

INOVAÇÃO DE EMPRESAS EM PROCESSO DE FUSÃO: UM ESTUDO DAS EMPRESAS DE SERVIÇOS E INDÚSTRIA

Innovation in Enterprises in Process of Merge: a study of services and industry companies

Israel Henriques Lima Martins

Bacharel em Administração e Pós-graduando em Gestão de Projetos. Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, SP. Brasil. E-mail: israelhlm@gmail.com

Patrícia G. Vidal

Doutora em Administração de Empresas. Professora do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Presbiteriana Mackenzi. São Paulo, SP. Brasil. E-mail: patvida@gmail.com

Paula Gonçalves Ragazzi

Bacharel em Administração. Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, SP. Brasil. E-mail: paularg12@hotmail.com

Resumo

O presente artigo apresenta uma análise do processo de inovação em empresas que adotaram como estratégia a criação de valor e a sinergia através da estratégia de fusão. A partir da fundamentação teórica pretende-se lançar luz ao tema ao apresentar embasamento para a pesquisa e consequente análise de resultados. Analisa-se, portanto, empresas de dois setores diversos da economia com o intuito de observar o “como” e o “porquê” de ocorrerem inovações diante do processo de fusão e quais os possíveis resultados dessas análises. Usando fontes secundárias, com o objetivo de apresentar resultados reais e imediatos ao anúncio de inovações das empresas estudadas, por meio de estudos de casos e de eventos, concluiu-se que inovações em produtos e parcerias geraram maior valor diante dos outros tipos de inovações em curto prazo no período pós-fusão.

Palavras-chaves: Inovação. Fusões. Criação de Valor. Sinergia e Estratégia.

Abstract

The current article presents the innovation process in companies which have adopted as strategy the value creation and synergies through merger with other companies. From a theoretical foundation it aims to shed light on the theme by presenting basis to this research and the ensuing result analysis. Thus were analyzed companies from two diverse sectors of the Economy with the endeavor to prove “how” and “why” such innovation before the merger process happened and which the possible results from this analysis are. By using secondary sources, with the goal to present real and instant results of the innovation announcements of the studied enterprises, through cases and event studies, it is concluded that innovation in products and in partnerships create higher value than other sorts of innovation in short term and in the post-merger.

Keywords: Innovation. Merges. Value Creation. Synergy and Strategy.

1 INTRODUÇÃO

Estratégias de crescimento são adotadas para auxiliar as empresas no atual cenário internacional. As fusões, como forma de estratégia de integração vertical ou horizontal, têm sido muito utilizadas para as empresas se adaptarem a esse ambiente, na medida em que essas ações podem gerar diversos tipos de sinergias e entre outros fatores benéficos à organização. Wright *et al.* (2000). Fusões se tornam uma tática corporativa para se criar barreiras de entrada e assim garantir o posicionamento de mercado Porter (1999) e Wright *et al.* (2000). As transações de fusão vêm se tornando um fenômeno de mercado cada vez mais intenso, segundo pesquisa de dados da KPMG (empresa de consultoria americana), o primeiro trimestre de 2011 foi recorde no número dessas operações no Brasil com 167 transações, 4% maior que o mesmo período de 2010, com destaque para os setores de Tecnologia da Informação (22 operações) e de serviços (13 transações) (MOTTA; BRANCO, 2011). Isso se deve à geração de crescimento de mercado de atuações de ganhos de sinergia entre organizações, que conseqüentemente aumentam o valor da adquirente, oriundos desse fenômeno.

A busca e a adoção de práticas de geração de inovação também estão se intensificando, pois, uma vez que a concorrência copia as formas de oferta de produtos e serviços de outras empresas, as vantagens competitivas dessas empresas se diluem com o tempo, por isso, a exploração da mudança com o fim de se propor novas formas de agregação de valor e de inovações descontínuas tornaram-se muito relevantes nas operações corporativas, conforme afirmam Kotler e Keller (2006) Churchill e Peter (2000), Drucker (2002). Las Casas (2004) apresenta os *feedbacks* da inovação como a criação de novos mercados, liderança concorrencial e lucros ganhos de forma isolada o que justifica também tal ênfase na gestão da inovação.

Dessa forma, o problema analisado neste artigo é: Quais as conseqüências do processo de fusão na inovação e criação de valor de uma empresa? Este trabalho tem como objetivo geral verificar se há a relação do processo de fusão e o desenvolvimento de inovação. Para tal, os objetivos específicos foram: identificar casos de fusões em território nacional que já tenham acontecido há dois anos; analisar a história das empresas pré-fusão e pós-fusão, usando dados se-

cundários; e identificar se por meio da sinergia advinda da prática de fusão foi produzida a criação de valor por meio da inovação. Diante do exposto justifica-se um trabalho acadêmico arquitetado no formato de estudo de caso múltiplo que investiga o processo de fusão sob o prisma da inovação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A seção objetiva apresentar as definições e tipologias para o estudo, e para tanto é necessário fazer uso dos fundamentos teóricos, pois segundo Rey (1993) o estudo deve ter por base a observação rigorosa e imparcial dos fatos e esta deve ser capaz de distinguir, dentre os muitos fenômenos os que possam ocorrer em determinadas situações e aqui distinguir aqueles que são relevantes para o estudo do problema em causa.

2.1 Conceitos Adjacentes a Estratégias de Crescimento e tipologias

Estratégia é um conceito multifacetado, Hax e Majful (1996) apresentaram nove dessas dimensões quando disseram que ela determina e revela o propósito da organização em termos de objetivos de longo prazo, programas de ação e alocação de recursos para o que é prioridade. O que implica a seleção do negócio em que a organização está ou que ela deva estar de forma seletiva em recursos tangíveis e intangíveis para desenvolver aptidões que assegurem a vantagem competitiva sustentável.

A estratégia é abordada como um plano pelo fato de se ressaltar a construção de um curso de ações intencionadas como objetivos e em alguns aspectos como um padrão, ou seja, como forma comportamental de ações que refletem uma tendência, o que pode ocorrer ao se definir um modelo de decisões. (MINTZBERG, 2000)

Não há uma definição absoluta do conceito de estratégia, tal conceito tem sido ampliado do âmbito militar para o empresarial em várias definições que, apesar de suas diferenças, segundo Nicolau (2001), convergem na inseparabilidade entre a organização e o meio envolvente, a organização e seu ambiente competitivo são interdependentes e influenciam um ao outro, bem como no futuro da organização: toda

estratégia visa um fim, um propósito vingueiro; no fato de serem estabelecidas a nível organizacional ou de atividades desempenhadas nela e nos processos de definição dos objetivos, as formas de atingi-los e sua concretização devem ser integradas e coerentes.

O alcance de um objetivo final é o denominador comum das definições do que se é estratégia. Pode-se dizer também que o objetivo geral de uma firma, sob uma perspectiva neoclássica, visa à maximização do lucro (CLEMENTE; GREESPAN, 1998 p. 43). Toda estratégia visa alguma forma de crescimento. Entretanto, do conceito de crescimento não se pode dizer que ele é somente demonstrado pelo resultado financeiro, que é tão somente um objetivo final. No que se refere ao lucro e à sua relação com o processo estratégico, diz-se que as estratégias de crescimento são “[...] destinadas a aumentar lucros, vendas e/ou participação de mercado”. (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2000 *apud* CORRÊA *et al.*, 2009, p. 153)

O crescimento pode ser entendido como o aumento de participação de mercado, bem como o aumento de lucro e vendas, conforme os autores supracitados, que também caracterizam o crescimento como o aumento de valor da empresa, nesse caso para a empresa em si e não para acionistas. Ansoff (1977) diz que, para se formular uma estratégia de crescimento, a empresa deve buscar um “elo comum” entre suas características e as do ambiente externo. Para se especificar esse elo, o autor sugere uma matriz de produtos e de mercados que define quatro estratégias de crescimento que são: penetração de mercado, desenvolvimento de mercado, desenvolvimento de produto e diversificação

Segundo Correa *et al.* (2009), as estratégias de crescimento estão inseridas dentro de um grande grupo: Estratégias de Nível Empresarial (ou corporativo), consideradas como formas alternativas de se atingir objetivos de negócio. Dentro do nível empresarial ou corporativo estão as estratégias de crescimento, divididas em nove tipos distintos:

- a) Crescimento interno: advindo do aumento de vendas, de capacidade produtiva.
- b) Integração horizontal: crescem ao adquirir outra com a mesma linha de produtos.
- c) Diversificação horizontal relacionada: quando uma organização adquire outra de um setor externo ao seu campo de operações atual,

mas que está relacionada à suas competências essenciais.

- d) Diversificação horizontal não relacionada (por conglomerados): ocorre quando a aquisição é de outra organização de um setor não relacionado por motivos de investimento financeiro.
- e) Integração vertical de empresas relacionadas: regressiva, quando as organizações adquiridas fornecem à organização em questão produtos, componentes ou matérias-primas; ou progressiva, quando adquire organizações que comprem seus produtos.
- f) Integração vertical de empresas não relacionadas: quando as aquisições são de outros setores não relacionados, gerando possibilidades de transferência ou partilha de competências essenciais.
- g) Fusões: é instrumento de crescimento organizacional feita por estratégias de combinações de empresas, das quais uma empresa se funde com outra para dar lugar a uma terceira empresa, resultante da parceria, reconhecida como sucessora ou combinada.
- h) Aquisições: é uma estratégia de crescimento realizada através da compra de ativos e/ou ações que transferem o controle acionário parcial ou total de uma empresa para outra, a adquirente, resultando em um processo de integração mais complexo em que apenas as qualidades essenciais de uma serão absorvidas pela outra, porém, mantendo a identidade da adquirente.
- i) Alianças estratégicas: parcerias em que duas ou mais organizações realizam um projeto específico ou cooperam em determinada área de negócio.

No nível corporativo, contempla-se a definição do escopo de atuação da empresa que se refere aos seus negócios, produtos, mercados; e o escopo vertical ou grau de integração na cadeia de valor da indústria. Outra parte contemplada são as formas de alcançar seus objetivos, por meio de desenvolvimento interno, aquisições e/ou fusões e alianças estratégicas (TOLEDO; ANSELMO, 2003 *apud* CORRÊA *et al.*, 2009). Estratégias de nível corporativo representam “[...] um padrão de decisões em uma companhia que determinam e revelam seus objetivos, propósitos, ou metas, que produz as principais políticas e planos para se atingir tais objetivos” (ANDREWS, 2003, p. 72).

2.2 Conceitos que Permeiam a Fusão

Embora as empresas brasileiras tenham passado recentemente por processos de Fusão entre empresas nacionais e/ou internacionais, a literatura acadêmica sobre o tema ainda é escassa e concentrada no idioma inglês.

Clemente e Greenspan (1998) afirmam que os estudos sobre fusão estão centrados nas vantagens da área financeira, como exemplo, apresentando como as empresas podem reduzir custos ou na maneira como as empresas podem aumentar o ativo através deste processo de fusão e aumento de valor de ação, ambos os exemplos concentrados nos objetivos dos *shareholders*. Para Cooper e Gregory (2000), os estudos dos processos de fusão vão além da descrição de Clemente e Greenspan (1998), pois envolvem estes questionamentos: como as empresas atuam em processos de sinergias entre adquiridas e adquirente? Como é o processo de integração entre a cultura dessas empresas e, principalmente, como o processo de fusão pode criar inovação para as empresas que passaram por esse procedimento?

Para Alves (2003), a fusão consiste no processo de união de duas ou mais empresas, no qual, ambas deixam de existir, no âmbito da lei, para dar lugar ao nascimento de uma terceira. Não havendo dissolução, não há que se falar em liquidação do patrimônio social, pois a nova sociedade surgida da operação em questão assumirá toda e qualquer obrigação, ativa e passiva, das sociedades fusionadas.

Do ponto de vista jurídico, a Lei das Sociedades Anônimas, Lei n. 6.404/76, conceitua em seu artigo 228: “A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”.

No entanto é necessário diferenciar a aquisição da fusão, retomando a Lei n. 6.404/76, “A aquisição é operação pelo qual uma ou mais sociedades compra outra, sucedendo-a em todos os direitos e obrigações [...]”, assim a diferença entre ambas é o fato de a fusão poder ou não acontecer após a aquisição. Quanto à finalidade da fusão, Clemente e Greenspan (1998), Steiner (1969), Wright *et al.* (2000), Rock *et al.* (1994), Gropelli e Nikbakht (1999) e Rasmussen (1989) consideram-na um instrumento para o crescimento da empresa. Para Barros (2001), uma grande diferença

entre fusão e aquisição é que a segunda implica em alto grau de investimento e de controle, além de um processo de integração mais complexo. Por fim, conclui-se que a fusão se diferencia da aquisição, pois, na primeira, duas ou mais empresas deixam de existir integralmente nos parâmetros legais para dar início a uma nova empresa que tem absorvido e integrado todos os ativos e passivos na formação dessa nova entidade, enquanto no processo de aquisição, uma empresa compra uma segunda e seus ativos e passivos são englobados dando continuidade e crescimento para a adquirente.

A literatura sobre o tema apresenta inúmeros motivos para explicar porque as empresas passam por processos de fusão, porém tais motivos devem ser convergidos de acordo com que essas empresas buscam como objetivos. Contudo, este trabalho está focado nos elementos motivadores que levam as empresas a buscarem fusão para assim verificar se tal processo culmina no crescimento e na inovação dessas empresas. Rasmussen (1989) defende que tanto a fusão quanto a aquisição são poderosas ferramentas para o crescimento e expansão econômica empresarial, permitindo a penetração em novos mercados em curto prazo, evitando a espera pela maturidade de investimentos internos a partir da estaca zero. Clemente e Greenspan (1998) acrescentam ainda razões como: exercer inovações e descobertas em produtos ou tecnologia para reduzir prazo e custo do produto e melhorar a qualidade, reduzir o número de competidores, fortalecerem a reputação e a imagem das empresas. Para Steiner (1969), o processo de Fusão pode impedir a dependência da empresa em relação à restrição de suas linhas de produtos existentes, trabalhando como um estímulo para a fusão, especialmente se a empresa não dispõe de tempo para a modernização a partir de seu próprio esforço de desenvolvimento interno. Clemente e Greenspan (1998) ainda enfatizam que, para evitar a demora no desenvolvimento interno do produto, as empresas que disponibilizam de capital estão na disposição de adquirir outras empresas para ampliar rapidamente sua plataforma de produtos.

De acordo com Brito (2004), as fusões são causadoras do processo de geração de riquezas, sendo o valor final dessa união maior que o valor individual de cada uma e a sinergia entre ambas faz aumentar o fluxo de caixa da empresa resultante desse processo. Hitt *et al.* (2005) designam que as operações de duas

ou mais empresas são integradas a partir da expectativa de ganho de sinergias, que podem ser de cunho operacional ou gerencial ou ainda para a propulsão de novos mercados, gerando crescimento para a empresa resultante do processo de fusão.

Hindle (1997) define sinergia como um pensamento filosófico, o qual afirma que, se somando uma forma de negociação com outra força, é possível criar algo maior que o total das forças provenientes. A sinergia é talvez a forma mais evidente de criação de valor, ela ocorre quando duas unidades operacionais podem produzir mais eficientemente, ou seja, com o menor custo, ou mais efetivamente, isto é, com melhor alocação de recursos escassos em um ambiente com restrições, juntas do que separadas. (PATROCÍNO; KAYO; KIMURA, 2007, p. 4)

2.2.1 Criação de Valor em Fusões

A respeito da criação de valor, seja para *stakeholders* e *shareholders*, Scheiweiger e Very (2003), em uma perspectiva financeira, apresentam duas concepções de valor: a de mercado e a de fluxo de caixa entendida como

[...] a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) é a origem de todo o dinheiro que entrou no Caixa, bem como a aplicação de todo o dinheiro que saiu do Caixa em determinado período, e, ainda o Resultado do Fluxo Financeiro. (MARION, 1998, p. 380)

Esse conceito, segundo Schweiger e Very (2003), é comumente chamado de sinergia, que pode ser categorizada em quatro tipos:

- a) Sinergia de custos:** variáveis ou fixos, sendo este último comumente associado à economia de escalas, a custos administrativos, de *back office* e de *supply chain*.
- b) Sinergia de faturamento:** advinda de vendas cruzadas que se pode criar, de vendas provenientes do *marketshare* adquirido.
- c) De poder de mercado:** ao se adquirir uma empresa que desenvolva o mesmo tipo de produto ou serviço, conseqüentemente elimina-se concorrência e se ganha maior poder de mercado e de barganha – o que leva a maior probabilidade de se trabalhar com margens mais altas.

- d) De intangíveis:** aprendizagem, *branding*, *know-how*, cultura organizacional, etc.; as sinergias mais complexas de se atingir em um processo de união entre empresas.

2.3 Conceitualizando a Inovação e suas Configurações

O crescente nível de competitividade entre organizações e o alto grau de mudanças sociais fazem com que empresas de vários setores busquem novos mercados, novos processos e novas formas de gerir os negócios, em outras palavras, inovação. A inovação torna-se a iniciativa que traz uma novidade ou uma melhoria nos produtos e/ou serviços oferecidos por uma empresa (MANUAL DE OSLO, 1996). Segundo Drucker (2003), a inovação é o meio pelo qual os empreendedores exploram a mudança como uma oportunidade para um negócio ou um serviço diferente.

Segundo Las Casas (2000), inovação, portanto, tem se tornado um fator-chave de sobrevivência organizacional, pois ela traz duas formas de *feedbacks* essenciais para o crescimento corporativo. A primeira é conseguir lucros isoladamente perante a concorrência, a segunda, sendo consequência da anterior, é liderança no mercado de atuação.

A categorização da inovação não é uma ciência exata e há inúmeras formas de assim fazê-la, conforme afirma Katz (2007). Segundo o Fórum de Inovação da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP), baseado nas definições apresentadas do Manual de Oslo (1996), a inovação pode ser classificada em quatro tipos.

- a) **Produtos e Serviços:** desenvolvimento e comercialização de produtos/serviços novos, baseados em novas tecnologias e vinculados à satisfação de necessidades dos clientes. Davenport (1998) afirma que a inovação de produtos pode ser resultante da inovação no processo, o que diminui o tempo de ciclo de desenvolvimento e aumenta o retorno sobre o investimento em inovação.
- b) **Processos:** desenvolvimento de novas formas de produção de produtos ou de novas formas de relacionamento para a prestação de serviços. Ainda segundo Morris e Brandon (1994), a inovação nos processos é adotada por motivos que contribuam para o seu sucesso, como

redução de custos e aumento de qualidade e de lucratividade.

- c) Negócios: desenvolvimento de novos negócios, mercado.
- d) Gestão: desenvolvimento de novas estruturas de poder e de liderança. Como já foi dito, há várias formas de se categorizar a inovação, seja pelo grau de novidade ou pelo grau de impacto que se produz na organização.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este artigo descreve uma pesquisa explicativa, descritiva e longitudinal, com a intenção de procurar descobrir a frequência que o fenômeno estudado ocorre e como ocorre (SELLTIZ *et al.*, 1974; RICHARDSON, 2007). A pesquisa utilizou dados secundários de resultado, assim como pesquisa documental em empresas brasileira, a fim de verificar os efeitos anteriores e posteriores à prática de fusão e à aquisição.

Em pesquisas quantitativas procura-se mensurar e quantificar os dados obtidos na etapa de coleta de informações, pelo emprego de técnicas estatísticas simples como: desvio padrão, média e percentagem. (HAIR *et al.*, 2005). Já o método qualitativo difere do quantitativo à medida que não utiliza instrumento estatístico como base do processo de análise de um problema. A abordagem qualitativa justifica-se por ser uma forma adequada para entender a natureza de um fenômeno social. (RICHARDSON, 2007)

Dessa forma, este projeto segue o método de pesquisa qualitativo e quantitativo, pois tem a intenção de analisar se a variável independente de fusões está correlacionada às variáveis dependentes de inovação, sinergia e criação de valor e, assim, verificar se é possível explicar as hipóteses de Fusões como estratégia de crescimento, se são fontes de inovação de processos, de produtos e de gestão, como: (1) Os processos de fusão geram sinergia em inovação e criação de valor (existe uma relação direta e positiva entre fusão e inovação); (2) O crescimento advindo do processo de fusão está associado indiretamente ou diretamente à inovação (o

aumento do valor da empresa depois do processo de fusão está relacionado à inovação). (HAIR *et al.*, 2005; RICHARDSON, 2007)

Foi utilizada uma pesquisa qualitativa para apresentar o fenômeno da criação de inovação em fusões e como ele se manifesta por meio de descrição qualitativa, tendo como unidade de análise organizações de serviços e indústrias do Brasil. O objetivo é descobrir o processo de fusão e como é gerada a inovação. Por isso, para aprofundar o fenômeno entre fusão e inovação pretende-se descrever suas peculiaridades, apresentando fatores em comum e analisando as empresas fusionadas antes, durante e depois do processo de fusão sob a ótica da inovação de forma objetiva e didática.

3.1 Metodologia do Estudo de Eventos

Dados quantitativos foram selecionados usando a metodologia de estudo de eventos, um método que apresenta forte preocupação com a relação causal entre variáveis. Para Fama (1969), o estudo de evento é composto por uma análise do mercado, na qual avalia-se este apresentou alguma reação significativa frente a um determinado evento quando comparado com os resultados obtidos antes da ação do evento, o intuito é verificar se as ações do evento podem de alguma maneira afetar o mercado.

O Estudo de Evento consiste na análise do efeito da divulgação de informações específicas de determinadas firmas sobre os preços de suas ações. Utilizando um modelo de geração de retorno de ações, considerado padrão, denominado de retorno normal ou esperado, que é visto como o retorno que o título teria caso o evento não ocorresse. Para identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico analisado, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno observado no período de análise.

De acordo com Mackinley (1997), o estudo de eventos é composto pelas seguintes etapas representadas na Figura 1:



Figura 1: Etapas do Estudo de Evento

Fonte: Adaptada de Mackinley (1997)



A definição do evento é composta pela determinação cronológica do seu estudo para verificar como as variáveis se comportaram antes do evento, no momento e no período pós-evento. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003)

O período a ser definido apresenta grande importância nesta análise, pois poderá determinar se realmente existe correlação entre as variáveis de acordo com seus comportamentos. Com a finalidade de trazer esse período para a realidade das empresas escolhidas optou-se por um período prévio de dois anos, durante e igual período após o evento, considerando assim um período razoável para as análises e que possa demonstrar as reais variações sem, no entanto, demonstrar variações bruscas por vazamento de informações do mercado típica de períodos muito curtos ou até não correndo o risco de capturar oscilações anormais característica de períodos muito longos.

3.1.1 Critério de Seleção

Com a finalidade de abordar e de analisar como as ações das empresas, que passam pelo processo de fusão, reagem a esse evento, o presente trabalho elegeu empresas de diferentes setores da economia, compostos por empresas de indústrias e de serviço, ressaltando que a escolha foi baseada na finalidade de se buscar provar se houve criação de valor dessas empresas e inovação como resultado do processo de fusão. As empresas escolhidas comercializam as ações no mercado financeiro brasileiro e que, conseqüentemente, publicam, em Diário Oficial, informações que possam ser relevantes para a composição deste estudo.

3.1.2 Procedimento de Estimação

Uma vez definida a metodologia de estudo de evento e elegidos os critérios de seleção é preciso traçar um processo de estimação de *performance*, utilizando um subconjunto de dados conhecidos, nos quais devem incluir informações de localização de dados, o período de análise e neste caso conhecido como janela de estimação, utilizar amostrar de dados demonstrando o resultado ou retornos normais ou anormais a partir dos eventos, aplicação de testes não-paramétricos para confirmação ou não dos resultados e por fim a seleção de amostras para análise quantitativa.

Para melhor análise decidiu-se por usar seleção amostral por conveniência, observando-se dados de um antes dos eventos de fusão. A seguir tal decisão melhor detalhada.

3.1.2.1 Critério de Seleção

Para analisar o fenômeno da inovação e de criação de valor no contexto de fusões, decidiu-se analisar quatro empresas listadas na Bovespa de sociedade anônima, sendo duas do ramo de serviços e duas de indústrias que obtiveram maior repercussão na mídia. Portanto, a seleção amostral é por conveniência. (HAIR *et al.*, 2005)

3.1.2.2 Período de Seleção

O período de escolha se deve aos efeitos dos eventos e dos fenômenos estudados, ou seja, efeitos no valor acionário como também o grau de inovação antes e após o fenômeno econômico-financeiro estudado. O tempo de criação e de implantação de um produto, processo ou serviço e o tempo do processo de fusão podem demorar, no caso de fusão, seus efeitos perpetuam-se por cerca de dois anos. (CAMARGOS; BARBOSA, 2007)

Como são eventos diferentes com o fim de evitar a sobreposição de ambos e para obter informações mais recentes, o estudo pretende analisar empresas que participaram de processos de fusão mais recentes e que se encaixam dentro do prazo estabelecido. Sendo a janela de estimação um ano anterior à data zero (fusão).

3.1.3 Retornos Normais e Anormais

Para balizar o estudo de evento foi realizada uma análise em torno de retornos de ações. Por isso, a pesquisa avaliou o impacto do evento por meio de uma medida do retorno anormal. O retorno normal é definido como o retorno esperado, o valor calculado das ações sem a condição de que o evento ocorra, enquanto o retorno anormal é definido como o retorno observado *ex-post* de um título menos o retorno normal da firma na janela de evento. Assim, o retorno anormal de um título para uma dada firma i e uma data de evento t é dado pela fórmula: $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

R_{it} e $E(R_{it})$ são, respectivamente, o retorno anormal, retorno observado e retorno esperado do ativo i para o período t , com base nas informações condicionantes do modelo de geração de retornos normais (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Segundo os mesmos autores, há inúmeros modelos para se calcular retornos, um deles é o método do Índice de Comparação (LÍC), que consiste em encontrar a diferença do retorno da ação em relação ao retorno do índice de mercado (no caso o Ibovespa, pois é a média das variações dos títulos acionários) numa mesma data utilizando a forma logarítmica:

$$L\tilde{I}C = Ln\left(\frac{\frac{\tilde{P}_t}{P_0}}{\frac{\tilde{I}_t}{I_0}}\right)$$

Figura 2: Índice de Comparação
Fonte: Camargos e Barbosa (2003)

Em que:

P_0 é o preço da ação; P_t é a cotação no mercado t dias após o evento; I_0 é o índice de mercado na data do evento;

\tilde{I}_t é o índice de mercado t dias após o evento; $L\tilde{I}C$ é o logaritmo do Índice de Comparação.

Usou-se a forma logarítmica para criar aderência ao critério de normalidade, pressuposto básico para se fazer análises estatísticas (HAIR *et al.*, 2005). Foram avaliadas as tendências logarítmicas dos preços das ações de todo o período estudado de cada empresa e também dos períodos trimestrais e mensais após o lançamento de cada inovação. Exceto no caso da análise dos efeitos de inovação de cultura que, devido a sua natureza de longo prazo, foi avaliada após dois anos de seu surgimento, tempo em que a fusão média se concretiza (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Tal avaliação foi feita mediante técnicas de regressão linear em que o R^2 significa que a medida da proporção da variância tendência é explicada pelos valores acionários, portanto, quanto mais próximo de 1 for o R^2 melhor é a explicação que a tendência realiza sobre os valores de ação. Além disso, para provar se teve acréscimo ou perda de valor, analisou-se o coeficiente de regressão, que é um valor numérico da estimativa do parâmetro que está diretamente associado a uma variável independente, por isso, se for positivo indica

que gerou valor, se negativo houve perda. (HAIR *et al.*, 2005)

3.1.4 Testes

Como se quer determinar se houve criação de valor no processo de fusão, espera-se que se confirme a Hipótese da Maximização da Riqueza dos Acionistas (HMRA), ou seja, que as ações de uma empresa crie valor para os acionistas.

Hipótese nula: a média dos retornos anormais da janela de comparação das firmas que passaram por fusões antes é estatisticamente igual à média dos retornos anormais posteriores à data de divulgação da fusão.

Hipótese alternativa: a média dos retornos anormais da janela de comparação das firmas que passaram por fusões antes não é estatisticamente igual à média dos retornos anormais posteriores à data de divulgação da fusão.

No teste de hipóteses da HMRA foram utilizados testes não paramétrico de Mann-Whitney, pois não havia normalidade na distribuição dos dados. Para o teste usou-se um nível de significância de 5% ($\alpha > 0,05$). Conforme descrito pelas hipóteses da HMRA, seria confirmada se a diferença estatística entre as médias fosse comprovada e a média posterior fosse superior à média anterior. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003)

3.1.5 Características Amostrais

Para fins de análise quantitativa, foram selecionados os valores das ações das empresas estudadas, nos fechamentos diários. Esses valores abrangem os períodos de um ano antes da fusão para estimar variações (retornos anormais), um ano durante a fusão e outro após o processo sendo então definidos como janelas de evento. Escolheu-se a periodicidade anual para poder observar os efeitos de valor pós-fusão e como a criação de valor se comporta nesse período com o propósito de compará-la à análise qualitativa dos dados, que em seus respectivos cases, apresentará as inovações então criadas.

Obviamente foram excluídos os dias que não tiveram pregão na bolsa de valores, preservando, porém, o mesmo número de dias de pregões antes, depois e durante a data zero, data em que fora oficialmente anunciada as fusões e as aquisições para os acionistas.

Didaticamente, as janelas de estudo são sintetizadas na Figura 3:

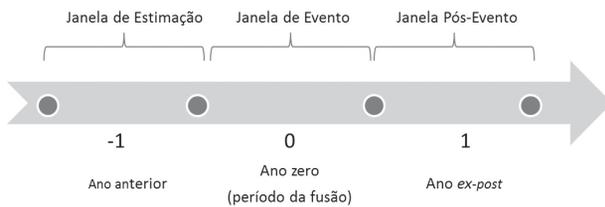


Figura 3: Janelas de evento

Fonte: Adaptada de Camargos e Barbosa (2003)

Como o estudo em questão visa lançar luz ao processo de fusão em conjunto com o da inovação, decidiu-se selecionar ações ordinárias (ON), pois tais ações conferem aos seus detentores o poder de decisão sobre o curso da empresa emissora dessas ações o que levará a decisão para a criação de novos produtos, processos, práticas organizacionais e de marketing visando o aumento de riqueza aos *shareholders*. (GITMAN, 2007)

Foram calculados os retornos anormais ao comparar o período de fusão com o anterior e outros retornos anormais ao comparar o período posterior com o ano da fusão. Posto isso, calculou-se a média acumulada desses dois grupos de retornos de cada empresa para comprovar se a Hipótese de Maximização dos Acionistas foi validada, ou seja, se houve criação de valor.

Desejou-se aplicar o teste bicaudal *t-student* com significância de 0,05 (5%) para validar tal hipótese estatisticamente. Contudo, devido à não normalidade dos dados, foram usados testes não paramétricos de Mann-Witney (HAIR *et al.*, 2005)

As inovações selecionadas foram as que obedeciam à periodicidade da pesquisa e que tiveram grande repercussão na mídia, e cujas empresas sofreram processos de fusão ou de aquisição. Além disso, foi considerada a diversidade de atuação dessas companhias no sentido de obter uma empresa do ramo industrial e a outra do ramo de serviços financeiros. Com essa diversidade objetivou-se ter um conhecimento amplo dos efeitos da fusão frente à criação inovadora. O Quadro 1 apresenta os eventos de fusões com suas datas oficiais e suas respectivas atuações.

EMPRESAS	DATA DA FUSÃO	ATUAÇÃO
Itaú – Unibanco	04/11/2008	Serviços Financeiros
Perdigão – Sadia	19/05/2009	Indústria Alimentícia

Quadro 1: Data das Fusões e aquisições das empresas estudadas

Fonte: Economática

4 DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS DO ESTUDO

Este estudo selecionou empresas de destaque em dois setores do mercado, indústrias e serviços que recentemente passaram pelo processo de fusão, a fim de contribuir nesta análise. Todas as empresas aqui estudadas apresentam histórico de fusões e aquisições, e, através de análise prévia desses históricos, é possível identificar que essas empresas utilizaram a estratégia de fusão ao longo dos anos como meio de promover desenvolvimento, crescimento e, principalmente, criar uma cultura de sinergia para mudanças.

Com a finalidade de explorar o ramo de indústrias no processo de fusão elegeu-se a Sadia e a Perdigão, empresas que no ano de 2009 passaram por tal processo e juntas formaram a BR Foods. Nesse sentido, procura-se descobrir se houve sinergias que culminaram em criação de valor e de inovação nessas empresas e, principalmente, com que frequência que ocorreram esses fenômenos e quais os de maior destaque.

Em igual desígnio nomeiam-se as empresas Itaú e Unibanco como instituições do setor financeiro, pois, em 4 de novembro de 2008, ambas as empresas passaram pelo processo de fusão e formaram o banco Itaú-Unibanco.

Nos parágrafos seguintes serão apresentados os históricos fundamentais de cada uma dessas empresas para que se possa traçar uma linha de entendimento de como a estratégia de fusão é latente nos dois setores e, principalmente nestas empresas, desenvolver um norte para entender os possíveis resultados deste estudo.

4.1 Breve Histórico das Empresas Estudadas e Resultados Qualitativos

Nos parágrafos seguintes serão apresentados os históricos fundamentais de cada uma dessas empresas para que se possa traçar uma linha de entendimento de como a estratégia de fusão é latente nos dois setores e, principalmente nestas empresas, desenvolver um norte para entender os possíveis resultados deste estudo.

4.1.1 História da Sadia

Fundada em 1944 por Attilio Fontana, a Sadia cresceu e tornou-se referência de excelência na indústria de alimentos. Esse sucesso se deve à constante preocupação com a qualidade e ao empenho em desenvolver sempre novos produtos. Hoje, o seu portfólio conta com mais de 650 itens, que são distribuídos para mais de 300.000 pontos de venda em todo o Brasil. Entre os seus produtos estão a excelência em genética e produção de aves e suínos, abate de bovinos, sobremesas prontas e congeladas, lanches de preparo rápido e produtos de proteína vegetal e soja, esses produtos estão aliados à força da sua equipe de vendas.

Em 2001 e 2003, a marca Sadia foi eleita a mais valiosa do setor alimentício brasileiro, em pesquisa da *Interbrand* – consultoria inglesa conhecida por listar as 75 marcas mais valiosas do mundo. Em janeiro de 2004, a Sadia iniciou a comemoração dos seus 60 anos de fundação. Em 2006, a empresa criou um Comitê de Sustentabilidade ligado ao Conselho de Administração para avaliar o desenvolvimento de suas atividades, levando em conta o desempenho econômico-financeiro, ambiental e social. Além de promover alterações na estrutura organizacional da área comercial, a companhia anunciou reforços na área de marketing (investimentos no Brasil e no exterior) e a criação de uma diretoria de relações internacionais.

A Sadia se tornou um conglomerado de cerca de 20 empresas. É a primeira empresa no *ranking* comercial brasileiro de aves, carnes industrializadas, suínos e bovinos; e a segunda no mercado de soja. Com mais de 30 mil funcionários, a Sadia mantém 12 unidades industriais e centros de distribuição espalhados por todo o Brasil. Exporta para mais de 60 países, em filiais e escritórios comerciais por vários países, abrangendo América Latina, Europa, Ásia e Oriente Médio.

4.1.2 História da Perdigão

A empresa nasceu em 1934, na cidade de Videira (antiga Vila das Perdizes), Meio-Oeste de Santa Catarina, e tem sua trajetória associada à própria história do setor alimentício no país. Companhia de capital aberto é controlada desde 1994 por um *pool* de fundos de pensão. Foi a primeira empresa brasileira de alimentos a lançar ações na Bolsa de Nova York (NYSE). No Brasil, está entre as líderes na produção de alimentos e de processamento de aves e suínos. A companhia tem como importantes diferenciais competitivos a estrutura de produção – com 16 unidades industriais, localizadas no Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Goiás, Distrito Federal e Mato Grosso – e a rede de distribuição de congelados e refrigerados, com 16 centros próprios, e sete terceirizados, além de 21 pontos de *cross-docking* – operação de rápida movimentação de produtos acabados para expedição. No exterior, mantém seis escritórios em operação: na Inglaterra, Holanda, Emirados Árabes Unidos, França, Cingapura e Japão e um centro de operações na Holanda.

4.1.3 BRF Brasil Foods S.A

A associação entre Perdigão e Sadia, que deu origem a uma nova empresa de nova razão social: BRF Brasil Foods S.A, anunciada em 19 de maio de 2009. O negócio está sendo analisado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Atualmente, a Sadia é uma subsidiária integral da BRF Brasil Foods S.A. A empresa fechou 2010 como a terceira maior exportadora do país. Considerando os números apurados no balanço do ano, calcula-se que a empresa participa com pouco mais de 20% no saldo da balança comercial brasileira, que soma US\$ 20,3 bilhões, confirmando sua vocação de grande geradora de divisas para o país.

Com faturamento líquido de R\$ 23 bilhões, registrado em 2010, é uma das maiores exportadoras mundiais de aves e a maior empresa global de proteínas em valor de mercado. No Brasil, ela está entre as principais empregadoras privadas, com 113 mil funcionários. O processo de fusão avança dentro dos parâmetros estabelecidos no Acordo de Preservação de Reversibilidade da Operação (APRO), firmado pelas duas empresas com o CADE. A partir das flexibilizações

liberadas, já foram implantadas a gestão conjunta da área financeira, a coordenação das atividades das duas empresas no mercado externo e também a política de comercialização de produtos *in natura*.

A integração das demais áreas depende da aprovação do órgão. Até a decisão do CADE, cada empresa terá sua administração independente, exceto nas funções citadas.

4.1.3.1 Resultados Qualitativos

Para melhor entendimento segue o gráfico da evolução do Valor acionário da BRF Brasil Foods S.A (ON):

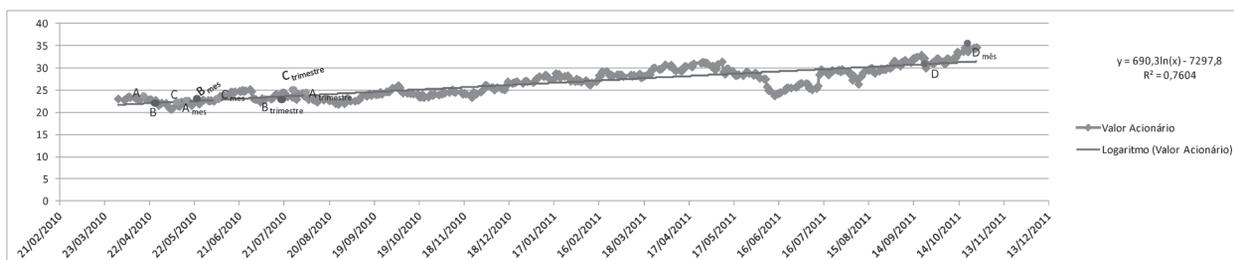


Figura 4: Representação Gráfica da evolução do Valor acionário da BRF Brasil Foods S.A (ON)

Fonte: Elaborada pelos autores deste artigo

Tabela 1: Inovações BR Foods e dados de tendência mensal e trimestral sobre valor agregado

Cores	Pontos	Inovações BR Foods	R² mês	Coefficiente mês	R² trimestre	Coefficiente trimestral
●	A	Parceria com EMBRAPA (BR Foods)	0,0221	157,39	0,5384	-1761,8
●	B	Uso de Rede colaborativa (Sadia)	0,0221	157,39	0,5384	-1761,8
●	C	Linha Família de Sabores (Sadia)	0,5273	2065,1	0,4393	1140,5
●	D	Rede Social de Culinária (Sadia)	0,699	2588,4	0,0123	455,26

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Economatica

PONTO NA FIGURA	DATA	SADIA	PERDIGÃO	BR FOODS	FONTE
A	19/04/2010	Parceria estratégica entre Nielsen e Sadia no desenvolvimento de novas linhas de produtos	Senar-RS firma parceria com Perdigão para garantir qualidade do leite	Parceria entre BRF Brasil Foods e Embrapa promete aumentar competitividade do leite	Pecuária Brasil

Quadro 2: Inovação em Relações Externas (Parcerias) BRF Brasil Foods S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

O acordo, que envolve a BRF Brasil Foods S.A. e a Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária (EMBRAPA), além de uma cooperativa do Paraná, foi anunciado oficialmente em uma reunião em São Paulo. O trabalho já está sendo feito no campo com 20 propriedades. Essa parceria até então fora feita tanto com a Sadia como com a Perdigão, pelo fato de essas empresas terem algumas operações já sendo feita em conjunto, a maioria nos Estados da Região Sul, mas há também em Pernambuco, Minas Gerais e Goiás. Os produtores têm acesso ao que se pode chamar de

pacote de benefícios e receberão orientações técnicas e apoio para se manter no mercado. A estratégia de parceria entre empresas é uma prática histórica entre as empresas originárias da fusão que resultaram na BR-Foods e o anúncio anterior revela mais uma tentativa de unir forças com a finalidade de explorar com eficiência os recursos da empresa, objetivando uma produção mais competitiva. Analisando o Quadro 2 é possível identificar aumento no valor das ações para os dias que circundam a notícia e de igual forma é possível notar instabilidade no valor das ações em relação trimestre.

PONTO NA FIGURA	DATA	SADIA	PERDIGÃO	BR FOODS	FONTE
B	20/04/2010	Não há notícias anteriores	Não há notícias anteriores	Sadia usa rede colaborativa para gerir conhecimento	Exame Abril

Quadro 3: Inovação em Gestão BRF Brasil Foods S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

Até o final de 2007, a companhia não tinha nenhuma ferramenta que organizasse e disseminasse as informações técnicas entre os funcionários. “Se o empregado saísse da empresa, aquele conhecimento adquirido era perdido”, explica o consultor da Sadia, Ioanis Sarantopoulos, que apresentou o case durante o evento Gestão 2.0, promovido pelo Terra Fórum, em São Paulo. Nota-se, neste caso, um esforço por parte da administração na nova empresa BRF Brasil Foods em unir e explorar conhecimentos advindos de ambas as companhias anteriores, Sadia e Perdigão, com a finalidade de criar sinergias que podem culminar em uma

melhor gestão de conhecimento e inovação na maneira como a empresa realiza a sua gestão organizacional.

Também realizou análise dos possíveis impactos deste anúncio para o investidor da empresa e, conforme o Quadro 3, é possível notar uma ligeira valorização no valor da ação seguida de uma queda considerável devido a dois anúncios, o primeiro referente ao anúncio de retardamento na aprovação da fusão entre Sadia e Perdigão e o segundo, de mesma data do anterior, confirmando uma parceria estratégica da BR Brasil Foods S.A. com a empresa EMBRAPA, este último anúncio será analisado mais adiante. Já em relação ao trimestre é possível identificar um período de muita instabilidade.

PONTO NA FIGURA	DATA	SADIA	PERDIGÃO	BR FOODS	FONTE
C	13/05/2010	Sadia lança inovação de linha de produtos Hot Pocket(R)	Perdigão traz lançamentos para o setor de Food Service	Lançamento da linha Família de Sabores Sadia	Total Marketing

Quadro 4: Inovação em Produtos BRF Brasil Foods S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

Entre os dias 10 e 13 de maio de 2010, a Sadia participou da APAS 2010 – Congresso de Gestão e Feira Internacional de Negócios em Supermercados, que aconteceu no Expo Center Norte, em São Paulo. Na ocasião, a companhia apresentou seus principais lançamentos e aproveitou para estreitar relacionamento com os supermercadistas de todo o Brasil. Em um estande localizado entre as ruas 7/9 PQ, construído com materiais sustentáveis, a Sadia expôs ao mercado a linha Família de Sabores Sadia que, inspirada na culinária de diferentes países, tem pratos prontos comercializados em edição limitada entre abril e julho.

Com a finalidade de verificar o efeito do anúncio de lançamentos de produtos para os investidores da BR Foods, foram coletados dados referentes ao valor das ações da empresa no período de um mês e observando o Quadro 4, é possível identificar a valorização das ações da empresa.

Do mesmo modo, foram coletados dados correspondentes ao trimestre do lançamento de novos produtos e o que se pode observar, por meio da análise o Quadro 5, é que houve valorização do valor da ação ao longo do período.

PONTO NA FIGURA	DATA	SADIA	PERDIGÃO	BR FOODS	FONTE
D	22/09/2011	Sadia estreia nova campanha da marca "A Vida com S é Mais Gostosa"	Perdigão estreia campanha digital com ação no Foursquare	Sadia lança rede social de culinária	Disponível em: http://www.clicktlayout.com/blog/?p=4992

Quadro 5: Inovação em Marketing BRF Brasil Foods S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

A BRF Brasil Foods S.A. lançou a rede social "Meu Livro de Receitas" por meio da marca Sadia. O site de relacionamento permite aos usuários criar e compartilhar um guia de receitas personalizado com os seus amigos na web. Os usuários também poderão colecionar e acessar o conteúdo do livro de receitas dos demais internautas. Com o projeto, a Sadia marca sua entrada nas redes sociais e abre um novo canal de diálogo com os consumidores.

Para verificar se as notícias de inovações em Marketing têm relevância para o investidor realizou-se levantamento de dados mensais, portanto, é possível notar uma pequena valorização após forte queda no valor das ações após anúncio da empresa de inauguração de novo frigorífico em Campos Novos, Santa Catarina. Também é possível notar valorização das ações no período trimestral das ações, como é possível observar o ponto na figura D do Quadro 5.

4.1.4 Breve História do Unibanco

Em 27 de setembro de 1924 foi fundado o banco Unibanco, terceiro maior grupo financeiro privado do Brasil. Em maio de 1967, o Banco se fundiu com o Agrimer, Banco Agrícola Mercantil, e surgiu a sua nova denominação: União de Bancos Brasileiros S.A. (UBB). Em 1970, houve a segunda grande incorporação, com a absorção do Banco Predial do Estado do Rio de Janeiro. Com ela, um novo perfil institucional foi instaurado: a popularização como banco de varejo.

O ano de 2000 termina com marcas históricas para o Unibanco: 1.623 pontos de atendimento no Brasil. Isso se deve em parte ao crescimento orgânico, mas também é resultado da aquisição do controle integral da Fininvest, do Credibanco e do Banco Bandeirantes, o maior grupo financeiro de Portugal, que controlava o Bandeirantes e que passou a deter 12,3% do capital total do Unibanco. O novo milênio começou com novas parcerias: com a Globex/Ponto

Frio, por meio de seu banco InvestCred (atualmente PontoCred); com o Magazine Luiza, formando o LuizaCred. Nessas duas operações no segmento de crédito direto ao consumidor, o Unibanco detém 50% de participação e a gestão dos negócios. Não faltaram motivos para as comemorações dos 80 anos do Unibanco, em 2004. O ano começa com a compra do HiperCard, cartão de crédito *private label* e principal meio de pagamento das lojas Bompreço, aceito em mais de 70.000 estabelecimentos comerciais do Nordeste. Em 2007, o Unibanco continuava sob o controle familiar (família Moreira Salles) sendo presidido pelo neto do fundador, Pedro Moreira Salles. Com a crise de 2008, este foi o único grande banco brasileiro que teve rumores de problemas de liquidez, porém nada além de especulações.

4.1.5 Breve História do Itaú

A trajetória do Banco Itaú começou, em 30 de dezembro de 1943, com a constituição do Banco Central de Crédito S.A. por Alfredo Egydio de Souza Aranha e teve sua primeira agência inaugurada em dois de janeiro de 1945 na sede situada na Rua Benjamin Constant, n. 187, em São Paulo. Já o nome Itaú surgiu da fusão, em setembro de 1964, do Federal de Crédito e do Banco Itaú, dando origem ao Banco Federal Itaú S.A.

No início de novembro de 2008, o Itaú anunciou uma megafusão com o Unibanco, formando o maior banco do país e o maior grupo financeiro do Hemisfério Sul, cujo valor de mercado fará com que ele fique situado entre os 20 maiores do mundo. Trata-se de uma instituição financeira com a capacidade de competir no cenário internacional com os grandes bancos mundiais. Os números do resultado da fusão são gigantescos: o total de ativos combinado é de mais de R\$ 623 bilhões, aproximadamente 4.800 agências e postos de atendimento (representando 18% da rede bancária) e

14,5 milhões de clientes de conta corrente (18% do mercado). Em volume de crédito, representava 19% do sistema brasileiro, e em total de depósitos, fundos e carteiras administradas atingindo 21%.

Em dezembro de 2008, o Itaú e o Unibanco contavam com 108.027 funcionários, sendo desses 71.354 originários do Itaú e 36.673 originários do Unibanco. O Itaú é o segundo maior banco privado do Brasil e 4º colocado no *ranking* geral. A sua tecnologia disponível permite que 76% das transações de clientes sejam efetuadas por meio dos canais de autoatendimento, aumentando a conveniência para os clientes e reduzindo as despesas para o banco. O banco ainda tem operações em mais de 20 países.

4.1.6 História do Itaú – Unibanco

Itaú Unibanco Banco Múltiplo S.A. foi fundado em 4 de novembro de 2008 mediante a fusão de duas das maiores instituições financeiras do país, o Banco Itaú Holding Financeira e o Unibanco. Em 2008, a fusão foi lançada, e em 2010 foi aprovada e está acontecendo aos poucos. O Itaú Unibanco mantém uma carteira de produtos e serviços que atende amplamente aos mercados doméstico e internacional. Conta com uma estrutura operacional e administrativa em todo o território brasileiro e nos principais centros financeiros mundiais. A estratégia de segmentação adotada pelos

dois bancos há décadas permite, hoje, que o Itaú Unibanco integre e disponha de estruturas, produtos e serviços criados para atender às especificidades dos mais variados perfis de clientes.

4.1.6.1 Resultados Qualitativos

Foi realizada uma pesquisa quantitativa (pesquisa cultural e pesquisa sobre Valores) e qualitativa com entrevistas (70) e grupos focais (com 90 executivos e 240 gerentes). O total de pesquisados foi de mais de 16 mil colaboradores, de áreas administrativas e da rede de agências e os resultados dessa pesquisa somados com os resultados de um debate do Comitê de Pessoas, órgão do Conselho de Administração deu origem a um desenho de nova cultura corporativa do Itaú Unibanco, que foi validado em mais de uma sessão do Comitê Executivo da empresa, nascendo o “Nosso Jeito de Fazer”. Essa inovação repercutiu até no *layout* das agências e escritório, pois foram criados espaços mais abertos e foram eliminadas muitas salas individuais. Além disso, foram realocadas às áreas para estimular a interdependência delas bem como suas sinergias. Baseado em informações de uma apresentação do Itaú Unibanco na APIMEC 2009, segue um esquema detalhando a união de premissas para se criar um novo desenho cultural apresentado no Quadro 7.

PONTO NA FIGURA	DATA	ITAÚ	UNIBANCO	ITAÚ UNIBANCO	FONTE
A	02/01/2009	Cultura: Modo Itaú de fazer	Cultura: Jeito Unibanco	Cultura: Nosso jeito de fazer	APIMEC 2009. Relatório de Sustentabilidade 2009

Quadro 6: Inovação em Gestão – Cultura Nosso Jeito de Fazer

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

ITAÚ	UNIBANCO	ITAÚ-UNIBANCO
Equipe	O time é tudo	Craques que jogam para o time
Performance	O que vale é o placar	Paixão pela Performance
Valores Humanos	Liderança Intelectual	Liderança Ética e Responsável
Melhoria Contínua	Boa Ambição	Sonho Grande
Motivador	Descomplicado	Ágil e Descomplicado
Satisfação dos Clientes	Sem frescura	Todos pelo Cliente
Feedback	O melhor, com os melhores	Processos servindo Pessoas
Celebramos	Cabeça nas nuvens pés no chão	Foco na inovação e inovação com Foco
	Meritocracia inquestionável	Carteirada não vale
	Diferente de todos	

Quadro 7: Valores culturais das empresas Itaú, Unibanco e Itaú Unibanco

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

Essas premissas são atitudes que se esperam dos colaboradores da instituição financeira. Vale ressaltar que na cultura Unibanco há dez atitudes fazendo alusão ao decálogo bíblico os dez mandamentos (SCHMITT; SARKIS, 2009). Nessa nova forma de se fazer cultura forma unidos os pontos em comum como o de facilitar o atendimento e os processos, a busca pelo trabalho em equipe e o foco em resultados. Segundo tal apresentação, e comparando as listas de valores, pode observar que o Itaú enfocava muito mais as questões de processos, já o Unibanco enfocava mais as pessoas, em suas respectivas culturas. Com essa inovação tem-se a ideia de que os processos devem servir para as pessoas nutrirem o que elas devem mais buscar: a performance e a inovação que lhes traga resultados e se baseie em fatos concretos.

A ética na liderança e nas atividades (expressa em “Carteirada não vale”) é também um elemento não só para manter a boa governança corporativa e a imagem, mas também uma forma de melhorar o ambiente de trabalho para que as atividades sejam feitas em equipe e assim se produza *performance*.

Por ser uma inovação no âmbito cultural, decidiu-se avaliar seu impacto no valor das ações em um período de dois anos após sua própria implantação, por ser um tempo suficiente para sentir seus efeitos e para que se consolide a fusão das empresas financeiras. A cultura implantada é importante, pois seus efeitos podem inibir ou estimular a inovação de uma organização. No caso, verificou-se que houve várias inovações que geraram valor na empresa ao longo de mais de dois anos, logo o princípio “inovação e inovação com foco” da nova cultura implementada surtiu efeito nas atividades da empresa estudada.

PONTO NA FIGURA	DATA	ITAÚ	UNIBANCO	ITAÚ UNIBANCO	FONTE
B	26/01/2009	Kinea (Hedge e Real Estate)	–	Kinea Private Equity	Prospectos Kinea (site institucional)

Quadro 8: Kinea *Private Equity*

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

Kinea é uma empresa de investimentos alternativos, sendo uma empresa do Itaú que antes mantinha operações em fundos *Hedge* (fundos Multimercados) e de *Real Estate* (fundos de participação imobiliária), e após a fusão do Itaú com o Unibanco exatamente no dia 26 em janeiro de 2009, criou um fundo de participações em empresas (Kinea I *Private Equity* FIP).

Sob uma perspectiva trimestral, verificando-se os Pontos “B”, da Figura 5 não houve criação de valor e sim uma ligeira queda no valor das ações, contudo

ao se observar os ganhos em um mês percebe-se que a criação do fundo de *private equity*, apesar das grandes variações fortemente explicadas pelo grau de risco inerente do negócio em si.

A forte variação do valor acionário do banco, nesse trimestre, se deve não só aos efeitos da crise financeira, mas, também ao fato das ações do Unibanco deixarem de ser negociadas na bolsa e integrando-se com as do Itaú Holding, conforme disposto na Econômica.

PONTO NA FIGURA	DATA	ITAÚ	UNIBANCO	ITAÚ UNIBANCO	FONTE
D	31/08/2009	Parceria de crédito com Pão de Açúcar	Várias parcerias de crédito	Parceria com Pão de Açúcar para provimento de aquisições	Economática

Quadro 9: Parceria Pão de Açúcar

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

Retomando a questão de parcerias, o Itaú Unibanco criou diversas formas de negócios com várias empresas após e durante o processo de integração das duas firmas no que tange a serviços de crédito com diversos fins como a da Redecard, portanto, nessa sessão

pretende-se mostrar os impactos da criação de valor advindos de uma inovação em relações externas que antes não existia em ambas as empresas que é o caso da parceria entre conglomerado e o Pão de Açúcar.

O acordo foi fechado devido ao término da cláusula de exclusividade contida no contrato firmado entre o Itaú e o Pão de Açúcar, em 2004 que era mais voltada para o oferecimento de produtos como cartões, empréstimo pessoal, crédito direto ao consumidor, apenas para clientes do Pão de Açúcar por meio da Financeira Itaú CBD (FIC).

Já com esse novo acordo de 2009 o conglomerado financeiro pagou R\$ 600 milhões não só para manter os benefícios gerados do acordo prévio mas para reforçar o caixa da varejista, que pretendia investir os recursos tanto em aquisições como na construção de novas lojas e mantendo a manutenção do acordo gerou um conflito de interesses. Enquanto o Itaú tinha exclu-

sividade com o Pão de Açúcar, através da Financeira Itaú CBD, o Unibanco já operava acordos semelhantes com outras redes de varejo, como o Magazine Luiza, o Wal-Mart e as Lojas Americanas. No entanto, ao contrário do Itaú Unibanco, a FIC continuou operando exclusivamente com o Pão de Açúcar.

Tal parceria gerou alto valor tanto por mês (de mais de R\$ 24,00 para quase R\$ 27,00, o preço da ação) como em um trimestre, conforme se vê no Quadro 9. Ao mês, a variação positiva das ações foi bem maior, o que mostra que tal notícia animou os investidores mesmo com o pagamento de 600 milhões que a instituição financeira teve que arcar.

PONTO NA FIGURA	DATA	ITAÚ	UNIBANCO	ITAÚ UNIBANCO	FONTE
F	24/08/2009	Itaú Seguros S. A.	Unibanco Seguros & Previdência	Porto Seguro Itaú Unibanco Participações S.A. (Psiupar)	Relatório de Sustentabilidade 2009 APIMEC 2009.

Quadro 10: Porto Seguro Itaú Unibanco Participações S.A. (Psiupar)

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

O Itaú Unibanco, em 23 de agosto de 2011, celebrou a associação com a Seguradora Porto Seguro, nas operações de seguros residenciais e de automóveis, tornando-se assim líder nesses segmentos de seguros. O acordo não envolveu outras modalidades de seguros como de Vida e Previdência. As marcas das duas empresas foram mantidas. A empresa Porto Seguro oferece um serviço mais sofisticado e com mais benefícios e possui a Azul que tem apólices com valores mais baixos, já os seguros Itaú Unibanco ocuparam uma posição intermediária em termos de preço e serviços. A distribuição desses produtos foi feita em caráter exclusivo para clientes da rede Itaú Unibanco. A associação foi implantada por meio de uma reorganização societária. O Itaú Unibanco realizou a transferência de ativos e

passivos relacionados à sua atual carteira de seguros residenciais e de automóveis a Itaú Unibanco Seguros de Automóvel e Residência S.A. que será transferida para a empresa Porto Seguro. Em contrapartida, a Porto Seguro emitiu ações que representam 30% de seu novo capital social, as quais foram entregues ao Itaú Unibanco. Será construída uma nova sociedade que será denominada Porto Seguro Itaú Unibanco Participações S.A. (PSIUPAR). O Itaú Unibanco teve 43% da nova *holding*, enquanto a Porto Seguro teve 57%. Observando o Ponto D da Figura 5 vê-se um alto valor criado tanto em um mês como em um trimestre passando de R\$24,00 para R\$25,50 e de R\$24 para R\$28,00 o valor por ação, respectivamente.

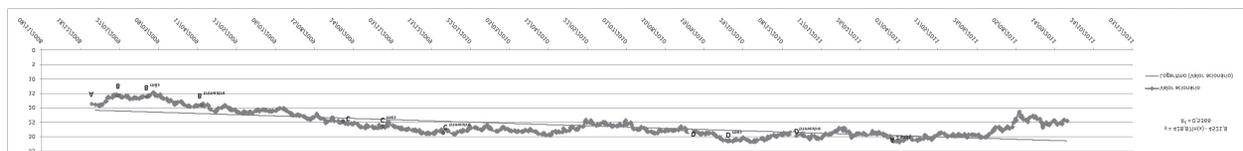


Figura 5: Representação Gráfica da evolução do Valor acionário do Itaú Unibanco S.A (ON)

Fonte: Elaborada pelos autores deste artigo

Tabela 2: Legenda para representação gráfica da Figura 5 e dados quantitativos das inovações

Cores	Pontos	Inovação Itaú Unibanco	R ² mês	Coefficiente mês	R ² trimestre	Coefficiente trimestral	R ² 2 anos	Coefficiente 2 an
●	A	Cultura	-	-	-	-	0,7826	709,07
●	B	Kinea Private Equity	0,0068	129,87	0,003	-100,9	-	-
●	C	Parceria Pão de Açúcar	0,7845	3036,9	0,7523	1720,6	-	-
●	D	Itaú Uniclass	0,4021	-2698	0,2689	903,99	-	-

Fonte: Elaborada pelos autores deste artigo

5 RESULTADOS QUANTITATIVOS

Após terem sido calculados os retornos anormais, apesar de usar a forma logarítmica não foi possível

obter uma distribuição normal dos desses retornos, ou seja, de um índice maior que 5% ($\alpha = 0,05$) no teste Kolmogorov-Smirnov, que é mais adequado para dados com mais de 50 amostras em testes de normalidade. Vide Tabela 3:

Tabela 3: Teste de Normalidade

	Dados válidos		Dados Perdidos		Simetria		Curtose		Kolmogorov-Smirnov		
	N*	Percentual	N	Percentual	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error	Statistic	df	Significância
Sadia Antes	241	100%	0	0%	,141	,157	-1,475	,312	,938	241	,000
Sadia Depois	241	100%	0	0%	-,400	,111	,418	,222	,083	482	,000
Perdigão Antes	238	100%	0	0%	-,488	,158	-1,589	,314	,219	238	,000
Perdigão Depois	241	100%	0	0%	-,505	,157	-1,563	-,312	,292	241	,000
Itaú Antes	198	100%	0	0%	-,215	,173	-,868	,344	,093	198	,000
Itaú Depois	214	100%	0	0%	-,407	,166	-,699	,331	,098	214	,000
Unibanco Antes	227	100%	0	0%	,492	,162	-1,275	,322	,177	227	,000

N* = número de amostras

Fonte: Economática

Além disso, a relação entre simetria e curtose não atende aos parâmetros de normalidade (valores entre -2,48 e +2,48). HAIR *et al.* (2005). Sendo então negado o pressuposto da normalidade foram feitos

testes não paramétricos (de Mann-Whitney) sobre cada amostra para verificar se a média dos retornos anormais antes da fusão foi menor que a média dos retornos anormais *ex-post*.

Tabela 4: Teste de Hipóteses

Mann-Whitney Test				
	Média dos postos	Frequência	Kolmogorov-Smirnov Z	Sig. Assint (bi-caudal)
Sadia Antes	167,35	241	5,01	,000
Sadia Depois	315,65	241		
Perdigão Antes	305,79	238	7,081	,000
Perdigão Depois	175,02	241		
Itaú Antes	222,54	198	2,773	,000
Itaú Depois	191,66	214		
Unibanco Antes	247,54	227	4,299	,000
Unibanco Depois	205,28	225		

Fonte: Economática

O teste demonstra que as médias dos retornos anormais entre as empresas antes da fusão e pós-fusão não são estatisticamente iguais. Sendo que as

organizações tiveram perda de valor, o que se pode dizer que os processos de fusão não criam valor, em sua maioria, no curto prazo.

5.1 Evolução dos preços das ações

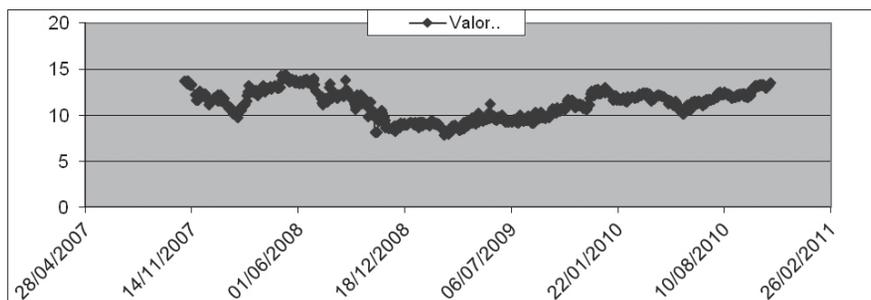


Figura 6: Representação Gráfica do Valor acionário do Itaú antes, durante e depois da fusão
Fonte: Economática

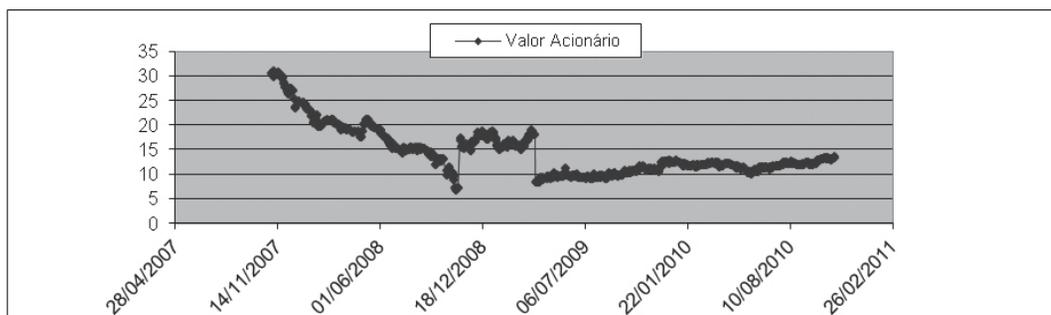


Figura 7: Representação Gráfica do Valor Acionário do Unibanco antes, durante e depois da fusão com Itaú
Fonte: Economática

As Figuras 6 e 7 demonstram que durante os três anos o Itaú teve muitas variações culminando no 3º ano praticamente em seu mesmo valor de um ano antes da fusão. Já o Unibanco teve uma queda acentuada (de quase 50%), ou seja, passando de um pouco mais

de R\$ 30,00 reais por ação para quase R\$ 15,00 reais. Além disso, conforme a figura anterior as médias dos retornos anormais demonstram que houve perda de valor para ambas as empresas.

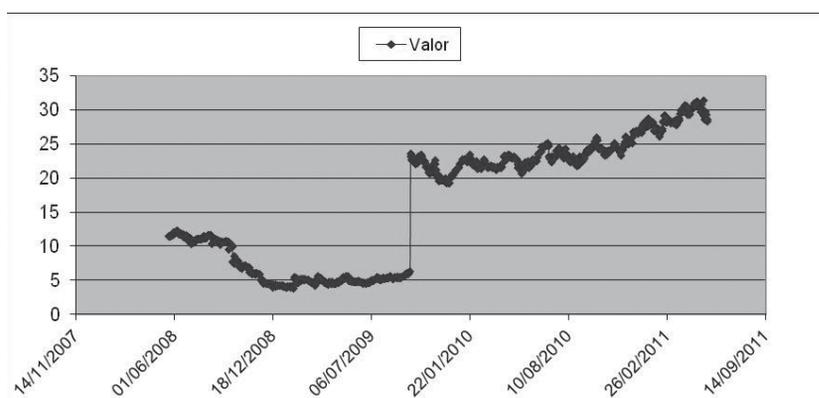


Figura 8: Representação gráfica do valor acionário da Sadia um ano antes, durante e após a fusão
Fonte: Economática

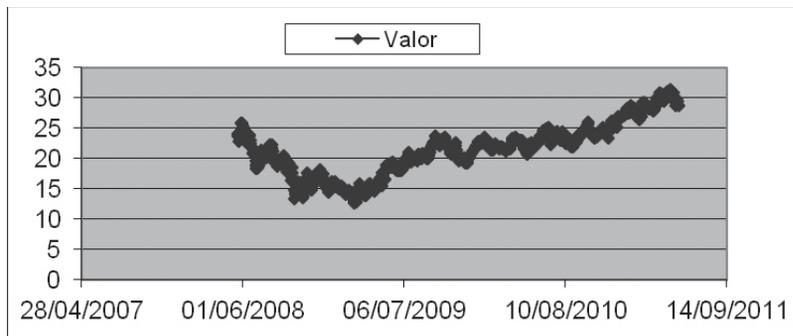


Figura 9: Representação gráfica do valor acionário da Perdigão um ano antes, durante e depois da Fusão
Fonte: Economática

Na Figura 8, referente às ações da Sadia, inicialmente, elas tiveram forte desvalorização no valor das ações da empresa e isso se deve ao fato de estar atreladas aos problemas financeiros que a empresa enfrentou diante da crise econômica e financeira do ano de 2008. Já na figura seguinte, percebe que as ações da empresa Perdigão também sofreram algumas oscilações, entretanto nota-se que a partir da junção das operações e a partir da data de autorização do CADE para a união dos grupos para a exploração do mercado externo, o valor das ações da empresa apresenta ascensão demonstrando criação do valor durante todo o período. Os picos verticais observados nas Figuras 8 e 9 representam o período exato em que a união das ações das empresas ocorreu na Bovespa.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo propôs-se a identificar as consequências e relações do processo de fusão sobre inovação e criação de valor das empresas. Sendo assim escolheu-se empresas que sofreram tal processo em território nacional (e que tiveram maior repercussão na mídia) e que, por isso, tiveram suas ações ordinárias analisadas nos períodos pré-fusão e pós-fusão, bem como as inovações que surgiram no pós-fusão, por meio de fontes secundárias apresentando as informações em forma de estudos de casos múltiplos.

Foi identificada a forte força das agências reguladoras incidindo sobre as relações entre inovação, criação de valor e fusões e aquisições por meio do estudo de caso da BRF Brasil Foods S.A. onde não foi possível identificar inovações de processos e de negó-

cios como consequência da integração de sinergias. Tal fato pode remeter-se à possibilidade de estar atrelado ao julgamento tardio do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) que somente autorizou a fusão das indústrias de alimentos Sadia e Perdigão em 13 de julho de 2011, pois até o momento, o CADE havia autorizado apenas a reestruturação financeira da Sadia e a união dos grupos para a exploração do mercado externo. Diante destes fatos, até o momento a empresa BRF Brasil Foods S.A. não apresentou notícias de inovações em processos ou negócios, pois dependia do julgamento do CADE para elaborar um planejamento capaz de dar condições de apresentar integração entre as operações e a partir daí avaliar as necessidades para a redução de custo e otimização do processo produtivo, e planejar uma inovação no processo produtivo que daria abertura a novos negócios para a empresa. O fator tempo no caso da BR BRASIL Foods S.A. é determinante para esses dois tipos de inovações.

Averiguou-se, neste trabalho, que as forças de mercado foram imperativas para a criação de valor advinda do lançamento de uma inovação, já que diversos produtos e serviços sofreram impactos com a crise financeira tanto europeia como a crise imobiliária nos Estados Unidos.

Pode-se também avaliar os tipos de inovações que podem ocorrer em uma fusão e ver qual e a que apresenta melhor resultado de valor para dar continuidade a uma estratégia de lançamentos sistemáticos de inovação – como fora feito pelo Itaú Unibanco. Na pesquisa foi constatado que inovações em produtos e em parcerias geraram maior valor quando comparado às demais inovações. Como é possível observar na Figura 5,

por meio do estudo das inovações do Itaú Unibanco vê-se que uma sequência de inovações sustenta um crescimento de valor em longo prazo, no pós-fusão, mesmo com as variações e forças de mercado como crises financeiras, variações inflacionárias, eventos políticos internacionais, etc.

Foi possível observar que a cultura organizacional é vital na relação entre criação de valor, inovação e fusões e aquisições. Como se vê no caso Itaú Unibanco o elemento cultural tem como finalidade a integração da empresa e a criação de um ambiente gerador de inovações e harmônico para o alcance de resultados. Isso sustentou a sequência de inovações, identificada pelo estudo, que o conglomerado financeiro teve.

No caso do Itaú Unibanco apesar de divulgarem bem suas inovações no mercado as que se referem a processos internos não puderam ser identificadas por meio de dados secundários. Isso se deve pelo fato de que há uma reestruturação e redesenho de atividades de trabalho em um processo de fusão, que ocorrem até no longo prazo e, como será explicado, podem ser sigilosos

Apesar dos resultados encontrados é possível apontar muitas limitações para a realização deste estudo. No entanto, a principal limitação, é a indisponibilidade de informações a respeito dos processos de fusão e suas consequências devido a motivos estratégicos e de segurança da informação que empresas possuem para protegerem suas operações de concorrentes diretos ou indiretos. Além disso, deve-se levar em conta que a divulgação de informações pode possuir um caráter especulativo, por isso uma forma de se reduzir tal viés seria focar um setor específico para uma futura pesquisa.

O período de análise para se avaliar algumas inovações que geram valor ao longo prazo, como por exemplo, as que envolvem cultura organizacional fora curto pelo fato das fusões serem recentes, com menos de três anos.

Por isso, sugere-se em uma futura pesquisa a busca por dados corporativos por meio de entrevistas pessoais com gestores ou diretores que vivenciaram tais processos para um maior aprofundamento das relações que o estudo vigente apresentou e para identificação de inovações em todas as suas tipologias. Essas entrevistas podem trazer maior elucidação sobre o processo e a gestão da inovação, se há um planejamento formal

das inovações ou se elas ocorrem simplesmente ao acaso. No que se refere a obter mais informações, recomenda-se a análise de uma janela de evento de maior amplitude para abordar mais efeitos de longo prazo para se determinar ciclo de vida das inovações. Como fora exemplificado, o caso inovação em cultura organizacional, pois é um processo que demanda maior tempo de maturação.

O presente artigo, mesmo com suas limitações, pode gerar informação adicional ao processo de *due diligence* ao apresentar o potencial de valor das últimas inovações e base para avaliar a capacidade das empresas manterem sua capacidade de produzir inovação frente a um processo de fusão e aquisição bem como o seu nível de produção de inovação (se baixo ou alto). Por isso, propõem-se também, em uma futura investigação científica, ao criar um estudo que verifique como as práticas de *due diligence* podem ser mais completas por meio da análise da relação entre valor e capacidade produtiva de inovação que uma empresa-alvo possui.

REFERÊNCIAS

- ALVES, Adler Anaximandro de Cruz e. A legalidade da fusão, cisão e incorporação de empresas como instrumentos de planejamento tributário. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 8, n. 61, 1º jan. 2003. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/3583>>. Acesso em: 23 abr. 2011.
- ANDREWS, K. The Concept of Corporate Strategy. In: MINTZBERG, H.; LAMPEL, J.; QUINN J.; GHOSHAL, S. (Ed.) **The Strategy process: concepts, contexts and cases**. New Jersey: Pearson Education, 2003. p. 72-79.
- ANSOFF, H. I. **Estratégia empresarial**. Trad. Antônio Zorato Sanvicente. São Paulo: McGraw-Hill, 1977.
- BARROS, B. T. **Fusões, aquisições & parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001.
- BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por ações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, 1976.
- BRITO, P. **Ambiente econômico global**. Salvador, Editora Atlas, 2004.



- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica do retorno acionário anormal e da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de Administração USP**, São Paulo, v. 42, n. 4, p. 468-481, out.-nov.-dez. 2007.
- CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Estudos de Evento: Teoria e Operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, jul.-set. 2003.
- CHURCHILL, G. A.; PETER, J. Paul. **Marketing: criando valor para os clientes**. São Paulo: Saraiva, 2000.
- CLEMENTE, N. M.; GREENSPAN, S. D. **Winning at mergers and acquisitions**. USA: John Wiley & Sons, Inc., 1998.
- COOPER, C.; GREGORY, A. (Ed.). **Advances in international mergers and acquisitions**. London: JAI Press, 2000.
- CORREA S. F. *et al.* **Análise das tipologias de estratégias de crescimento**. 2009. Disponível em: <<http://www.aedb.br/seget/artigos2009.php?pag=70>>. Acesso em: 11 abr. 2011.
- DAVENPORT, Thomas H., PRUSAK, Laurence. **Conhecimento empresarial: como as organizações gerenciam o seu capital intelectual**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- DRUCKER, P. F.; **The Essential Drucker**. USA: Harper Collins Publishers, 2002.
- DRUCKER, P. F.; **Inovação e espírito empreendedor**. Pioneira: São Paulo, 2003.
- FORUM DE INOVAÇÃO. Desenvolvido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). **Apresenta informações de pesquisa em inovação**. [2011]. Disponível em: <<http://www.inovforum.org.br/>>. Acesso em: 22 maio 2011.
- GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Person, 2007.
- GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, E. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1999. p. 535.
- GUNDLING, Ernest. **The 3M way to innovation: balancing people and profit**. USA: Vintage Books, 1999.
- HAIR, J. F. *et al.* **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HAX, A. C.; MAJLUF, N. S. **The Strategy concept and process: a pragmatic approach**. 2. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1996.
- HINDLE, K. **An Enhanced paradigm of entrepreneurial business planning**, Swinburne University of Technology Melbourne Australia, 1997. (no prelo)
- HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica: competitividade e globalização**. São Paulo: Pioneira Thonson Learning, 2005.
- INSTITUTO PRESBITERIANO MACKENZIE. **Manual do TGI**. São Paulo: Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e Administrativas, 2009. p. 106,
- KATZ, B. **The Integration of a project management process with a methodology to manage a radical innovation project 2007**. 126p. Dissertação (Mestrado em Engenharia Industrial). Universidade de Stellenbosch. 2007.
- KOTLER, Philip; KELLER, Kevin Lane. **Administração de marketing: a bíblia do marketing**. 12. ed. São Paulo: Prentice Hall Brasil, 2006. 776p.
- LAS CASAS, Alexandre Luzzi. **Marketing**. São Paulo: Atlas, 2004.
- MACKINLAY, C. A.; Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**, Universidade da Pennsylvania, v. 35 p. 13, 1997.
- MANUAL DE OSLO. **Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico**, 1997. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/imprensa/sala_imprensa/manual_de_oslo.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2011
- MANUAL DE TGI: exemplar do professor. 2. ed. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie. Coordenação de TGI. Elaborado pelos professores do CCSA. São Paulo, 2007.

- MARION, J. C. **Contabilidade básica**. São Paulo: Atlas, 1998.
- MINTZBERG, H.; AHLSTRAND, B.; LAMPEL, J. **Safári de estratégia: um roteiro pela selva do planejamento**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- MORRIS, Daniel; BRANDON, Joel. **Reengenharia: reestruturando sua empresa**. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda., 1994.
- MOTTA, L. A; BRANCO, A. L. C. Pesquisa de Fusões e Aquisições 2011, 1º trimestre: Espelho das transações realizados no Brasil. **KPMG**, São Paulo, 2011.
Disponível em: <www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/CF_Fusoes_Aquisicoes/2011/FA_1trim_2011.pdf>. Acesso em: 22 maio 2011.
- NICOLAU, I. O Conceito de estratégia, **INDEG**, Lisboa, v. 1, n. 1, p. 1-17, setembro de 2001.
- PATROCINIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **RAUSP**, São Paulo, v. 42, n. 2, jun. 2007. Disponível em: <http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0080-21072007000200008&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 19 abr. 2011.
- PORTER, Michael E. **Competição: estratégias competitivas essenciais**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- RASMUSSEN, U. W. **Aquisições: fusões & incorporações empresariais**. São Paulo: Aduaneiras, 1989.
- RICHARDSON, Roberto. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ROCK, M. L.; ROCK, R. H.; SIKORA, M. **The mergers & acquisitions handbook**. 2th ed. New York: McGraw-Hill, 1994. p. 551.
- SCHMITT, V. G. H.; SARKIS, Luciano. Kaus. Marketing de relacionamento: um estudo de caso no Unibanco-uniclass. In: XII SEMEAD 2009. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009.
- SELLTIZ, C. *et al.* **Métodos de pesquisa das relações sociais**. São Paulo: EPU, 1975.
- SCHWEIGER, D.; VERY, P. Creating Value Through Merger and Acquisition Integration. In: COOPER, C.; GREGORY, A. (Ed.). **Advances in Merges and Acquisitons**. Oxford: Elsevier Science, 2003. p. 1-5.
- STEINER, G. A. **Top Management Planning**. 1. ed. New York: Macmillan Publishing Co., Inc., 1969. p. 795.
- TOLEDO, G. L.; ANSELMO, Eduardo. Estratégia de crescimento e estratégia competitiva: um estudo de caso sobre a evolução dos conceitos em uma empresa metalúrgica. In: VI SEMEAD, 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo, SEMEAD, 2003.
- WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. **Administração estratégica: conceitos**. São Paulo: Atlas, 2000.