

## 2 Revisão de literatura

Esta seção objetiva apresentar a definição e abrangência da questão de criação de valor para os acionistas.

Para isto, foi necessário descrever as definições e tipologias para fusões, aquisições e crescimento orgânico, as principais motivações que levam a busca por uma ou outra estratégia, além das vantagens e desvantagens de cada modelo de crescimento analisado.

Além disto, alguns aspectos importantes para o sucesso de cada estratégia, assim como os indicadores de mensuração do desempenho financeiro destas estratégias também serão abordados ao longo do texto.

### 2.1. Teoria dos *stakeholders* e geração de valor para o acionista

A teoria dos *stakeholders* mais difundida atualmente foi revolucionária no sentido em que buscou unir a teoria de finanças com conceitos de ética e foi precursora do conceito de responsabilidade social. De acordo com a definição desta abordagem, a expressão *stakeholder* pode ser definida por qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelos objetivos da empresa.

Nesta linha de pensamento teórico, os *stakeholders* ou partes interessadas, incluem os indivíduos ou grupos que podem substancialmente afetar ou serem afetados pelo bem estar da companhia. Estão nesta categoria todos os empregados, clientes, fornecedores, comunidades e governos.

A teoria dos *stakeholders* parte do pressuposto da geração de valor como sendo parte fundamental nos negócios. Esta teoria é sustentada por duas premissas básicas. A primeira está relacionada à identificação do propósito da companhia. A segunda levanta quais são as responsabilidades que os gestores possuem com seus *stakeholders*.

Assim, esta teoria pode ser traduzida pela formulação e implementação de processos que satisfazem todas as partes interessadas no negócio. De acordo com esta definição, parte-se para uma abordagem focada na administração, com ênfase no gerenciamento do ambiente do negócio, dos relacionamentos entre os participantes e a promoção dos diferentes interesses envolvidos.

Um outro ponto de vista relevante está relacionado à uma teoria antagônica a respeito da teoria dos *stakeholders*.

Neste contexto, de acordo com esta outra visão sobre a teoria dos *stakeholders* todas as pessoas ou grupos com interesses legítimos que participam de uma empresa, assim o fazem com o objetivo de obter benefícios. Não há, portanto, motivos para priorização de interesses em detrimento de outros. Com isto, esta teoria parte do pressuposto de que os gestores não são os únicos com legitimidade do controle corporativo.

Após esta análise sobre as diferentes visões sobre a teoria dos *stakeholders*, pode-se observá-la sob a ótica descritiva, instrumental e normativa.

Do ponto de vista descritivo, é necessário analisar dois pilares básicos para a teoria, que seriam descrever como as empresas funcionam e com isto ajudar a identificar os sintomas do comportamento organizacional. Desta maneira, esta teoria poderia ser utilizada para descrever e explicar as características das empresas.

Sob a ótica do aspecto instrumental, a teoria poderia identificar diversas conexões entre a administração dos *stakeholders* e o alcance dos objetivos das empresas, como rentabilidade, crescimento e geração de valor ao acionista.

De outro modo, a visão normativa sugere que o auxílio na interpretação da função da empresa, poderia ajudar na identificação dos princípios que a norteiam e a própria administração.

Outra corrente existente, relaciona a teoria dos *stakeholders* com a teoria da agência. Segundo esta abordagem, os gestores seriam os agentes de todos os *stakeholders*, e estes se diferenciam de acordo com o poder e grau de interesse na empresa, acarretando um desequilíbrio entre as partes envolvidas.

No que tange a relação entre a teoria dos *stakeholders* e a criação de valor, existe na literatura acadêmica a seguinte proposta de definição para a teoria dos *stakeholders*: A teoria que desafia o conceito de maximização de valor como objetivo corporativo é a teoria dos *stakeholders* onde os executivos deveriam tomar as decisões considerando os interesses de todas as partes interessadas.

Diferentemente do conceito de criação de valor, que tem em seu âmago a ciência econômica, a teoria dos *stakeholders* tem em sua essência a sociologia e o comportamento organizacional.

Entretanto, a teoria dos *stakeholders* falha ao desafiar o conceito de maximização de valor. Isto porque, não fornece uma definição completa sobre o objetivo e propósito da teoria. Com o intuito de maximizar o valor para o acionista, os executivos precisam não só atender, mas também suportar o envolvimento de todas as partes interessadas, isto é, todos os *stakeholders*.

Além disto, qualquer desvio no objetivo de maximizar valor para o acionista pode intensificar o problema de agência, ocasionando a ruptura entre propriedade e controle. Quando o valor é maximizado para o acionista, o valor da empresa como um todo está sendo maximizado, favorecendo a todos os *stakeholders*, e proporcionando a sobrevivência da empresa no longo prazo.

A criação de valor ao acionista, a despeito dos conflitos que possa gerar, tornou-se popular entre os executivos porque os números contábeis apresentam muitas deficiências. O lucro não é um dado confiável para medição do desempenho, pois em sua aferição há diversos métodos alternativos que podem ser empregados, como por exemplo as necessidades de investimentos não são contempladas, não há evidência sobre a relação entre risco e retorno e o valor do dinheiro no tempo, que é um dos princípios fundamentais em finanças, não é considerado.

Uma visão comum no mercado corporativo é expressa na abordagem de que o valor para o acionista estima o valor econômico de um investimento ao descontar os fluxos de caixa previstos pelo custo de capital. Esses fluxos de caixa servem como ponto inicial para os retornos dos acionistas com base em dividendos e a valorização do preço da ação.

Desta forma, alguns parâmetros básicos de avaliação financeira como a taxa de crescimento, margem de lucro operacional, alíquota de imposto de renda, investimento em capital de giro e ativos fixos, custo de capital e até mesmo o horizonte de previsão precisam ser levados em consideração no momento da avaliação.

De acordo com esta abordagem, o foco da estimativa de valor agregado de um negócio passaria para a estimativa do valor adicionado de determinada estratégia durante o horizonte de análise.

Por outro lado, também há ideia de que a criação de valor para o acionista pode ser definida pelo preço de mercado das ações de uma empresa, uma vez que o preço reflete as expectativas de mercado sobre o seu desempenho futuro.

Desta maneira, o preço da ação simboliza o valor presente dos fluxos de caixa livres aos acionistas descontados pelo tempo, considerando os investimentos a serem realizados. Para haver criação de valor, é necessário que as expectativas pelo desempenho futuro aumentem.

Outro fator muito importante para a avaliação de criação de valor ao acionista é a análise de atratividade do setor no qual a empresa está inserida. É preciso analisar a atratividade do setor versus o resto do mercado e verificar as prováveis mudanças nas variáveis de mercado que podem afetar a sua estrutura e atratividade.

Por outro lado, para que estas propostas sejam factíveis do ponto de vista prático, é necessário que diferentes padrões de crescimento tenham diferentes implicações para a gestão e desempenho das companhias no longo prazo. Estas estratégias de crescimento constituem diferentes desafios para empresas e possuem diferentes impactos no desempenho das mesmas.

As empresas podem optar por diversas estratégias para crescer como alternativas externas de competências inovadoras com alianças estratégicas, fusões e aquisições e uma combinação destes dois fatores.

No presente estudo, iremos abordar apenas a estratégia de crescimento através de fusões e aquisições.

## 2.2. Fusões e aquisições e crescimento orgânico

As empresas podem crescer por meio do seu crescimento orgânico, ou seja, pelo crescimento em receitas geradas pelos seus ativos atuais, ou através de fusões e aquisições.

Há diversas escolhas que devem ser consideradas na tomada de decisão em relação às vias de crescimento das empresas e não há consenso sobre a melhor alternativa.

As fusões ocorrem quando uma companhia é combinada com outra empresa e elas passam a formar um novo grupo econômico. Todas as fusões são estatutárias desde que ocorram como transações formais de acordo com as leis onde serão incorporadas.

As aquisições se dão pela compra de ações ou ativos de uma companhia por outra. Esta transação pode ocorrer por meio de compra de ações ou compra de ativos.

Existem quatro tipos básicos de estratégia em aquisições:

- Horizontais, envolvendo negócios que possuem idêntica produção e tecnologia, sendo a aquisição efetuada por outra empresa do mesmo setor;
- Relacionadas, onde a produção e tecnologias são semelhantes;
- Conglomerados, onde não há qualquer tipo de relação entre as empresas, ou seja, companhias de setores diferentes se juntam para criar um novo nicho de mercado ou para oferecer um produto diferente;
- Verticais, que envolvem uma variedade de decisões entre prover determinados produtos ou serviços com recursos internos ou comprar de terceiros.

A definição de crescimento orgânico está baseada no aumento de receita ou número de funcionários. Outra abordagem para definir o crescimento orgânico é o crescimento alcançado através do comprometimento com a satisfação dos clientes, engajamento dos empregados e a rentabilidade do negócio.

### 2.2.1.

#### **Motivações para fusões e aquisições e crescimento orgânico**

As motivações que levam uma empresa a optar pela estratégia de Fusões e Aquisições podem ser observadas sob duas óticas distintas.

Os vendedores enxergam a necessidade de reduzir custos através de economias de escala e o acesso a melhores recursos possuídos pela empresa adquirente além do seu baixo desempenho atual na geração de valor aos acionistas. Por outro lado, os compradores vislumbram o aumento da geração de valor e a criação de sinergias operacionais além do aumento da participação de mercado, redução do número de concorrentes, a entrada em novos mercados e a diversificação através de novos produtos e serviços.

Resumidamente, as aquisições só ocorrem uma vez que o negócio de uma empresa possui mais valor sob gestão de um grupo de acionistas do que de outro.

Existem quatro hipóteses para motivações das aquisições. A hipótese da sinergia, onde o valor da nova entidade se mostra maior do que a soma dos valores individuais das empresas. Neste caso, os administradores seriam motivados pelos interesses dos acionistas a criar valor econômico, ou seja, maximizar o valor, tendo ainda a possibilidade de julgar racionalmente o valor da firma após a aquisição.

A hipótese na qual os administradores optam por aquisições para maximizar sua própria utilidade em detrimento dos interesses dos acionistas da firma.

Na hipótese do orgulho exagerado, os administradores da empresa adquirente erram ao avaliar o preço da firma a ser adquirida, mas escolhem dar continuidade ao empreendimento assumindo que o valor está correto.

Além destas hipóteses descritas acima, ainda existe a hipótese de diversificação de risco, onde uma empresa adquire a outra com características diferentes das suas, buscando a estabilidade da receita e redução da variância do retorno da firma. Esta homogeneidade pode ser esperada e avaliada positivamente pelos investidores.

Entretanto, pela teoria de mercado de capitais eficiente, a consolidação do risco não irá resultar em reavaliação positiva desde que possa ser duplicada pelo investidor através da diversificação do seu portfólio pessoal.

Por outro lado, uma empresa pode optar pelo crescimento orgânico pela mesma necessidade de aumentar sua participação no mercado, reduzir o número de competidores ou ter acesso a novos mercados.

Contrariamente à estratégia de fusões e aquisições, o crescimento orgânico impõe um desenvolvimento de novas competências e capacidades que necessariamente terão potencial para a criação de valor futuro, isto é, serão responsáveis pela sustentação dos resultados futuros.

O presente estudo não irá considerar as motivações que levaram às fusões e aquisições, mas sim o resultado destas decisões sobre o retorno aos acionistas, considerando os níveis de desempenho de gestão das empresas.

### **2.2.2.**

#### **Vantagens e desvantagens das fusões e aquisições e crescimento orgânico**

Economias de escala proporcionam a redução de custos devido ao maior volume, investimentos em pesquisa e desenvolvimento combinados, aumento nas vendas, corte com custos de pessoal e fortalecimento dos canais e sistemas de distribuição.

Economias de escopo proporcionam uma variedade das linhas de produto, obtenção de produtos complementares, expansão de capacidades tecnológicas, incorporação de novas capacidades e habilidades de gerenciamento, vantagens de pioneirismo, isto é obtenção de mais conhecimento do negócio antes dos rivais, diversificação de produtos e geografias e redução de riscos sistêmicos e político-institucionais.

Todas essas vantagens citadas acima podem ser elencadas como as principais vantagens que poderiam justificar a opção pela estratégia de fusões e aquisições.

Apesar das diversas vantagens apontadas no parágrafo anterior, a escolha por fusões e aquisições também apresenta desvantagens. As dificuldades em colocar em prática as economias de escala sugeridas, as sinergias propostas, todos os problemas identificados após a aquisição e o próprio processo de integração “*Post Merger Integration*” são apontados como principais fatores para o insucesso desta estratégia de crescimento e assim considerados como desvantagens do processo de fusões e aquisições.

Assim como qualquer decisão, as estratégias de crescimento possuem vantagens e desvantagens, entretanto as desvantagens não inviabilizam a geração de valor para estas estratégias. Neste contexto, a chave para criar valor por meio de fusões e aquisições é a contribuição deste método para aumentar ou fortalecer a vantagem competitiva da empresa. A vantagem competitiva permite que a empresa defenda melhor sua posição de mercado diante de seus concorrentes e forças econômicas e permite que a empresa maximize oportunidades e minimize potenciais riscos.

Existem crenças na área de gestão empresarial que consideram que a diversificação dos negócios de uma empresa destrói valor, ao passo que o foco conserva valor. Isto porque as sinergias esperadas em uma aquisição são a fonte de criação de valor através da aquisição.

Outro ponto importante que é considerado pelos gestores de empresas está relacionado ao fato de que aquisição de empresas com valor intrínseco justo se pagam sob a ótica financeira, ao passo que aquisições sem uma forte evidência de ganhos financeiros não se pagam pelo retorno financeiro. Por fim, também há a discussão de que aquisições para criar poder de mercado não se pagam financeiramente.

No mercado brasileiro é bastante difundida a ideia de que a regulação sobre fusões e aquisições é custosa para os investidores e uma aquisição para utilizar excesso de caixa geralmente destrói valor. De outro modo a oferta pública de ações cria valor aos acionistas.

Servaes (1991), ao analisar o retorno de uma fusão ou aquisição, considera a forma de pagamento, se ela foi hostil ou amigável, se existem vários compradores ou apenas um, a relação entre a reposição de ativos das empresas e o tamanho relativo entre elas.

### **2.3. Indicadores para avaliação de desempenho da firma**

Somente através dos indicadores de desempenho, as empresas podem monitorar a criação de valor seja através de suas operações, ou através de seus projetos ou mesmo por aquisições. Através destes indicadores é possível determinar e avaliar se os projetos, operações ou aquisições foram ou não bem sucedidas e encontrar formas de melhorá-los.



Existem basicamente dois tipos de indicadores de desempenho, os financeiros e os indicadores não financeiros. Os sistemas de mensuração de resultados são baseados em indicadores de desempenho financeiro, que são mais robustos para controle e gerenciamento. Os indicadores de desempenho financeiro derivam de sistemas contábeis que geram e comunicam informações financeiras e suportam os relacionamentos contratuais e do mercado de capitais, resultando na separação entre proprietários e administradores na corporação moderna.

### **2.3.1. Indicadores de desempenho para geração de valor ao acionista**

As medidas de desempenho que os executivos geralmente utilizam para medir a criação de valor e ajudar na tomada de decisão devem variar de acordo com o valor econômico de uma empresa.

Entretanto, as medidas de curto prazo e os retornos baseados em medidas contábeis frequentemente não refletem esta lógica. Muitos fatores afetam o lucro contábil que não o valor econômico. O lucro contábil tem como premissa básica o passado, ou seja, é concebido pela apuração de transações passadas e não a expectativa de valor futuro.

Além disto, este indicador é altamente impactado pela escolha do método de apuração, ignorando o custo de capital, o risco do negócio e o valor econômico. Para evitar eventuais problemas com as medidas de desempenho contábeis, indicadores de mercado são utilizados para medir a criação de valor, melhorando as medidas contábeis e introduzindo uma visão de longo prazo.

As medidas de desempenho com base no mercado são superiores aquelas com base na contabilidade, pois refletem a valorização mais próxima do valor econômico da firma e destaca as seguintes vantagens: o preço das ações representa a única medida de valor dos acionistas; o preço das ações reflete praticamente todos os aspectos do desempenho da firma; os preços das ações em geral incorporam os movimentos gerais do mercado, inflação e o risco da firma; os preços das ações proveem uma base para avaliar e mensurar o impacto das decisões administrativas.

De acordo com Colauto, Lamounier e Nogueira (2009):

*“Um dos primeiros estudos que tratou da valorização de mercado da firma foi proposta por Kaldor em 1966, o qual investigou a razão entre o Valor de Mercado e o Valor Contábil da firma. Posteriormente, Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969), apresentaram um estudo mais aprofundado, considerando o custo de reposição dos ativos físicos da firma como sendo o desembolso mínimo necessário para repor sua capacidade produtiva, em detrimento de considerar apenas o custo histórico dos ativos. Esta relação entre o valor de mercado e o valor de reposição dos ativos físicos ficou definida como o Q de Tobin.”*

$$q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

onde,

VMA = o valor de mercado das ações da firma;

VMD = o valor de mercado das dívidas;

VRA = o valor de reposição dos ativos da firma.

No entanto, o Q de Tobin é um cálculo muito complexo, pois exceto o valor de mercado das ações, os demais componentes de sua fórmula não são observáveis diretamente, isto é, o valor de mercado da dívida e o valor de reposição dos ativos.

Para Colauto, Lamounier, Nogueira (2009), devido a estas restrições, Chung e Pruitt (1994), estimaram por meio de uma aproximação simplificada o Q de Tobin como sendo o valor de mercado das ações ordinárias somando-se o valor de mercado das ações preferenciais e o valor contábil do exigível total dividido pelo ativo total da empresa.

Entretanto, esta medida não captura a criação de valor, mas sim o valor da empresa que pode ser uma aproximação, mas desconsidera alguns fatores importantes.

A medida de TSR (*Total Shareholder Return*) atende melhor ao objetivo dos acionistas e investidores na geração de valor. Esta medida teve seu uso intensificado a partir do final da década de noventa por apresentar uma alternativa às medidas de rentabilidade que focavam no resultado de curto prazo. O TSR pode ser definido como uma medida abrangente que reflete todas as atividades ou decisões tomadas pelos gestores como a política de dividendos, a recompra de ações, novos produtos ou serviços entre outros. Além disto, o TSR é difícil de ser manipulado e também proporciona um alerta antecipado e eficiente para

necessidade de mudança. Em resumo, o TSR é uma medida mais exata, abrangente e justa para guiar a tomada de decisão dos gestores.

Existe uma corrente que sugere o TSR como a melhor métrica, pois incorpora o valor dos dividendos e outros pagamentos de caixa, que podem representar em muitos casos 20% a 40% do retorno total ao acionista em muitas empresas.

Além disso, é uma medida mais compreensível que a apreciação do preço das ações. Adicionalmente considera outras medidas de aproximação para medir a criação de valor como o crescimento do lucro por ação, o retorno do fluxo de caixa sobre o investimento e o valor adicionado.

A medida de TSR fornece os direcionadores-chave da criação de valor. A medida reflete a criação de valor como função do valor fundamental avaliado pelo crescimento das vendas e as mudanças na margem operacional (EBITDA/Receita); do múltiplo de valoração do EBITDA, avaliado pelas variações do múltiplo e pelos dividendos e da contribuição do fluxo de caixa como sendo as mudanças da dívida líquida e a variação das ações.

Apesar do TSR ser considerado uma medida justa pela dificuldade de manipulação além de proporcionar um alerta antecipado e eficiente para a necessidade de mudança, há algumas críticas sobre esta medida.

Uma delas é que a medida não incorpora o desempenho do lucro por ação, o que não reflete a perspectiva do mercado em relação a empresa nem o movimento do mercado.

Não há entretanto, nenhum estudo empírico que demonstre uma alternativa para esta limitação. A gestão de desempenho para medição da criação de valor é um assunto delicado, mas é essencial para as companhias. Portanto, as limitações do TSR não invalidam ou diminuem sua contribuição para a medição da criação de valor.

### **2.3.2. Indicadores de desempenho para fusões e aquisições**

O estudo do desempenho de fusões e aquisições tem sido parte integrante das pesquisas em gestão estratégica, finanças corporativas e comportamento organizacional por décadas. Apesar da quantidade de pesquisas no ramo, há pouco

ou nenhuma concordância entre as diversas disciplinas em como medir o desempenho de fusões e aquisições.

As abordagens sobre o desempenho variam em duas dimensões. Avaliações subjetivas como a realização de sinergias e processos de eficácia na integração das empresas. A metodologia objetiva de mensuração, como medidas financeiras e contábeis, além da dimensão tempo e um nível de análise organizacional como a melhoria da posição competitiva.

Além disto, também existem outras categorias para as medidas de desempenho em fusões e aquisições: os retornos anormais, a avaliação subjetiva dos administradores, a avaliação subjetiva de informantes e a medida de desinvestimento.

Os retornos anormais acumulados avaliam o impacto de um evento sobre o preço da ação da firma, estimando a expectativa de retorno desta firma após todos os ganhos terem sido incorporados ao valor da ação durante um período próximo ao evento, em comparação com o valor combinado das firmas caso nenhuma aquisição tenha acontecido.

Na avaliação subjetiva dos administradores, aos executivos, que teoricamente teriam participado e teriam conhecimento sobre o processo de aquisição, é pedido para classificar a extensão a qual os originais objetivos da aquisição tenham sido alcançados, de acordo com dimensões específicas.

De acordo com esta metodologia, existem questionamentos sobre as diferenças no estilo de cada critério de desempenho e a satisfação dos executivos frente os objetivos iniciais do projeto. Além destes, ainda seriam mensurados, por exemplo, o tamanho relativo e o desempenho da aquisição. Nove são os critérios que podem ser analisados: O retorno sobre o investimento (ROI), que significa o retorno de determinado investimento realizado e contabilizado em meses nos quais ele será amortizado para então começar a gerar lucros; o retorno sobre as vendas, a utilização dos ativos; o preço da ação; a eficiência dos impostos; os lucros por ação; o fluxo de caixa; crescimento da receita com as vendas e a compra de ativos sub valorizados.

A avaliação subjetiva de informantes é uma variação da ferramenta anterior, que tenta buscar a visão do informante sobre o desempenho da aquisição usando dados de analistas do mercado de capitais, ou através das classificações e comentários dos jornais financeiros distribuídos na imprensa.

A abordagem que mais se destaca é a metodologia de estudo de eventos para o curto prazo. Entretanto, o uso das medidas contábeis de longo prazo, em sua maioria encontrada em publicações de gestão estratégica e organizacional, também é bastante difundida.

O estudo de eventos merece destaque, pois aparenta ser o indicador mais utilizado para a medição do sucesso de fusões e aquisições.

O estudo de eventos pode ser definido como o método onde é possível medir o efeito de um determinado evento econômico no valor de mercado das companhias. Este método é fundamentado e baseado na hipótese de que o mercado é racional, isto é, o efeito de qualquer evento econômico será refletido no preço das ações das empresas, por meio de geração de retornos anormais na janela de estimação.

Servaes (1991) apresenta o cálculo dos retornos anormais acumulados em seu modelo de mercado. Com este modelo, foi possível acessar o impacto de um evento no preço da ação da companhia através da estimativa do retorno anormal ou esperado do valor da ação, comparando com o retorno atual conseguido durante um período de tempo próximo ao evento. Os intervalos de tempo próximos ao anúncio da aquisição na sua maioria são de curto prazo, a análise é realizada em dias que antecedem ou sucedem o evento. Entretanto, a mesma metodologia pode ser aplicada para avaliar o período de longo prazo, geralmente superiores a três meses, podendo chegar até a 36 meses. Importante destacar que o presente modelo parte da premissa de eficiência de mercado e que os retornos dos ativos devem apresentar distribuição normal.

Entretanto, os estudos de eventos apresentam algumas limitações. Neste sentido, o indicador não mede o desempenho operacional realizado, mas sim a expectativa futura dos investidores sobre o impacto da aquisição sobre o fluxo de caixa. Outro ponto importante é que o movimento das ações pode refletir outros fatores que não o evento em questão. Além disto, é limitado para avaliação de grandes aquisições.

Adicionalmente, nos últimos anos o debate sobre o uso do estudo de eventos para curto e longo prazo vem crescendo na literatura de finanças. As evidências, todavia, são inconclusivas.

Existe uma relação positiva entre a janela de curto prazo dos retornos anormais das ações e os aumentos na geração de fluxo de caixa operacional pós aquisições no longo prazo. Por outro lado, a literatura de finanças vem enfatizando que o uso de estudos de eventos de janelas de longo prazo não é muito indicado dado à variedade de evidências da imperfeição dos mercados relacionados à complexidade dos anúncios dos eventos, neste caso as aquisições.

No que tange o uso de medidas contábeis de longo prazo, estudos indicam que as medidas mais utilizadas foram às variações no retorno sobre os ativos (ROA), e no retorno sobre o capital investido (ROIC) três anos após a aquisição comparada com um grupo de empresas de tamanho similar, mesma indústria e localizados na mesma região geográfica um ano antes da data do anúncio.

As medidas de desempenho financeiras de longo prazo utilizaram uma técnica de comparação entre a empresa adquirente, usando os retornos mensais ao longo de 36 meses, com um grupo de empresas de tamanho similar, mesma indústria e localizados na mesma região geográfica. Esta técnica de comparação também é conhecida como benchmark.

Alguns autores utilizam ainda medidas subjetivas onde é solicitado aos executivos das companhias classificarem a extensão com as quais os objetivos originais das firmas foram alcançados de acordo com dimensões específicas. Neste caso são utilizados períodos de 3 a 5 anos após a efetivação da aquisição.

### **2.3.3.**

#### **Indicadores de desempenho de crescimento orgânico**

Ao analisar o desempenho de uma empresa, é importante ter em mente o conceito de crescimento orgânico. Neste sentido, a receita gerada por esta alternativa é o direcionador mais importante para a criação de valor ao acionista.

A receita advinda do crescimento orgânico pode ser definida como a taxa de crescimento da organização excluindo-se aumentos advindos de fusões e aquisições. Isto muitas vezes refere-se ao foco no crescimento e é desdobrada internamente explorando-se as capacidades e competências da companhia. O crescimento da companhia propriamente dito pode ser alcançado com algumas medidas conhecidas como melhorar o relacionamento com os clientes, construir novos relacionamentos com outros clientes e enfatizar a capacidade de inovação. A busca pela estratégia de crescimento orgânico exige da organização focar em

suas competências e capacidades chave e alavanca-las de acordo com a necessidade do mercado e de seus clientes.

O crescimento orgânico é o diferenciador de maior importância no mercado de capitais. No entanto, é difícil de ser atingido devido a dificuldades na identificação do significado de valor para o consumidor. Além disso, as barreiras organizacionais são mais firmes e enraizadas do que a maioria dos executivos percebe. Estas barreiras incluem sistemas de incentivo que minam objetivos de crescimento, dificuldades de alocações com retornos incertos e um inevitável aumento de custos, além de uma estrutura organizacional que dificulta o crescimento. A habilidade em identificar e reduzir estas barreiras separa as companhias líderes de mercado das demais.

As empresas que consistentemente atingem o crescimento orgânico antes de seus concorrentes, diferem em três pontos chave: possuem diretrizes disciplinadas para o crescimento, não permitem que pressões de curto prazo tirem o foco das iniciativas de longo prazo, os investimentos são priorizados para áreas cruciais como pesquisa e desenvolvimento, percepção do consumidor e treinamentos em habilidades voltadas para inovação. Há maior habilidade de direcionar o crescimento, especialmente no desenvolvimento de uma compreensão tridimensional dos consumidores, na reação rápida às mudanças de mercado, e na atração e retenção de pessoas criativas.

Para o crescimento ser sustentável, estas habilidades devem ser suportadas por uma cultura corporativa que conduza ao crescimento. Os sistemas de incentivo devem estimular o crescimento através de metas com compensação e desenvolvimento individual. Além disso, os líderes do crescimento fazem um grande trabalho ao gerir insucessos, sinalizando que o fracasso é uma consequência necessária do crescimento. E há a crença de que o sucesso vem de pequenas coisas, ao invés de buscar uma única grande transformação que transformará a firma. Apesar de não questionar o valor de uma grande inovação, a busca por um sucesso extraordinário pode tirar a atenção das barreiras culturais e organizacionais que impedem um crescimento orgânico consistente.