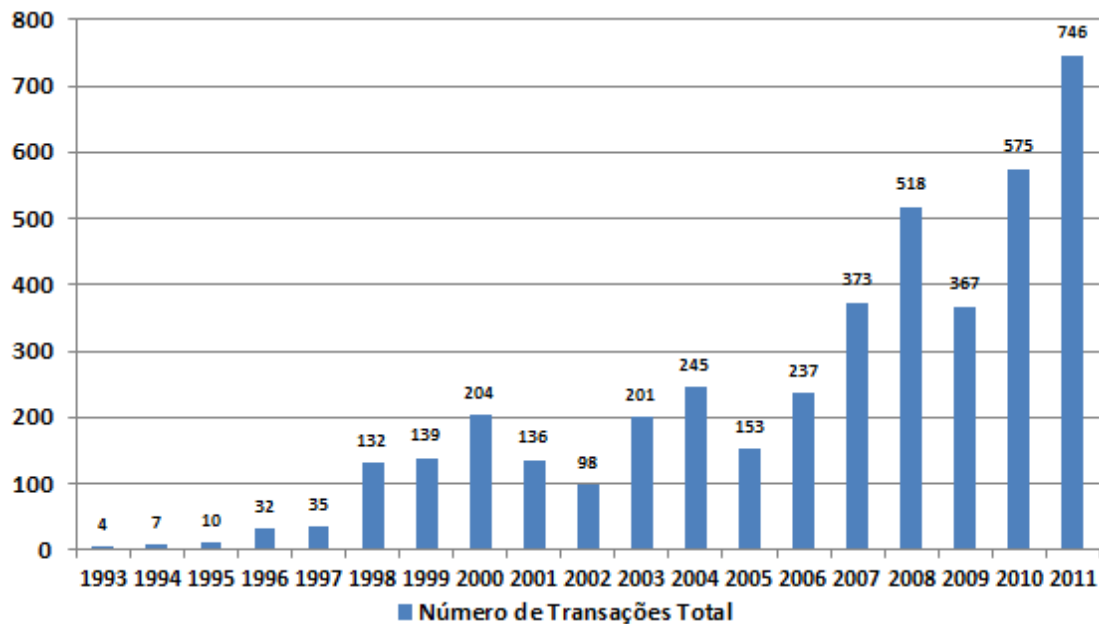
o crescimento vigoroso das receitas, segundo relatório elaborado pela Brasil Plural em dezembro de 2015 e informações contidas no próprio site da companhia, a empresa de shopping centers concluiu 71 aquisições de ativos e/ou participação em ativos de terceiros entre 2007 e 2011. Junto com a melhora da parte operacional da empresa, o aumento da atuação nacional da companhia teve contribuição da conjuntura macro e microeconômica brasileira.

Junto com o cenário interno da empresa, o quadro macroeconômico teve papel importante e impulsionador para a ocorrência de tantas operações de M&A num espaço tão curto de tempo. A queda da taxa básica de juros que ocorreu desde antes os anos 2000, chegou a um patamar mínimo histórico, alcançando 8,75% a.a. em 2010. Como mostrado no relatório do setor imobiliário do Banco Brasil Plural, os investimentos imobiliários, representados pelo preço médio das ações de companhias do setor, se comportam de maneira inversa ao andamento das taxas de juros. Com essa informação, junto ao cenário de altas taxas de crescimento do PIB vindas desde o final do governo Lula, estabeleceu-se um cenário favorável aos investimentos imobiliários. Assim como o estudo aponta uma forte correlação entre os investimentos no ramo de imóveis e as taxas de juros, o andamento da economia e o movimento do PIB se correlacionam de maneira positiva com os preços dos imóveis e por consequência os retornos das companhias que atuam no setor. Dado o momento de amplas oportunidades no setor para a consolidação, as operações de M&A foram abundantes no período. Outro movimento macroeconômico que teve relevância considerável na crescente onda de operações de fusões e aquisições no período foi o aumento da renda média e do poder aquisitivo da população, explicado pela grande concessão de crédito. Esse crescimento do setor pode ser observado pelo crescimento pujante do número de shoppings (2000: 280; 2012: 457) e do ABL* (2000: 5.942; 2012: 11.403), segundo ABRASCE.

*ABL = (Área Bruta Locável)

Conteúdo

As fusões e aquisições têm diversos motivos para ocorrerem. Esse tipo de transação pode ocorrer por uma questão estratégica e oportunista, como a aquisição de um concorrente em dificuldades financeiras, ou de um membro da cadeia produtiva para melhorar a eficiência e/ou diminuir custos de produção, segundo Sérgio Goldbaun da ESPM. Outras explicações são válidas, como aproveitar o crescimento de um segmento da economia, vislumbre de um cenário de baixos preços dos ativos ou ganhos de escala geográfica por aquisição de companhias já estabelecidas em outros países. As decisões internas das companhias de serem adquiridas, adquirirem ou se fundirem a outras podem ter diversas explicações. Essas explicações podem envolver os motivos relatados acima isoladamente, a união de alguns deles ou até mesmo motivos menos claros ou pessoais dos gestores das companhias. Por nem sempre os relatórios das transações concluídas emitidos pelos bancos explicitarem os motivos reais das operações de F&A, e por nem sempre serem claros aos analistas e a mídia, a explicação específica de cada transação não será abordada.

Gráfico 04: Número de Transações Total no Brasil 1993 – 2011 (Bloomberg)

Analisando apenas o movimento das transações divulgadas pelo instrumento de informações financeiro-econômicas Bloomberg, é possível ver que o número de transações ocorridas no período estudado (1993 – 2011) aumentou expressivamente, saindo de 4 no primeiro ano analisado e indo para 746 no último ano. Esse movimento apresenta implicitamente duas informações. A primeira é a de que a informação passou a circular de maneira mais fluida ao longo dos anos, e por isso mais transações passaram a serem informadas pelos órgãos reguladores e mais transações foram divulgadas na mídia. Isso pode ser notado já que diferentes fontes divulgam diferentes números de transações concluídas no mesmo período, porém todas seguem a mesma tendência de alta. A segunda seria a de que o mercado brasileiro passou a ser um ambiente mais amigável para que fusões, aquisições e operações financeiras semelhantes ocorressem. Com a entrada de capital externo, a diminuição do custo país, a modernização do sistema financeiro e a maior disponibilidade de informações nas mãos de tomadores de decisão, as transações passaram a sofrer menos impedimentos.

Adotando uma base de dados alternativa, a KPMG divulgou em 2011 um estudo sobre fusões e aquisições (KPMG Corporate Finance 2011) que mostra a evolução das fusões e aquisições segundo a ótica da consultoria. Na década de 1990, as operações de F&A apresentaram crescimento acumulado de 134%, com 44% de crescimento de volume de capital estrangeiro envolvido nas transações, e envolvimento de 61% de companhias estrangeiras nas transações do período, com destaque de Estados Unidos, França, Portugal e Espanha. A partir de então, as empresas de outros países começaram a marcar presença mais intensamente nas operações de F&A ocorridas em solo nacional, tal como a aquisição de companhias telefônicas pela espanhola Telefônica, ou a entrada de bancos estrangeiros via aquisição de bancos nacionais como o caso do Banco Garantia e Credit Suisse em 1998.

As seguintes análises se baseiam nas observações dos diferentes tipos de transações incorporadas no estudo, no texto de Neto, Augusto Ortega (2013), no texto de Warth, Lucas Tenorio (2011), entre outros.

A influência cambial aparece em dois aspectos distintos quando se explora as fusões e aquisições no Brasil. A primeira pode-se considerar de longo prazo e a segunda de caráter mais imediato. A primeira é a relação entre a variabilidade da taxa de câmbio e o número de transações ao longo do tempo. Com uma menor variância na taxa de câmbio, as incertezas se assentam, e assim criam um ambiente mais seguro para os investimentos, sejam eles cross-borders (Entre companhias brasileiras e estrangeiras) como entre empresas nacionais, já que os custos e receitas podem ser melhor projetados. Nesse movimento cambial observado desde os primeiros anos da década de 90, era esperado que as transações aumentassem em número e em volume, pois além de maior número de transações internas, empresas estrangeiras teriam maior segurança de aportar capital no país. O segundo aspecto a ser observado é a relação do nível cambial, que afeta de maneira mais imediata as decisões de F&A. Segundo o estudo de Ortega (2013), com a moeda brasileira mais depreciada, as empresas listadas em bolsa, em média, apresentam maiores ganhos de valor, seja pelo incremento nas receitas já que boa parte delas tem parte importante das vendas em dólar ou seja pela facilidade de entrada de capital externo no país.

A inflação apresenta influência negativa no retorno das companhias, já que dificulta as projeções de custos, e levam também ao aumento desses custos, diminuindo as margens de Lucro e EBITDA, e ainda criam por vezes a impossibilidade de repasse completo aos consumidores via preço. Essa relação acaba por tornar menos interessante os investimentos nas empresas, que acabam com retornos menores, e por isso, essas mesmas empresas passam a ter menos capital disponível para investir em fusões e aquisições e as empresas-alvo passam a ser menos interessantes também do ponto de visto de custo-benefício.

Seguindo a intuição econômica, o PIB apresenta correlação positiva com o número de transações de fusões e aquisições. Assumindo que num cenário com tudo mais constante, a empresa incorpore como seu crescimento o mesmo da economia, num período de bonança da economia brasileira, as empresas tendem a crescer mais, serem mais atrativas para ser tornar alvos de aquisições ou criar condições financeiras e estratégicas favoráveis para adquirirem ou se fundirem com outras companhias.

Assim como o câmbio, a taxa de juros tem duplo viés nas fusões e aquisições. O primeiro aspecto, de longo prazo o nível no qual circula a taxa de juros. Num cenário de altas taxas de juros de longo prazo, são poucos os investimentos que se tornam atrativos frente aos altos retornos obtidos com os títulos de renda fixa, ou seja, as companhias-alvo a serem adquiridas ou criadas após a fusão precisariam apresentar retornos potenciais bastante elevados para serem mais interessantes do ponto de visto econômico num cenário de altas taxas de juros. Por outro lado, no curto prazo uma taxa de juros mais alta em relação ao período anterior acaba por deprimir o preço dos fluxos de caixa esperados da companhia adquirida, assumindo válidas as proposições de avaliação de empresa de Damodaram, Aswath em Valuation – Como Avaliar Empresas e Escolher As Melhores Ações (2012), já que com um custo de capital de terceiros (dívida) maior, os fluxos de caixa seriam descontados a taxas mais

elevadas e assim por consequência as companhias se tornariam mais baratas (Warth, 2011). Essa teoria se aplica de forma mais vigorosa às companhias listadas em bolsa, já que sua precificação tende a ser mais dinâmica e precisa.

Conclusão

É possível notar pelas abordagens feitas no estudo que as variáveis macroeconômicas têm influência determinante no resultado das transações de fusões e aquisições que tem potencial de ocorrer e as que realmente são concluídas. Com peso maior para a taxa de juros e o câmbio, além de terem influência direta no ambiente econômico favorável ou não as transações, os horizontes de tempo a serem analisados podem apresentar resultados convergentes ou até divergentes quanto à influência dessas variáveis. É o caso de um cenário de baixas taxas de juros no longo prazo que incentivam os investimentos já que a manutenção do capital em títulos de renda fixa traz baixos retornos, então investimentos em companhias são mais interessantes, porém com a taxa de juros mais alta, no curto prazo, o preço dos ativos tende a ser elevado, já que são baixas as taxas de desconto dos fluxos de caixa.

O conjunto de um cenário favorável às transações pode incentivar de maneira pujante a ocorrência de operações de F&A, já que a macroeconomia pode gerar taxas de câmbio e juros que estimulem o uso do capital para além do investimento na renda fixa, inflação controlada a ponto dos fluxos de caixa serem passíveis de projeções mais precisas e repasses de preços mais adequados e o crescimento do PIB entra como variável mais ampla que engloba toda a economia nacional, impulsionando a performance das companhias e as fortalecendo a ponto de permitir operações nas quais comprem ou se fundam com outras companhias.

Observando os momentos de crescimento do volume e do número de transações ao longo da história, um conjunto de fatores econômicos se mostra ser o mais propício para que haja fluidez no fluxo de capital entre diferentes companhias, permitindo que elas adquiram outras ou se fundam. Esse cenário é representado por um conjunto de baixas taxas de juros, que incentivem a fuga do capital da renda fixa, uma inflação controlada e dentro das metas estipuladas permitindo a previsão mais acurada dos preços do produtor e ao consumidor, um crescimento estável e positivo do PIB, permitindo que riqueza seja gerada no país para que as projeções de lucro atraiam investidores, e uma taxa de câmbio que incentive a entrada de capital externo mas que também favoreça a criação de riqueza via exportações.

Outro ponto não abordado, mas presente também é a ocorrência de um conjuntura favorável para alguns setores específicos, como foi a centralização de atuação dos bancos no início da década de 2000, a consolidação das empresas de telefonia na mesma época junto com as empresas de serviços de tecnologia da informação, o fortalecimento das empresas de alimentos e produtos agrícolas durante o período do boom das commodities e a consolidação do setor imobiliário no final da década.

De forma resumida, as operações de F&A são conduzidas do ponto de vista macroeconômico com base nas projeções futuras positivas e na existência de um ambiente seguro e confiável aos investidores.

Revisão Literária

O trabalho é fundamentado em livros acerca do assunto, com autores brasileiros em sua maioria e com base também em monografias e artigos que sejam pertinentes e que possam ajudar a explicar os fatos mostrados e exemplificados.

As fontes de conteúdo para a elaboração do trabalho são diversas e entre elas está o acesso a sites especializados, como o <http://fusoesaquisicoes.blogspot.com.br/>, que traz diversas notícias relevantes e conteúdo informativo sobre fusões e aquisições. Entre as fontes a ser utilizadas, está o livro *Anatomy of Merger*, do autor James C. Freund que corrobora de modo a mostrar quais são variáveis que favorecem ou não as transações de Mergers and Acquisitions. Com base nessas informações, é possível comparar com o cenário mundial, quando um ou outro cenário proporciona um momento propício para um acordo entre grandes empresas e acordos entre pequenas empresas, dado que na literatura são momentos correlacionados, mas não contemporâneos. A análise das fusões e aquisições ocorridas no país durante o período em questão tem uma abordagem de maneira geral pela maioria dos autores, incluindo Sergio Botrel em seu livro *Fusões e Aquisições* (2013) e João Bosco Lodi (1999), bastante descritiva, sem o auxílio de métodos quantitativos complexos. Betânia Tanure de Barros se mostra bastante aprofundada em seus estudos sobre M&A e publicou diversas obras que puderam auxiliar na elaboração deste estudo. Com sua descrição sobre os motivos dos sucessos e fracassos das transações no país ao longo do tempo, suas obras são de grande serventia, já que abordam períodos longos de tempo. Botrel tem um dos livros mais recentes na bibliografia utilizada, e por isso traz informações mais recentes e uma abordagem mais atualizada acerca do tema. Os papers extraídos de monografias de conclusão de faculdades serviram como base do estudo já que apresentam temas semelhantes e de maneira coincidente com a intencional neste estudo. Os papers de Juliana Yarsheel (2011), Lucas de Castro Silveira (2011) e de Pascoal José Marion (2009) foram as maiores inspirações e pontos de apoio, já que não apenas apresentaram conclusões interessantes mas também apresentam material de apoio bastante aproveitável na pesquisa de dados e análises mais aprofundadas.

Outras duas fontes importantes de informações para a elaboração do texto são os livros *Sonho Grande* e *Abílio*, da autora Cristiane Correa. Ambos tratam de histórias de duas companhias de grande sucesso (Ambev e Grupo Pão de Açúcar) e que foram bastante ativas em fusões e aquisições no período de estudo. Especialmente a Ambev, tratada em “*Sonho Grande*” tem grande importância, já que trata de uma das empresas utilizadas como exemplo mais elaborado e no qual estão inseridas informações relevantes de como foi formado o mercado financeiro brasileiro. O livro de Securato, *Economia Brasileira*, dá o panorama histórico do Brasil referente ao período estudado, conjuntamente com o livro *Historia do Brasil Recente*, de Sonia Regina de Mendonça Virginia Maria Fontes. Outras duas contribuições

importantes são do livro Guerra das Privatizações de Ney Carvalho e da obra Capitalismo de Laços - Os Donos do Brasil e Suas Conexões de Sergio Lazzarini.

Do ponto de vista macroeconômico, o livro Macroeconomia, do autor Olivier Blanchard em conjunto com o livro Macroeconomia, dos autores Krugman e Obstfeld dão o suporte técnico necessário que a elaboração das análises necessárias. Também contribuindo nesse aspecto, o livro Macroeconomia de Gregory Mankiw, Macroeconomics in Emerging Markets de Peter J. Montiel e Advanced Macroeconomics de David Romer. Esses últimos tem como princípio também esclarecer aspectos mais amplos de macroeconomia e desenvolvimento econômico em geral e específico do bloco econômico do qual pertence o Brasil.

Bibliografia

ALMEIDA, Daniel de Castro; JAYME JR, F. G. Bank Consolidation and Credit Concentration in Brazil. CEPAL Review (Print), v. 95, p. 157-173, 2008.

Fusões e Aquisições – Blog, Homepage. Disponível em <http://fusoesaquisicoes.blogspot.com.br/> Acesso em 15 de agosto de 2015.

KPMG, Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010, Disponível em http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2010/FA_4otrim_2010.pdf Acesso em 11 de agosto de 2015.

MIRANDA, José Carlos; MARTINS, Luciano. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. Campinas. Unicamp, 2000.

SciELO - Fusões e aquisições das unidades produtivas e da agroindústria de cana-de-açúcar no Brasil e nas distribuidoras de álcool hidratado etílico, Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20032010000400009 Acesso em 11 de agosto de 2015.

Euromonitor, No slowdown in retail investment in Brazil, Disponível em < <http://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/tab>> Acesso em 18 de setembro de 2015

PUC RIO, Histórico de Fusões e Aquisições e conceitos, Disponível em http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/15384/15384_3.PDF Acesso em 11 de agosto de 2015.

FILHO, Pascoal José Marion; VIEIRA, Gisele Magalhães. Fusões em Aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). UFSM. Santa Maria, 2010.

BARROS, Betânia Tanure De. Fusões e Aquisições no Brasil. Editora **Atlas 1ª Ed. 2003.**

CORREA, Cristiane. Abílio: Determinado, Ambicioso, Polemico. Editora **Primeira Pessoa 2015**

CORREA, Cristiane. Sonho Grande. Editora **Primeira Pessoa 2013**

SECURATO, José Claudio. Economia Brasileira. Editora **Saint Paul 2ª Ed. 2011**

- BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia. Editora **Pearson 5ª Ed. 2011**
- ROMER, David. Advanced Macroeconomics. Editora **McGraw Hil 4ª Ed. 2012**
- MANKIW, N. Gregory. Macroeconomia. Editora **LTC 7ª Ed. 2012**
- MONTIEL, Peter J. Macroeconomisc in Emerging Markets. Editora **Cambrigde UNiversity Press 2ª Ed. 2011**
- KRUGMAN, Paul & OBSTFELD, Maurice. Economia Internacional. Editora **Pearson 8ª Ed. 2001**
- BETREL, Sergio. Fusões e Aquisições / Sergio Betrel. **Editora Saraiva 2 ed. 2013**
- BARROS, Betânia Tanure De. Fusões, Aquisições & Parcerias. **Editora Atlas Única Ed. 2001**
- LODI, João Bosco. Fusões e Aquisições: O Cenário Brasileiro. **Editora Campus 1999**
- GALPIN, T. J. Herndon, M. The complete guide to mergers and acquisitions: process tools to support M&A integration at every level, San Francisco: **Jossey Bass Publishers, 2000**
- HÉAU, D, Mania de fusões in B.T. (organizadora) Fusões, aquisições e parcerias, São Paulo: **Atlas, 2001**
- BONELLI, R. Fusões e aquisições no Mercosul.Texto para Discussão n. 718. Rio de Janeiro: IPEA,abr. 2000. Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_2000/td0718.pdf >.Acesso em: 14 nov.2014.
- BRITTO, G. Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientesdo comércio. 2002. 142f. Dissertação (Mestrado em Economia).**Universidade Estadual de Capinas, Campinas, 2002.**
- ORTEGA NETO, Augusto - O impacto de variáveis macroeconômicas na criação de valor em fusões e aquisições entre empresas brasileiras, 2013.
- WARTH, Lucas Tenorio - Determinantes da movimentação do mercado brasileiro de fusões e aquisições, 2011.
- CORAZZA, Gentil. A inserção do Brasil na globalização financeira. In: CONGRÈS INTERNATIONAL MARX, 2004, Paris, 2004. Disponível em: <<http://netx.u-paris10.fr/actuelmarx/m4corra.htm>>. Acesso em: 16 nov. 2014.
- LAPLANE, M.; SARTI, F.; HIRATUKA, C.; SABBATINI,R. Empresas transnacionais no Brasil nos anos 90: fatores de atração, estratégias e impactos . Estudo Nacional. Campinas: Universidade Estadual de Campinas
- MOELLER, Scott & BRADY, Chris. Intelligent M&A: Navigating the Mergers And Acquisitions Minefield , Ebook.
- YARSHEEL, Juliana. Resultados De Processos De Fusões e Aquisições De Empresas No Brasil Entre 2007 e 2011, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2011.

SILVEIRA, Lucas de Castro. Transformações na Economia Brasileira a partir da década de 90 e suas consequências no número de fusões e aquisições no país, Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2011.

FILHO, Pascoal José Marion & VIEIRA, Gisele Magalhães. Fusões e Aquisições (F&A) De Empresas No Brasil (1990-2006), Santa Maria: Universidade Federal de Santa Maria, 2009.

ELICKER, Fabiana. Fusões e Aquisições Internacionais no Brasil, Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 2007.

CORRÊA, Domingos Sávio. Fusões e Aquisições nos Segmentos Carne Bovina, Óleo de Soja e Sucroalcooleiro, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2012.

BERNARDO, José Raphael Ramos Ferreira. Fusões e Aquisições: Sua Evolução, e o seu impacto em um estudo de eventos no setor de telecomunicações brasileiro, Rio de Janeiro: Faculdade de Economia, Administração e Finanças IBMEC, 2007.