

# EFEITO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DA VALE NO RESULTADO OPERACIONAL

Amanda Martins dos Santos  
amanda.santos@vmtubes.com.br  
Universidade Federal de Minas Gerais

Amynthas Gallo  
amynthasg@yahoo.com.br  
Universidade Federal de Minas Gerais

Priscilla Bianchi Couto  
pritufmg@yahoo.com.br  
Universidade Federal de Minas Gerais

Antonio Artur de Souza  
artur@face.ufmg.br  
Universidade Federal de Minas Gerais

## RESUMO

*Sob a ótica capitalista, o lucro é o principal objetivo das empresas. Além disso, com o advento da globalização, essas empresas concorrem além de suas fronteiras, enfrentando estratégias que desafiam e criam a necessidade de maior esforço para alcançar melhores resultados. Assim, o mercado globalizado tem levado as empresas a adotarem estratégias, que sejam cada vez melhor elaboradas, para enfrentarem esses competidores. Nesse contexto, o presente trabalho tem como objetivo identificar sinergias advindas da estratégia de crescimento baseada em Fusões e Aquisições (F&A) no resultado da Vale (antiga Cia. Vale do Rio Doce). Escolheu-se, dessa forma, realizar uma análise nas variáveis operacionais da Vale, dada a importância do conglomerado e dos significativos eventos F&A ocorridos recentemente. Utilizou-se para a análise o EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) por segmento e a Eficiência Administrativa, além de análises mais detalhadas nos relatórios anuais bem como no Lucro Operacional, Lucro Bruto e Despesas Operacionais. Foram analisados os relatórios anuais dos anos de 2005, 2006 e 2007. Os resultados obtidos demonstram os impactos positivos nos resultados da empresa, deixando em evidência que a estratégia de crescimento baseada em F&A tem gerado sinergia nos segmentos em que a Vale atua.*

Palavras-Chave: Estratégia de crescimento. Sinergia. Fusões e aquisições.

## 1. INTRODUÇÃO

O tema fusões e aquisições (F&A) tem tido notável destaque tanto no meio acadêmico quanto no meio empresarial. Clemente e Greenspan (1998) defendem que “o objetivo final de um negócio é o lucro, o qual freqüentemente é atingido por meio do crescimento”. O lucro sempre foi o objetivo final das empresas sob a ótica capitalista. Porém, com o advento da globalização, obtê-lo se tornou uma tarefa cada vez mais desafiadora. Isso ocorre porque os competidores passaram a atuar além de suas fronteiras, aproveitando-se dos benefícios existentes em cada região, o que aumentou a concorrência e, conseqüentemente, o esforço para alcançar resultados.

O mercado globalizado tem levado as empresas a estudarem estratégias cada vez melhor elaboradas para enfrentarem esses competidores. As forças de mercado podem atuar como ameaças ou também oportunidades ao serem trabalhadas para aumentar as vantagens diante dessa concorrência crescente. A análise das forças de mercado é uma ferramenta poderosa para que as empresas consigam atingir o objetivo do lucro frente a seus competidores ao alcançar vantagens competitivas

Segundo Porter (1989) as forças que influenciam de forma direta as ações e respostas competitivas das organizações são: a ameaça de novos entrantes no setor, o poder de barganha dos fornecedores e clientes, a ameaça de produtos substitutos e os concorrentes. Dentre as forças citadas duas serão foco nesse estudo, pois podem exercer grande influência no lucro e no crescimento do setor analisado: a concorrência e a ameaça de novos entrantes.

Para obter vantagens competitivas sobre seus concorrentes as empresas vêm utilizando os próprios concorrentes por meio da compra de empresas com uma estrutura consolidada e mercados desenvolvidos, o que resulta em expansão e crescimento. De acordo com Wright et al. (2000) “algumas empresas expandem-se adquirindo outras na mesma linha de negócios, processo denominado integração horizontal”.

A ameaça de novos entrantes também merece destaque. Como forma de proteção a essa ameaça, algumas barreiras de entrada são características do setor analisado, tais como: o nacionalismo de recursos naturais, o licenciamento ambiental, os desafios tecnológicos e a exigência de capital.

A barreira de entrada mais relevante para a empresa e segmento analisado neste estudo é a exigência de capital. Essa barreira de entrada, em determinados segmentos, poderia ser caracterizada como natural. Assim, em alguns desses segmentos a exigência de capital poderia ser uma barreira eficiente quando comparada a outros. Entretanto, ao longo dos últimos anos ocorreu uma intensificação no processo de aquisição de empresas e essa barreira vem sendo transposta por grandes grupos empresariais. Apesar da exigência de capital, a aquisição de uma empresa pode ser menos custosa para alcançar os objetivos estratégicos de lucro e crescimento quando comparada a construção de uma nova empresa.

Assim, as aquisições, além de permitirem a integração horizontal, crescimento e ganho de mercado fazem também o papel de reforçar, ou seja, de blindagem a essa barreira de entrada que é a exigência de capital. Desse modo, as aquisições fortalecem o poder econômico dos grandes grupos empresariais, assim esses grandes grupos estariam sendo blindados no que se refere a possibilidade de serem comprados por outras empresas. Esse processo pode ser visto como um círculo virtuoso, pois para a aquisição de empresas quanto maior é a empresa maior será a exigência de capital para que a sua aquisição seja realizada, dificultando o processo de aquisições de grandes empresas e fortalecendo essa barreira de entrada. Dessa forma, as maiores empresas do setor podem buscar mais lucro via crescimento e expansão por meio da estratégia de aquisição de empresas menores como forma de integração horizontal, aumentando a participação de mercado e propiciando crescimento rápido que pode gerar sinergias. O círculo virtuoso é fortalecido pela blindagem da barreira de entrada criando um mercado mais concentrado que dificulta a atuação de concorrentes e propicia maior poder de mercado para as grandes empresas podendo resultar em mais lucros, retroalimentando o círculo virtuoso das sinergias advindas da integração horizontal.

Para Penrose (1995), a integração horizontal possui algumas vantagens em relação ao crescimento interno das empresas. Uma fábrica, por exemplo, que pode ser adquirida a um custo menor do que o custo para construí-la. Da mesma forma, uma posição de mercado que levaria anos para ser alcançada, pode ser conseguida ao se adquirir os serviços de uma equipe de gerentes e uma força de trabalho tecnicamente experiente.

Para Hitt et al. (2005), a aquisição se verifica quando uma firma adquire parcial ou totalmente o controle de outra firma com a intenção de explorar sinergias baseadas em custos e receitas. Além disso, os autores argumentam que a aquisição pode proporcionar rápido acesso a um novo mercado. Dessa forma, a estratégia de crescimento pode ser obtida explorando-se a sinergia entre empresas através F&A.

Esses movimentos de F&A têm se intensificado no Brasil desde a década de 1990. A estratégia de crescimento de empresas através de aquisições, além de propiciar um crescimento mais rápido devido à aquisição de posição de mercado e de força de trabalho, possibilita benefícios em custos e despesas. Além do benefício do custo de aquisição em detrimento do custo da construção de uma empresa, conforme mencionado anteriormente, destaca-se o benefício da sinergia entre custos, despesas e receitas da empresa adquirente e da empresa adquirida. Por exemplo, a estrutura organizacional de recursos humanos e marketing já existente na empresa compradora pode ser utilizada pela empresa adquirida. Assim, se a estrutura de custos e despesas for proporcionalmente menor quando comparada com as receitas tem-se um ganho de sinergia em custos, despesas e receitas resultante dessa aquisição.

Segundo Hitt, et al. (2005), a motivação das empresas para F&A, pode ser classificada em: operacional ou estratégica. Essa denominação ocorre quando as operações de duas ou mais empresas são integradas com a expectativa de se obter sinergias, melhorias operacionais e gerenciais e acesso a novos mercados.

Corroborando com essa afirmação, Andrade et al. (2001) afirma que a teoria econômica apresenta as seguintes razões para a ocorrência das F&A: i) ferramenta estratégica para o crescimento e sucesso da empresa baseada nas possíveis economias de escala, sinergias e a maior eficiência na gestão de ativos. Segundo Singh e Montgomery (1987), elas representam uma das formas de crescimento empresarial (externo), em contraponto ao crescimento orgânico (interno).

Chandler (1977) verificou a existência de dois tipos de motivação para a expansão de um empreendimento: produtivas e defensivas. Segundo a teoria econômico-financeira a decisão de se engajar em um processo de F&A se insere no rol das decisões de investimento, dentro de uma perspectiva de expansão, diversificação ou crescimento dos negócios.

Nesse sentido, observa-se a relevância da discussão sobre as F&A, que podem ser adotadas por se tratarem de estratégias de crescimento e expansão que se baseiam em benefícios tais como a sinergia. Assim, pretende-se verificar através da análise do EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) ou LAJIDA (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) por segmento e do indicador de Eficiência administrativa se esses movimentos geraram sinergia. Segundo Assaf Neto (2001) o EBITDA equivale ao conceito restrito de fluxo de caixa operacional da empresa, apurado antes do imposto de renda e o indicador de Eficiência administrativa, de acordo Assaf Neto (2003) mede a geração de economias de escala após a combinação de empresas, pois pode haver a eliminação de quadros e departamento gerando sinergias gerenciais. Além de análises mais detalhadas nos relatórios anuais bem como no Lucro Operacional, Lucro Bruto e Despesas Operacionais.

Assim, o objetivo principal deste estudo é detectar sinergias nas F&A e adicionalmente a pesquisa irá elencar principais movimentos de F&A ocorridos no período. A pergunta que sintetiza o problema de pesquisa seria: é possível identificar sinergia nos segmentos onde ocorreram F&A realizadas pela Vale?

A justificativa deste estudo fundamenta-se no volume de F&A envolvendo empresas brasileiras, assim torna-se relevante verificar os impactos ocorridos em empresas que participaram desses processos, buscando-se entender a importância dessa estratégia de

crescimento nos resultados das companhias. Este artigo está dividido em seis seções, contando com esta introdução. Na próxima seção descreve-se a metodologia da pesquisa. Na seção 3, apresenta-se o contexto operacional e os segmentos de atuação. Na seção 4, apresentam-se os principais movimentos de F&A. Na seção 5, análise dos indicadores selecionados. Por fim, na seção 6, as conclusões são apresentadas de acordo com o objetivo pretendido.

## 2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse artigo é um estudo exploratório com uma abordagem lógica dedutiva e utilização de fontes secundárias de informações. A pesquisa exploratória examina a relação de causa e efeito entre dois ou mais fenômenos. Conforme Hair et al. (2005), essa pesquisa é orientada para descobertas e bastante útil para os pesquisadores quando dispõe de poucas informações. É usada para determinar se uma explicação é válida ou se uma, entre várias explicações, é mais válida. A abordagem lógica dedutiva, segundo Popper (1972), é um método para submeter uma idéia nova, formulada conjecturalmente e ainda não justificada de algum modo (antecipação, hipótese, sistema teórico ou algo análogo), a partir da qual se podem tirar conclusões por meio de dedução lógica.

A pesquisa é um estudo de caso com abordagem qualitativa. O estudo de caso é uma forma de se fazer pesquisa empírica que investiga fenômenos contemporâneos em seu contexto de vida real, em situações em que as fronteiras entre o fenômeno e o contexto não são facilmente perceptíveis, utilizando-se múltiplas fontes de evidência YIN (2005). De acordo com Flick (2004), a pesquisa qualitativa permite o estudo de temas complexos, uma vez que utiliza métodos abertos e adota diversas perspectivas para analisar o problema.

Inicialmente, serão realizadas pesquisas em publicações que servirão como subsídio para reflexões do fenômeno observado ou relatado pela literatura, seguido pela revisão bibliográfica, ou seja, a compilação de idéias e opiniões de diferentes autores. Posteriormente, será realizado um estudo de caso na empresa Vale do Rio Doce, denominada Vale.

Através dos dados coletados pretende-se identificar os impactos gerados no resultado da Vale pela estratégia de crescimento adotada. Para tal, serão analisadas as variáveis EBITDA por segmento e o indicador de Eficiência administrativa além dos relatórios publicados no site da empresa, informações diversas como notícias sobre o setor divulgadas em sites diversos, bem como análise do Lucro Operacional, Lucro Bruto e Despesas Operacionais.

A escolha da empresa pesquisada deu-se pela sua importante participação no mercado de mineração, por ser um dos maiores conglomerados do país e possuir em seu histórico recente transações de F&A. Foram feitas análises prévias nos relatórios anuais e investigação de informações nos principais veículos de comunicação sobre os movimentos de F&A, e desinvestimentos da Vale no período de 2003 a 2008. Após essa análise prévia foi feita uma delimitação da amostra para esse estudo: do ano 2005 ao ano 2007. Essa delimitação da análise somente para esses três anos deu-se, pois os principais eventos de F&A ocorreram nesse período e a exclusão do ano de 2008 deu-se porque os resultados da Vale foram impactados pela crise dos subprimes iniciada nos Estados Unidos em 2008 e com posterior efeito sobre toda a economia internacional. O setor de Mineração sofreu os efeitos da forte queda nos preços do aço no mercado mundial<sup>1</sup>. Assim justifica-se a delimitação dessa pesquisa para o período de análise de 2005 a 2007. A limitação dessa pesquisa é que os seus

<sup>1</sup> Informações extraídas do sítio eletrônico da Worldsteel Association. Disponível em: <<http://www.worldsteel.org/?action=stats&type=steel&period=latest&month=13&year=2008>>. Acesso em 10 abr. 2009.

resultados não podem ser generalizáveis a outros objetos ou fenômenos, dado às particularidades do objeto de pesquisa.

### 3. CONTEXTO OPERACIONAL E SEGMENTOS DE ATUAÇÃO

O contexto operacional de acordo com os relatórios anuais seria: a Companhia Vale do Rio Doce (Vale) é uma sociedade anônima aberta que tem como atividades preponderantes a extração, o beneficiamento e a venda de minério de ferro, pelotas, cobre concentrado e potássio, a prestação de serviços logísticos, a geração de energia elétrica e a pesquisa e desenvolvimento mineral. Além disso, através de suas controladas diretas, indiretas e de controle compartilhado, opera nas áreas de minério de ferro, pelotas, níquel, cobre, metais preciosos, cobalto – (subproduto), manganês, ferro ligas, caulim, carvão, produtos siderúrgicos, produtos da cadeia de alumínio e serviços de logística.

No período compreendido entre 2004 à 2008, seus lucros cresceram 556%. Desde que foi privatizada, em 1997, sua cotação na bolsa passou de US\$ 10 bilhões para US\$ 167 bilhões.

Os segmentos de atuação da Companhia são descritos da seguinte forma:

**Minerais Ferrosos** – compreendem a extração de minério de ferro e produção de pelotas, bem como os sistemas de transporte do Norte e do Sul, incluindo ferrovias, portos e terminais, vinculadas a estas operações com produtos próprios. O minério de manganês e ferro ligas também estão incluídos neste segmento.

**Minerais Não-ferrosos** – produção de minerais não-ferrosos como: cobre, potássio, caulim, níquel, etc.

**Logística** – compreende o sistema de transporte de cargas para terceiros divididos em serviços de transporte ferroviário, portuário e de navegação.

O setor de participações divide-se em: alumínio – compreende a comercialização de produtos de alumínio, o refino da alumina e investimentos em joint ventures e coligadas responsáveis pela mineração de bauxita e fundição do alumínio; siderurgia – compreende os investimentos em joint ventures e coligadas de siderurgia; outras – compreendem os investimentos em joint ventures e coligadas em outros negócios.

### 4. CONTEXTO OPERACIONAL E SEGMENTOS DE ATUAÇÃO

O grupo Vale fez diversos movimentos de F&A ao longo dos últimos anos. Segue abaixo resumo compilado dos relatórios anuais da Vale com os principais eventos ocorridos no período e os respectivos segmentos de atuação:

Tabela 1. Principais F&A - Vale

Ano	Data	Principais F&A	Segmentos de atuação
2005	Novembro/ Dezembro	Vale adquiriu 99,2% do capital votante da Canico Resources Corp.- empresa canadense de capital aberto cujo principal ativo é a participação na Onça Puma Ltda, empresa focada na exploração de níquel.	Minerais Não-ferrosos
2006	Fevereiro	Vale concluiu a aquisição das ações ordinárias em circulação da Canico 0,8%. Atualmente, a Vale detém 100% de participação na Canico e fechará seu capital.	Minerais Não-ferrosos
2006	Março	Finalizou aquisição de 100% das ações de emissão da Caemi Mineração e Metalurgia.	Minerais Ferrosos

2006	Outubro	Vale adquiriu a Inco Limited, uma empresa canadense líder no mercado global de níquel, sendo uma das maiores produtoras mundiais e a primeira em termos de reservas minerais.	Minerais Não-ferrosos
2007	Janeiro	Finalizado o processo de aquisição da Inco com a aquisição de participação adicional de 12,27%, por R\$4 bilhões. Dessa forma, o valor total da aquisição atingiu cerca de R\$36 bilhões.	Minerais Não-ferrosos
2007	Março	Vale adquiriu os 18% restantes de participação na Ferro-Gusa Carajás detida pela Nucor do Brasil S. A., passando a deter 100% das ações.	Minerais Ferrosos

Fonte: elaborado pelos autores.

A tabela acima demonstra que no ano de 2005 a Vale adquiriu capital da empresa Canadense Canico Resources Corp. focada na exploração de níquel, em 2006 finalizou esse processo adquirindo o restante das ações conquistando 100% do capital da referida empresa. Segundo seus relatórios, em anos anteriores os gastos com pesquisa e desenvolvimento em níquel já indicavam esse foco em novos mercados.

Em 2006 a Vale finalizou a incorporação da Caemi mineração e metalurgia. Em outubro desse mesmo ano a aquisição da líder no mercado global em níquel, a Inco Limited, gerou ampla divulgação na mídia, pois até então essa tinha sido a maior aquisição realizada por uma empresa brasileira adquirindo uma empresa estrangeira. No ano de 2007 foi finalizado esse processo de aquisição da Inco Limited iniciado em 2006, consolidando a posição da Vale no mercado de níquel. Além disso, em 2007 foi concluída a aquisição de participação em empresa siderúrgica do grupo, a Ferro Gusa Carajás, essa aquisição estaria de acordo com as orientações estratégicas da empresa de simplificar e racionalizar sua estrutura administrativa e financeira.

Na próxima seção serão feitas análises do impacto dessas F&A no EBITDA por segmento e no indicador de Eficiência Operacional.

## 5. ANÁLISE DE RESULTADOS

### 5.1 ANÁLISE EBITDA

A empresa analisada apresenta em seu Relatório Anual, como informação complementar o EBITDA que está calculado por segmento. O EBITDA concentra informações operacionais focadas na capacidade da empresa em gerar caixa. Por esse motivo são excluídas as receitas e despesas financeiras (juros pagos a credores), pois não apresentariam vínculo direto com as atividades da empresa, embora sejam necessárias para que a empresa cumpra seus objetivos. O EBITDA também desconsidera o seu efeito de itens que não impactam diretamente no fluxo de caixa como a depreciação, exaustão e amortização, apesar de serem itens operacionais.

Essa medida também foi escolhida para avaliação dos impactos nos resultados da Vale por ser freqüentemente usada por analistas financeiros na avaliação de negócios e por ter sido apresentada nas informações complementares por segmento, sendo assim possível relacionar com os principais eventos de F&A também destacados por segmento de atuação da Vale. Dessa forma, esse demonstra ser um indicador acompanhado para a avaliação do desempenho operacional, apesar de não fornecer uma medida de mensuração para fluxo de caixa operacional segundo os princípios contábeis brasileiros.

A geração de caixa consolidada medida pelo EBITDA foi de MR\$ 16.701 em 2005, MR\$ 22.759 em 2006, representando um aumento 36% e MR\$ 33.619 em 2007 com um aumento de 48%. Pode-se notar que os segmentos de Minerais Ferrosos e Minerais Não Ferrosos representam mais do que 80% do EBITDA gerado. A partir de 2006 o EBITDA do segmento de Minerais não Ferrosos aumentou rapidamente chegando em 2007 quase às

mesmas proporções do EBITDA do segmento de Minerais Ferrosos, ambos contribuindo com cerca de 90% do total do EBITDA gerado em 2007.

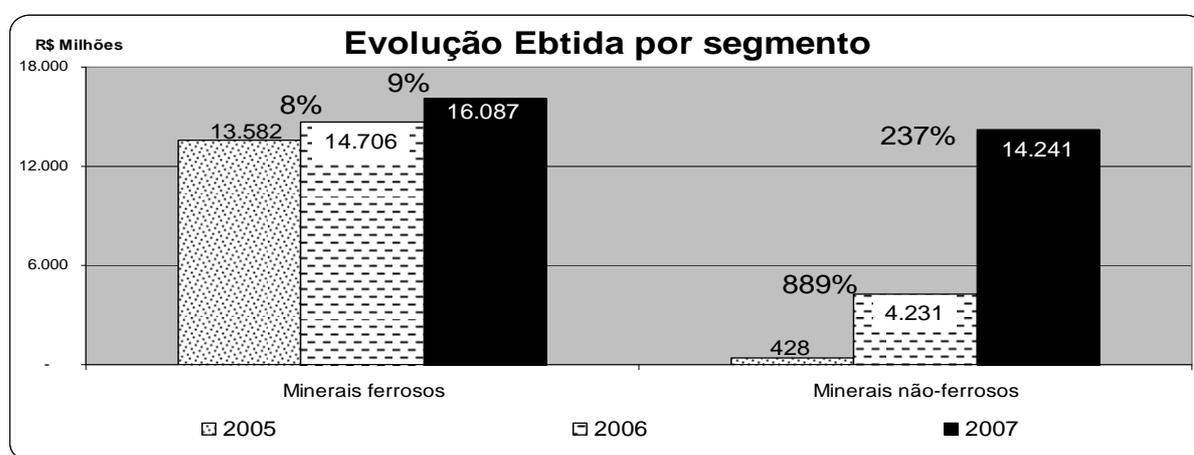
Tabela 2. Ebitda por segmento

Em milhões R\$ Segmento	2005		2006		2007	
	EBITDA	Variação 2004-2005	EBITDA	Variação 2005-2006	EBITDA	Variação 2006-2007
<b>Minerais ferrosos</b>	13.582	<b>46%</b>	14.706	<b>7%</b>	16.087	<b>6%</b>
<b>Minerais não-ferrosos</b>	428	<b>1%</b>	4.231	<b>23%</b>	14.241	<b>44%</b>
Logística	1.217	0%	1.400	1%	1.508	0%
Participações Alumínio	1.446	-4%	2.435	6%	2.101	-1%
Participações Siderurgia	298	-4%	336	0%	91	-1%
Participações Outras	(270)	-2%	(349)	0%	(409)	0%
<b>TOTAL</b>	<b>16.701</b>	<b>36%</b>	<b>22.759</b>	<b>36%</b>	<b>33.619</b>	<b>48%</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

Assim, a partir da análise da primeira variável proposta nesse estudo é possível identificar que os segmentos que mais contribuíram para o EBITDA da Vale nos anos de 2005 a 2007 foram os mesmos segmentos em que ocorreram as F&A descritas nos relatórios anuais. O evento mais significativo, segundo os relatórios anuais da Vale, foi o efeito da consolidação da Vale Inco que foi de MR\$10.291 (MR\$3.183 em 2006 contra MR\$13.474 em 2007). Abaixo segue um gráfico que representa a evolução do EBITDA nos principais segmentos destacados no quadro anterior: minerais ferrosos e minerais não ferrosos.

Gráfico 1. Ebitda por segmento



Fonte: elaborado pelos autores.

De acordo com o gráfico acima é possível notar indício de que a aquisição da Inco, no segmento de minerais não ferrosos pode ter trazido benefícios, principalmente em sinergia, devido ao aumento de 889% no Ebitda no ano de 2006 que coincide com o ano da aquisição e ao aumento de 237% no ano subsequente, em que o processo de aquisição é finalizado. A seguir a Eficiência Administrativa será analisada para que se possa verificar esse indício de sinergia.

## 5.2 ANÁLISE EFICIÊNCIA ADMINISTRATIVA

A eficiência administrativa é a relação entre as Despesas Administrativas e a Receita Líquida, esse indicador reflete alguns ganhos de sinergia oriunda da combinação de empresas, pois pode demonstrar um reflexo marginal decrescente nas despesas administrativas em

relação ao incremento na receita líquida. De acordo com Camara (2007), esse indicador mede a geração de economias de escala após a combinação de empresas, pois pode haver a eliminação de quadros e departamentos gerando sinergias gerenciais. Segue abaixo o indicador de eficiência administrativa da Vale.

Tabela 3. Eficiência Administrativa

Em milhões R\$	2005	2006	2007
<b>Eficiência Administrativa = Despesas Administrativas gerais/Vendas líquidas</b>	3,94%	3,55%	4,76%

Fonte: elaborado pelos autores.

É possível notar que a eficiência administrativa aumentou no ano de 2007, em relação aos anos anteriores. A seguir serão demonstrados os fatores que confirmarão a eficiência administrativa gerada pelas F&A conforme identificada nos indicadores da tabela 3. A queda na eficiência administrativa no ano de 2006 deu-se principalmente pelo aumento de despesas relacionadas com regulamentos ambientais e provisões. Para demonstrar quais foram as causas da variação na eficiência administrativa a seguir serão apresentadas informações disponíveis por segmento nos relatórios anuais da Vale.

De acordo com os relatórios anuais, no ano de 2005 não foram realizadas grandes F&A. O principal acontecimento destacado foi a aquisição da Canico Resources Corp. - empresa canadense de capital aberto cujo principal ativo é a participação em empresa focada na exploração de níquel. Essa aquisição é um indício que a Vale estava preparando-se para atuar em um novo mercado.

Em seu relatório anual de 2005, além dessa aquisição, também foi destacado o aumento das despesas operacionais. A empresa menciona o aumento das despesas com pesquisa e desenvolvimento para a diversificação da produção e expansão da produção com o objetivo de atender à demanda mundial. Já em seus relatórios anuais de 2003 e 2004 existem registros de aumento de despesas com estudos e pesquisas vinculados principalmente ao cobre e níquel, os quais refletem planos, já antigos, de expansão da Companhia

Os impactos nos resultados apresentados pela Vale nesse ano foram causados, principalmente, por fatores relacionados ao mercado. Como, por exemplo, o aumento de preços de seus produtos e o aumento de custos de seus insumos. Desse modo, identificou-se como aspecto relevante para esse estudo destacar que no relatório anal de 2005 ocorreu o aumento de despesas com Pesquisa e Desenvolvimento no setor de cobre e níquel.

De acordo com os relatórios anuais, no ano de 2006 foram realizados importantes movimentos. Para esse período serão apresentadas análises mais detalhadas dos números e das relações com as F&A ocorridas no período. Nesse ano, a Vale concluiu a aquisição do restante das ações da Canico e passou a possuir 100% da companhia, cujo principal ativo é a participação em empresa focada na exploração de níquel. Outro movimento importante foi a compra de 100% das ações da Caemi Mineração e Metalurgia, consolidando a estrutura de seu principal produto gerador de receitas: o minério de ferro no segmento de minerais ferrosos.

O maior movimento da companhia em 2006 foi a compra da Inco. Essa aquisição representa uma das maiores compras efetuadas fora do país por uma empresa brasileira. A empresa canadense adquirida é líder no mercado global de níquel, sendo uma das maiores produtoras mundiais e a primeira em termos de reservas minerais.

Posto esses eventos, tem-se a intenção de identificar os impactos causados por eles nos resultados. A primeira análise será feita no Lucro Operacional, o qual apresentou um aumento percentual de 38%. Essa variação foi gerada pelo grande aumento apresentado no Lucro Bruto, mesmo tendo sido impactado negativamente pelas Despesas Operacionais. O aumento

do Lucro Bruto foi de 39%, crescimento maior do que em 2005 que foi de 32%. As Despesas Operacionais aumentaram 42% impactando negativamente no Lucro Operacional. A seguir será verificado o detalhamento dessas variáveis.

A próxima variável a ser analisada será o Lucro Bruto, o qual apresentou um aumento de 39%, demonstrando que as aquisições mencionadas no período impactaram essa variável positivamente.

Tabela 4. Lucro Bruto 2006

<b>Em milhões R\$</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Variação %</b>
Vendas de minerais e metais	26.650	36.135	28%
Serviços de transporte	3.291	3.405	0%
Vendas de produtos da área de alumínio	3.857	5.533	5%
Vendas de produtos siderúrgicos	1.509	1.478	0%
Outros produtos e serviços	43	195	0%
Receita Bruta	35.350	46.746	
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>33.993</b>	<b>45.292</b>	<b>33%</b>
Minerais e metais	(10.585)	(14.578)	24%
Serviços de transporte	(1.977)	(1.770)	-1%
Produtos da área de alumínio	(2.361)	(3.013)	4%
Produtos siderúrgicos	(1.364)	(1.231)	-1%
Outros produtos e serviços	(24)	(164)	1%
<b>Custos dos Produtos e Serviços</b>	<b>(16.311)</b>	<b>(20.756)</b>	<b>27%</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>17.682</b>	<b>24.536</b>	<b>39%</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

A proporcionalidade entre aumento de Receita Líquida e Custo dos Produtos Vendidos foi analisada e verificou-se que a Receita Líquida aumentou 33% enquanto o Custo dos Produtos Vendidos aumentou 27%, resultando em sinergias para o resultado do Lucro Bruto. Além disso, em números absolutos a Receita Líquida aumentou MR\$ 11.299 (em 2005 era MR\$ 33.993 e em 2006 aumentou para MR\$ 45.292), já os Custos dos produtos vendidos aumentaram MR\$ 4.445 (em 2005 era MR\$ 16.311 e em 2006 aumentou para MR\$ 20.756).

Conforme demonstrado na tabela acima o segmento que mais contribuiu para esse aumento foi o Segmento de Minerais e Metais. Para que seja possível compreender o impacto desse segmento na Receita Líquida segue abaixo uma tabela com o detalhamento das Vendas do segmento de Minerais e Metais cujo aumento apresentado foi de 28%. Essa tabela apresenta o aumento de 8% nas Receitas de Minerais Ferrosos e aumento de 20% nas Receitas de Minerais não ferrosos, nesses segmentos foram realizadas aquisições das empresas Caemi e Inco. Sendo assim, segue o impacto dessas aquisições na Receita no ano de 2006:

Tabela 5. Receitas Minerais e Metais 2006

<b>Em milhões R\$</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Variação %</b>
Receita Minerais Ferrosos	24.926	27.635	8%
Receita Minerais Não-Ferrosos	1.724	8.500	20%

Fonte: elaborado pelos autores.

Nas informações por segmento apresentadas no relatório anual da Vale, a empresa recém incorporada Caemi faz parte do segmento de minerais ferrosos. Já a empresa Inco foi agrupada no segmento de minerais não ferrosos. Desse modo, é possível afirmar que há indícios de que os movimentos de fusão e aquisição efetuados no período geraram impacto positivo nos resultados avaliados, ou seja, gerando sinergia.

Analisando-se as vendas por segmentos demonstrada na Tabela 4 pode-se perceber que, no segmento em que foram feitos os movimentos de fusão e aquisição os impactos positivos nos resultados foram muito maiores do que os apresentados pelos demais segmentos. Além disso, o Custo dos Produtos Vendidos do setor de Minerais e Metais cresceu em proporções menores em comparação com o crescimento da Receita. A partir dessa análise seria possível identificar sinergia nos segmentos da Vale onde foram feitas ações de fusão e aquisição decorrentes de sua estratégia de crescimento.

A próxima variável a ser analisada será a Despesa Operacional, a qual aumentou 42% devido aos fatores apresentados na tabela abaixo:

Tabela 6. Despesas Operacionais 2006

Em milhões R\$	2005	2006	Variação %
Outras despesas operacionais	(834)	(1.453)	20%
Pesquisa e desenvolvimento	(672)	(1.042)	12%
Com vendas e administrativas	(1.620)	(1.952)	11%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(3.126)</b>	<b>(4.447)</b>	<b>42%</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

Abaixo segue o detalhamento dos principais fatores que levaram ao aumento das despesas no período:

Outras Despesas Operacionais 20%: gastos relacionados ao atendimento de regulamentos ambientais e provisão para participação no resultado;

Pesquisa e Desenvolvimento 12%: nos relatórios do ano de 2006 não foi feito nenhum comentário mais detalhado sobre esses gastos como ocorreu nos relatórios de anos anteriores, que faziam menção a expansão na área de níquel;

Despesas com Vendas e Administrativas 11%: gastos com Pessoal, Depreciação, Despesas Administrativas da Empresa Adquirida e Despesas com Vendas da Empresa Adquirida.

Segundo esse detalhamento das Despesas Operacionais, dos 42% de aumento, cerca de 90% referem-se a despesas que já ocorriam em períodos anteriores ou são despesas extraordinárias. Assim apenas 4% desse aumento foi decorrente dos movimentos de fusão e aquisição realizados no período. As Despesas Administrativas de Empresa Adquirida representaram aumento de 3% e as Despesas com Vendas de Empresa adquirida representaram 1%.

A análise das principais contas selecionadas no período gera indícios de que a estratégia de crescimento da Vale baseada em F&A com a expectativa de obter sinergias, melhorias operacionais, possíveis economias de escala e a maior eficiência na gestão de ativos pode ser verificada com o impacto positivo nas variáveis analisadas, esse fato fica claro ao verificar-se que o aumento da receita foi maior do que o aumento dos custos e despesas no período.

Em seu relatório anual de 2007 foram consolidados movimentos iniciados em períodos anteriores. Tais como: finalizada a aquisição do total de ações da Inco com a compra de participação adicional de 12,27%, o que consolidou sua estratégia de penetração e crescimento na produção de níquel, também foi realizada a aquisição dos 18% restantes de participação na Ferro-Gusa Carajás detida pela Nucor do Brasil S. A., assim a Vale passou a deter 100% das ações. Segundo justificativa para essa aquisição publicada em seu site em

inglês (essas informações não constavam no site em português) o objetivo dessa aquisição seria a sinergia entre as estruturas administrativas, uma vez que essa aquisição estaria de acordo com as orientações estratégicas da empresa de simplificar e racionalizar sua estrutura administrativa e financeira. Em entrevista veiculada em 2005, época da composição da Ferro-Gusa Carajás, segundo o diretor de Desenvolvimento de Novos Projetos da Vale, a mineradora não teria como foco atuar diretamente na siderurgia. A estratégia, no caso, seria atrair consumidores de seu ferro para uma linha de produção que forneceria o ferro-gusa, a exemplo do que a Vale tem feito em outros empreendimentos. Por esse motivo as análises de impacto no resultado serão feitas no segmento de Minerais Ferrosos que seria o principal motivador dessa aquisição.

A partir desses movimentos estratégicos serão analisadas as variações ocorridas em 2007. A primeira análise será feita no Lucro Operacional. Esse apresentou um aumento percentual de 46% sendo maior do que o Lucro Operacional do período anterior que foi de 38%. Esse aumento foi gerado principalmente por dois fatores: grande aumento no Lucro Bruto e aumento menor nas Despesas Operacionais.

O Lucro Bruto e as Despesas Operacionais apresentaram melhor desempenho. O aumento do Lucro Bruto foi de 41%, crescimento maior do que em 2006 que foi de 39%. As Despesas Operacionais aumentaram 21% em comparação com o aumento de 42% apresentado em 2006. A seguir será verificado o detalhamento dessas variáveis.

O Lucro Bruto apresentou aumento de 41% influenciado principalmente pelo aumento na Receita de Vendas do segmento de Minerais e Metais, confirmando o impacto positivo das aquisições realizadas no período de 2006 e das consolidações desses movimentos realizadas no período de 2007.

Verificou-se que para o segmento de Minerais e Metais a Receita Líquida aumentou 42% enquanto o Custo dos Produtos Vendidos aumentou 40%, resultando em sinergias verificadas no Lucro Bruto conforme segue:

Tabela 7. Lucro Bruto 2007

Em milhões R\$	2006	2007	Variação %
Vendas de minerais e metais	36.135	55.332	42%
Serviços de transporte	3.405	3.497	0%
Vendas de produtos da área de alumínio	5.533	5.529	0%
Vendas de produtos siderúrgicos	1.478	1.248	-1%
Outros produtos e serviços	195	779	1%
Receita Bruta	46.746	66.385	
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>45.292</b>	<b>64.764</b>	<b>43%</b>
Minerais e metais	(14.578)	(22.814)	40%
Serviços de transporte	(1.770)	(2.146)	2%
Produtos da área de alumínio	(3.013)	(3.246)	1%
Produtos siderúrgicos	(1.231)	(1.199)	0%
Outros produtos e serviços	(164)	(679)	2%
<b>Custos dos Produtos e Serviços</b>	<b>(20.756)</b>	<b>(30.084)</b>	<b>45%</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>24.536</b>	<b>34.680</b>	<b>41%</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

Conforme demonstrado na tabela acima, o segmento que mais contribuiu para o aumento da Receita foi o Segmento de Minerais e Metais com um aumento de 42% em suas Vendas. A tabela a seguir apresentará o detalhamento desse segmento: aumento de 5% nas Receitas de Minerais Ferrosos e aumento de 37% nas Receitas de Minerais não ferrosos. No

segmento de Minerais Não Ferrosos foi finalizado o processo de aquisição da Inco com a compra de participação adicional de 12,27%, o que confirma o impacto positivo na Receita de Minerais Não Ferrosos, também verificado em 2006.

Com a aquisição dos 18% restantes da participação na Ferro-Gusa Carajás a Vale passou a deter 100% das ações. Pela estratégia descrita em seu site e pela entrevista veiculada pelo diretor de Desenvolvimento de Novos Projetos sobre as atividades da Ferro-Gusa Carajás, mencionado anteriormente, poder-se-ia verificar que haveria relação com o desempenho dos Minerais Ferrosos, porém não há detalhamento no Relatório anual para explicar a variação das Receitas de Minerais Ferrosos. Sendo assim, seguem os resultados que sofreram impacto pelas aquisições no ano de 2007:

Tabela 8. Receita Minerais e Metais 2007

Em milhões R\$	2006	2007	Variação %
Receita Minerais Ferrosos	27.635	29.915	5%
Receita Minerais Não-Ferrosos	8.500	25.417	37%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>45.292</b>	<b>64.764</b>	<b>43%</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

A próxima variável a ser analisada será a Despesa Operacional. Os principais fatores para o aumento de 21% nas Despesas Operacionais foram as Despesas com Vendas e Administrativas com aumento de 13% seguida pelo aumento em Pesquisa e Desenvolvimento de 8%, conforme apresentado na tabela abaixo:

Tabela 9. Despesas Operacionais 2007

Em milhões R\$	2006	2007	Variação %
Com vendas e administrativas	(1.952)	(2.550)	13%
Pesquisa e desenvolvimento	(1.042)	(1.397)	8%
Outras despesas operacionais	(1.453)	(1.418)	-1%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(4.447)</b>	<b>(5.365)</b>	<b>21%</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

Os fatores que levaram ao aumento das Despesas Operacionais podem não estar diretamente relacionados com os movimentos de compras realizados no período, pois o relatório anual não relaciona o aumento das despesas operacionais com as aquisições, como havia sido feito com as despesas apresentadas no relatório anual de 2006. Abaixo segue o detalhamento dos principais fatores apresentados pela empresa para o aumento das despesas no período:

Despesas com Vendas e Administrativas 13%: Propaganda e Publicidade, Serviços de Consultoria, Infra-estrutura, Pessoal, Aluguéis e Impostos;

Pesquisa e Desenvolvimento 8%: nos relatórios do ano de 2007 não foi feito nenhum comentário mais detalhado sobre esses gastos, os quais foram mais altos no setor de Minerais Não Ferrosos.

Segundo esse detalhamento, o aumento nas despesas não foi diretamente relacionado com as aquisições, como aconteceu com uma pequena parcela das despesas apresentadas no relatório anual do ano de 2006. Assim, pode-se verificar sinergia nos segmentos de atuação onde foram realizados os movimentos de F&A já que o aumento das Receitas superou o aumento dos Custos e Despesas no período.

## 6. CONCLUSÕES

O tema F&A tem tido notável destaque tanto no meio acadêmico quanto no meio empresarial. Clemente e Greenspan (1998) defendem que “o objetivo final de um negócio é o lucro, o qual freqüentemente é atingido por meio do crescimento. A partir do volume de F&A envolvendo empresas brasileiras, identificou-se como relevante verificar os impactos ocorridos em empresas que participaram desses processos, buscando-se identificar benefícios dessa estratégia de crescimento baseada em F&A nos resultados das companhias.

O objetivo principal deste estudo foi detectar sinergias nas F&A e adicionalmente a pesquisa propor-se a elencar principais movimentos de F&A ocorridos no período. Assim respondendo a pergunta feita nesse artigo, foi possível identificar sinergias nos segmentos onde ocorreram as principais fusões e aquisições realizadas pela Vale. Os principais movimentos de fusões e aquisições ocorreram nos segmentos de minerais ferrosos e minerais não ferrosos, com destaque para os impactos positivos na aquisição da Inco em 2006, pertencente ao segmento de minerais não ferrosos.

A partir da análise da evolução do EBITDA foi possível verificar o aumento dessa variável nos segmentos em que foram identificados os principais eventos de F&A realizados no período, destacando-se o aumento de 12% no EBITDA de 2007 devido ao aumento identificado no segmento de minerais não ferrosos.

A partir da análise da evolução da Eficiência Administrativa foi possível verificar o aumento dessa variável principalmente no ano de 2007, confirmando a sinergia pesquisada. Em 2006, ano em que ocorreu a principal aquisição realizada pela Vale, verificou-se que o indicador de eficiência administrativa diminuiu em relação ao ano anterior, porém ao analisar-se o relatório anual detectou-se que esse indicador foi impactado por fatores extraordinários (atendimento a regulamentos ambientais e provisões) que se fossem expurgados seria possível identificar a sinergia através desse indicador, assim fez-se necessária a verificação das receitas, custos e despesas para obter-se a confirmação de que o segmento de minerais e metais obteve um resultado sinérgico, ou seja, o aumento das receitas superaram o aumento dos custos e despesas, nos anos de 2006 e também em 2007.

É importante destacar que ainda que tenha sido verificado um melhor desempenho nos números apresentados, as empresas levariam um certo tempo para a adaptação entre a empresa adquirida e a adquirente, para poderem gerar as sinergias e benefícios esperados, em suma para a geração de valor. Ou seja, há a fase de integração entre as empresas para que seja possível verificar benefícios decorrentes de F&A. Esse tempo de ajuste pode se fazer necessário, por exemplo, para que as despesas administrativas demonstrem maiores sinergias.

Segundo Hitt et al. (2005), a fase de integração pós-aquisição é o determinante em particular mais importante da criação de valor, devendo ser cuidadosamente planejada. Bem como para Markides e Oryon (1998) a criação de valor ocorre somente durante a fase pós-aquisição, ou seja, a partir do gerenciamento da integração da adquirida pela adquirente. Já Haspeslagh e Jermison (1991) argumentam que apesar de a adequação estratégica ser a base da potencial criação de valor, é o bom gerenciamento que leva a efetiva criação de valor. Sendo assim após essa fase de consolidação e de condução dessa estratégia de crescimento da Vale, seria possível confirmar a tendência de sinergia nos segmentos de atuação com os impactos em seus resultados nos períodos seguintes.

Assim, a partir da análise das principais variáveis selecionadas no período demonstrou-se que a estratégia de crescimento da Vale baseada em F&A com a expectativa de obter sinergias, melhorias operacionais, possíveis economias de escala e a maior eficiência na gestão de ativos pôde ser verificada com o impacto positivo nas variáveis analisadas, esse fato

fica claro ao verificar-se que o aumento da receita foi maior do que o aumento dos custos e despesas no período.

Além disso, também será possível verificar em estudos futuros a relevância da estratégia adotada pela empresa com a análise de variáveis tais como o crescimento na participação de mercado e a demanda pelas ações da empresa. Esses indicadores demonstrariam o quão bem posicionada estaria a empresa em relação aos seus concorrentes e os benefícios gerados pela estratégia adotada.

## 7. REFERÊNCIAS

- ANDRADE, G; MITCHELL, M; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 1, 2001, Spring 2001, p. 103-120.
- ASSAF NETO, A. *Estrutura e análise de balanços*. São Paulo: Atlas, 2001.
- ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas*. São Paulo: Atlas, 2003.
- CAMARA, G. *Fusões e Aquisições: análise do desempenho, da performance e da competitividade. Estudo de caso do sistema Usiminas*. 2007 122f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu UFMG, Belo Horizonte, 2007.
- CHANDLER, A. *The Visible Hand*. Cambridge: Mass, Harvard University Press, 1977.
- CLEMENTE, N. M., GREENSPAN, S. D.. *Winning at mergers and acquisitions*. USA: John Wiley & Sons, Inc., 1998.
- FLICK, Uwe. *Uma introdução à pesquisa qualitativa*. 2ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- HAIR, Jr., Joseph F. et al. *Fundamentos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HASPESLAGH, P. C.; JEMISON, D. B. *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*. New York: The Free Press, 1991.
- HITT, M. A.; IRELAND, D.; HOSKINSON, Robert E. *Administração Estratégica*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.
- MARKIDES, C.; ORYON, D. International acquisitions: do they create value for shareholders? *European Management Journal*, Oxford, v. 16, n. 2, p. 125-35, 1998.
- PENROSE, E.; *The theory of the growth of the firm*. 3 ed. Oxford: Oxford University. (Edição original de 1959), 1995.
- POPPER, K. *A lógica da pesquisa científica*. 2. ed. São Paulo: Cultrix, 1972.
- PORTER, M. *Estratégia Competitiva: Técnicas para análise de indústrias e de concorrentes*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- SINGH, H.; MONTGOMERY, C. A. Corporate acquisitions strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, v. 8, n. 4, p. 377-386, 1987.
- WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. *Administração estratégica: conceitos*. São Paulo: Atlas, 2000.

YIN, Robert K. Estudo de caso: planejamento e métodos. 3 ed. Porto Alegre:Bookman, 2005.