

**ÁREA TEMÁTICA: GOVERNANÇA CORPORATIVA****TÍTULO: TOMADA DE DECISÃO DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES:  
DISCUTINDO O PAPEL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA****AUTORA****MONICA SCIASCIA MAGALHÃES BRESSAN**

Universidade Presbiteriana Mackenzie

mobressan@yahoo.com

**RESUMO**

O número de operações de fusões e aquisições vem crescendo a cada ano, como forma de enfrentar o mercado mais competitivo, podendo gerar significativo valor para os acionistas das companhias envolvidas. No entanto, uma decisão equivocada acerca do momento, oportunidade e/ou forma de realizar essas espécies de operação pode gerar uma perda de valor muito maior, em detrimento da perenidade da empresa e do interesse dos acionistas. De acordo com recentes pesquisas, muitas operações de fusões e aquisições fracassam em gerar valor aos acionistas, em parte, em função da influência de fatores não racionais e emocionais em detrimento da análise objetiva e racional do processo de tomada de decisão. O presente trabalho tem por objetivo demonstrar como a adoção de mecanismos de governança corporativa pode minimizar a influência dos fatores não racionais e emocionais na tomada de decisão de operações de fusões e aquisições, a partir da análise de operações desse tipo realizadas no ano de 2007 por sociedades brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), através da análise do conteúdo de seus Protocolos de Justificação disponibilizados junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

**Palavras-chave :** Tomada de Decisão, Fusões, Governança Corporativa**ABSTRACT****MERGER AND ACQUISITION TRANSACTION DECISION MAKING:  
DISCUSSING THE ROLE OF CORPORATE GOVERNANCE**

The number of transactions in merger and acquisition has grown every year as a way to face the more competitive market, and can generate significant value for shareholders of the companies involved. However a wrong decision about the time, opportunity and/or the way of conducting such operations can generate a much greater loss of value, and in prejudice of the permanence of the company and the shareholder interests. According to recent researches, many merger and acquisition operations fail to generate value for shareholders, in part because of the influence of non-rational and emotional factors rather than objective and rational analysis on the decision-making process. This paper aims to demonstrate how the adoption of corporate governance mechanisms can minimize the influence of non-rational and emotional factors in merger and acquisition operations decision-making, from the analysis of such operations conducted in 2007 by Brazilian companies quoted on "Bolsa de Valores de

São Paulo” (BOVESPA), through the content analysis of its “Protocolos de Justificação” available from the “Comissão de Valores Mobiliários” (CVM).

**Key Words :** Decision-making, Merger, Corporate Governance

## 1. INTRODUÇÃO

As operações de fusões e aquisições (F&A) intensificaram-se no Brasil a partir da década de 1990 quando, com a desregulamentação do mercado, a desestatização de companhias e o início das grandes mudanças tecnológicas, passaram a representar um relevante mecanismo estratégico para se enfrentar a nova dinâmica do mercado, mais competitiva. Desde então o número de operações e volume de valores envolvidos nessas operações, desde então, só crescem. Segundo o relatório Fusões e Aquisições no Brasil da PricewaterhouseCoopers (2007), o mercado brasileiro movimentou cerca de R\$ 114 bilhões em 718 operações de F&A no ano de 2007, correspondendo a um aumento de 25% em relação a 2006 e a uma média anual de 36% entre 2005 e 2006.

Ocorre que ao mesmo tempo em que essas operações podem gerar significativo valor para as empresas e seus acionistas, uma decisão equivocada acerca do momento, oportunidade e/ou forma de realizar uma operação de F&A pode gerar a perda de valor em proporção ainda maior. Segundo Harding e Rovit (2005) cerca de 70% de todas as transações fracassam em criar valor significativo para a empresa adquirente ou seus acionistas.

As decisões sobre a venda ou compra de empresas são pautadas pela racionalidade e baseadas em projeções quantitativas e informações apresentadas aos acionistas, porém, há influência de fatores não racionais relacionados à necessidade de prestígio e ao fascínio que o jogo de poder exerce sobre o a alta administração. Outros pontos que influenciam essa atitude supostamente menos racional dos executivos são seu comportamento e perfil individual, bem como a valorização no mercado de pessoas que sabem aproveitar oportunidades para garantir a competitividade da empresa (BARROS E CANÇADO, 2003).

Sendo no entanto a realização de uma operação de F&A uma decisão estratégica da empresa, a mesma exige um trabalho transparente e objetivo, evitando decisões equivocadas, em detrimento da perenidade da empresa e dos interesses dos seus acionistas e demais *stakeholders*, o que poderia ser convalidado por meio da adoção de mecanismos de governança corporativa. Afinal, é da própria essência das boas práticas de governança corporativa orientar a organização para que atinja os objetivos estipulados por seus acionistas, ou seja, essencialmente, gerar valor, através de mecanismos de controle da atuação de seus executivos (SILVEIRA, 2006). Não haveria porque negar a sua importância também na tomada de decisão de uma operação que envolve tantos riscos para a empresa como uma operação de F&A.

O objetivo desse trabalho, portanto, é verificar como a adoção de mecanismos de governança corporativa poderia minimizar a influência dos fatores não racionais na tomada de decisão das operações de F&A.

O trabalho está organizado em 05 partes, incluindo a presente introdução. A parte 2 destina-se a apresentar e discutir as bases teóricas que suportam a pesquisa, na parte 3 são estabelecidos os procedimentos metodológicos empregados no desenvolvimento do estudo, enquanto que a parte 4 discute os resultados alcançados a partir da análise de operações de F&A realizadas por companhias de capital aberto no Brasil no ano de 2007. Finalmente, a quinta e última parte apresenta as considerações finais do estudo.

A importância do presente estudo se verifica primeiro pelos resultados alcançados, que confirmam a existência da influência de vieses e fatores não racionais sobre a tomada de decisão das operações de F&A, havendo, porém, mecanismos de governança corporativa que poderiam ser utilizados para minimizar essa ocorrência, segundo porque tanto o tema das operações de F&A como o da governança corporativa, têm ganhado destaque no mundo acadêmico e dos negócios, porém, são poucos os estudos que analisam a relação entre esses dois temas, ou seja, de como os mecanismos de governança corporativa também podem ser utilizados para garantir a geração de valor aos acionistas nas operações de F&A.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### 2.1. Governança corporativa

O papel do gestor de qualquer companhia é prezar pela sua perenidade e geração de valor para o acionista, de modo que este veja seu investimento devidamente remunerado ao longo do tempo. Além dos interesses dos acionistas, os executivos devem lidar, também, com o interesse dos demais *stakeholders* da companhia: empregados, governo, fornecedores, consumidores etc.

Cabe aos mecanismos de governança corporativa garantir que os gestores atuem em conformidade com os interesses dos acionistas e, em último estágio, com os interesses dos *stakeholders*, afastando eventuais desvios de conduta dos seus executivos.

Conforme as características próprias de cada mercado, se estabelecem diferentes formas de regulação da governança corporativa (MALDONADO, 2002). Em função das características do mercado brasileiro, em que há uma forte concentração do controle acionário, com poucas empresas de capital realmente diluído, a governança corporativa tem tido um papel regulador dos poderes do acionista majoritário, buscando garantir os direitos dos acionistas minoritários (MALDONADO, 2002).

Contudo, em função do desenvolvimento desse mesmo mercado, outros mecanismos de governança corporativa vêm sendo exigidos pelos investidores, especialmente os institucionais, para garantir-lhes acesso a informações mais acuradas e às decisões dos executivos. É o que se vê, por exemplo, com a adoção dos níveis de Governança Corporativa pela Bovespa, especialmente o Novo Mercado, em que as empresas se comprometem com práticas e regras societárias mais rígidas do que a própria legislação brasileira estabelece (BOVESPA, 2008).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2008), sintetiza o conceito de governança corporativa como sendo o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho e administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, apontando que as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Não há uma única fórmula para se distinguir qual a melhor forma de governança corporativa, mas existem quatro princípios básicos que devem ser observados. O primeiro deles é o *fairness*, ou equidade, que representa o senso de justiça e de equidade que deve prevalecer em favor dos acionistas contra transgressões de acionistas controladores e seus gestores; o segundo é o *disclosure*, ou transparência, de acordo com o qual deve-se garantir a manutenção de dados acurados, registros contábeis fora de dúvidas e que seus relatórios sejam entregues dentro dos prazos estipulados; o terceiro é o *accountability* que se refere à responsabilidade pela prestação de contas por parte dos que tomam as decisões de negócios; e, por fim, o *compliance*, isto é, as atividades da empresa e de seus gestores devem prezar pela obediência e cumprimento das normas (STEINBERG, 2003). Como base nesses princípios devem se estabelecer mecanismos internos de governança.

O papel do Conselho de Administração merece destaque na adoção de mecanismos de governança corporativa, já que cabe a ele orientar e fiscalizar as atividades da Diretoria.

Especificamente com relação ao tema das F&A, Smith (2006) sugere que o Conselho deve atuar de forma ativa na tomada de decisões, preparando-se de antemão a eventuais investidas de operações ou para buscar negócios em benefício da empresa, conforme o mercado que ela está inserida, criando-se, inclusive, um comitê dentro do conselho de administração para análise da operação e critérios de atuação na negociação, a ser posteriormente revista e aprovada por todo o conselho.

## **2.2. As operações de F&A**

### **2.2.1. Formas de estruturação de uma operação de F&A**

Fabretti (2005) indica como instrumentos expressamente previstos na legislação brasileira (Lei 6.404/1976) a incorporação, a fusão direta e a indireta, além da cisão.

A incorporação consiste, basicamente, na absorção de uma empresa por outra, ou seja, uma empresa adquire todos os ativos e passivos da empresa absorvida, assumindo seus direitos e obrigações, deixando a empresa incorporada de existir.

Já a fusão implica na criação de uma nova sociedade, isto é, as empresas envolvidas são extintas para criação de uma empresa nova que sucederá aquelas em todos os seus direitos e obrigações.

A empresa, porém, pode, simplesmente, optar por adquirir os ativos de outra, com ou sem a assunção de obrigações da empresa que está sendo vendida, implicando na extinção ou não da empresa vendedora, conforme essa venda de ativos for total ou parcial, procedimento este equivalente a cisão total ou parcial da empresa vendida.

A fusão indireta ou aquisição do controle do capital de outra empresa é outra forma de estruturação que pode ser feita mediante o pagamento em dinheiro, de ações ou de outros títulos. Ela, em geral, é feita mediante a criação de uma sociedade *holding*, controladora, cujo capital é integralizado com as ações das empresas envolvidas nesse evento. Esta última forma não depende da convocação de nenhuma assembléia de acionistas, passando a negociação a ser realizada diretamente com os acionistas da empresa alvo, independentemente da manifestação dos membros da Diretoria e do Conselho de Administração.

Independentemente do modelo de reestruturação adotado, há basicamente duas estratégias para obtenção de controle acionário de uma empresa: (i) a negociada, por meio da qual a empresa interessada negocia diretamente com a diretoria da empresa alvo; ou, (ii) a oferta pública, na qual a empresa interessada oferece diretamente aos acionistas a compra de suas ações (BANGE; MAZZEO, 2004).

A legislação brasileira prevê, ainda, uma espécie própria de incorporação, a incorporação de ações, equivalente à chamada *wholly owned subsidiary*, por meio da qual a companhia incorporada se torna subsidiária integral, ou seja, passar a possuir como única sócia uma outra companhia brasileira. Equivale, na prática, à incorporação de uma companhia por outra, sem a extinção da sua personalidade jurídica.

Como lembra Magalhães (1997) toda incorporação de ações envolve aquisição de controle, mas não necessariamente o inverso, na medida em que na simples aquisição de ações, a companhia controladora detém a maioria das ações, enquanto que na incorporação de ações, a companhia controladora é a única acionista.

### **2.2.2. Motivação para a realização de uma operação de F&A**

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) identificam quatro tipos de sinergias ou benefícios que podem ser considerados para a realização de uma operação de F&A:

(1) Aumento de receitas, que pode ser resultado (i) dos ganhos de marketing, a partir da melhoria dos processos de comunicação, melhoria na rede de distribuição e/ou da linha de produtos equilibrada; (ii) dos benefícios estratégicos, a partir do aproveitamento de uma oportunidade dentro do mercado; e, (iii) do poder de mercado ou monopólio, ou seja, limitando a concorrência .

(2) Redução de custos, que implica em uma maior eficiência operacional, a partir (i) das economias de escala, especialmente verificada nas fusões horizontais, em que o custo médio de produção cai a medida em que o nível de produção aumenta e chega em seu ponto ótimo; (ii) das economias de integração vertical, em que se facilita a coordenação de atividades operacionais correlatas ou a transferência de tecnologias; (iii) da obtenção de recursos complementares, melhorando o uso dos recursos existentes ou fornecendo produtos que

faltavam; e, por fim (iv) da eliminação da administração ineficiente, significando uma mudança na direção da empresa.

(3) Redução de impostos, especialmente quando há (i) a possibilidade do uso de prejuízos fiscais; (ii) capacidade ociosa de endividamento; e (iii) utilização dos fundos excedentes na realização de aquisições.

(4) Redução do custo de capital a partir das operações de reestruturação societária, já que os custos de emissão de obrigações e ações são mais baixos em economias de escala.

Brealey, Myers e Allen (2008), por sua vez, apontam outros quatro benefícios que podem servir de parâmetro para se optar pela operação de F&A:

(1) Alocação de recursos complementares, quando uma empresa detém o recurso que a outra precisa, o que é bastante comum quando, por exemplo, uma pequena empresa possui um produto único, mas não dispõe de força para colocá-lo no mercado em grande escala, demandando o ingresso de uma empresa maior que possua esse recurso, mas que não é detentora do produto.

(2) Fundos excedentes no caixa, que podem ser alocados como investimentos em outras companhias, ao invés de, simplesmente, aumentar a distribuição de dividendos ou aquisição de ações próprias.

(3) Eliminar as ineficiências, a partir da reestruturação da companhia e implementação de uma nova gestão dos negócios, com o objetivo de reduzir custos e/ou aumentar as vendas.

(4) Consolidação do mercado, de modo a reduzir custos e liberar capital para investimentos.

Brealey, Myers e Allen (2008) apontam, também, três outros motivos que considerados pelos mesmos como “duvidosos” para a realização de operações de F&A:

(1) Diversificação, a partir do excedente de caixa o que poderia reduzir o risco de investimento apenas em um negócio. O problema pode ser o preço do prêmio que se estaria pagando pelo novo negócio.

(2) Aumento do lucro por ação, sem a criação de qualquer ganho real, além de gerar um crescimento futuro mais lento do que se as empresas permanecessem separadas.

(3) Custos financeiros mais baixos, em função do das garantias do pagamento do empréstimo reduzir a taxa de juros, sem, porém, qualquer ganho real líquido.

Essas três motivações “duvidosas” até poderiam ser consideradas na decisão de uma operação de F&A, mas não ser as únicas motivações para a sua realização.

De qualquer modo, o objetivo de qualquer operação de F&A é a geração de valor para os acionistas (ROSS, 2002), afinal, o raciocínio lógico é que duas empresas valem mais juntas do que separadas (BREALEY, 2008), porém, como já visto, não é toda e qualquer operação F&A que consegue gerar valor aos acionistas.

A decisão por essas espécies de operação envolve a análise de questões relacionadas aos benefícios que cada negócio pode gerar; a complexidade dos seus efeitos contábeis, fiscais e jurídicos; de como o negócio afetará os valores relativos às ações e obrigações da empresa, além de seu valor total; bem como a sua utilização como forma de aquisição do controle (ROSS, 2002) e, até mesmo, qual a melhor forma de integrar as duas empresas, seja em função dos diferentes processos de produção, métodos contábeis e culturas (BREALEY, 2008). Daí a relevância da tomada de decisão pela realização ou não de uma operação de F&A.

### **2.3. A tomada de decisão e os fatores não racionais que podem influenciá-la**

O ideal, sempre, é que qualquer decisão seja tomada a partir de uma análise racional da situação, o que envolve, segundo Bazerman (2004), seis etapas:

1. Definir o problema a ser resolvido a partir do seu entendimento completo;
2. Identificar os critérios relevantes para o processo de decisão;
3. Ponderar os critérios, atribuindo maior ou menor importância para cada um;
4. Gerar alternativas possíveis;

5. Classificar cada alternativa segundo cada critério, avaliando as conseqüências potenciais da escolha de cada uma das soluções alternativas segundo cada critério identificado;

6. Identificar a solução ótima, multiplicando as classificações da etapa 5 pelo peso de cada critério, somando as classificações ponderadas de todos os critérios para cada alternativa e escolhendo a solução cuja soma das classificações ponderadas seja a mais alta.

Porém, sua adoção enfrenta algumas restrições, tais como: (i) de tempo e custo, que limitam a quantidade e a qualidade das informações; (ii) o fato dos tomadores de decisão reterem somente uma quantidade relativamente pequena de informações em sua memória útil; (iii) as limitações de inteligência e de percepções que restringem a capacidade dos tomadores de decisão “identificarem” a solução ótima a partir das informações que estão disponíveis (BAZERMAN, 2004).

Como apontado por Thaler (2000), os indivíduos são, de modo geral, “quasi-rationais”, seja em função da racionalidade, da força de vontade, ou mesmo do interesse próprio restringidos. Todos esses fatores levam ao uso de heurísticas e incorrência de vieses na tomada de decisões.

O uso da heurística, por si só, não é um problema. Se utilizada no momento e da forma corretos pode gerar significativa economia de tempo. Porém, se utilizada de forma equivocada pode criar vieses que levam a tomada de decisões igualmente equivocadas, que, especialmente no caso das F&A, podem ser desastrosas.

A partir das heurísticas, assim como de fatores motivacionais, são gerados os vieses de decisão e fatores que limitam a racionalidade, que podem ser sintetizados conforme o Quadro 1:

**Quadro 1 – Vieses e fatores de influência do processo racional de decisão**

Viés	Fatores de Influência
1. Facilidade de lembrança	Indivíduos julgam que eventos mais facilmente recuperados da memória com base na recência e vividez são mais numerosos do que eventos de igual frequência cujos exemplos são lembrados com menos facilidade.
2. Recuperabilidade	A avaliação que os indivíduos fazem da frequência de eventos sofre viés com base no modo como as estruturas de suas memórias afetam.
3. Associações pressupostas	Indivíduos tendem a superestimar a probabilidade de dois eventos ocorrerem concomitantemente com base no número de associações semelhantes que podem recordar facilmente, seja pela experiência, seja por influência social.
4. Insensibilidade aos índices básicos	Ao avaliar a probabilidade de eventos, indivíduos tendem a ignorar os índices básicos caso seja fornecida qualquer outra descrição informativa – mesmo que sejam irrelevantes.
5. Insensibilidade ao tamanho da amostra	Ao avaliar a confiabilidade de informações amostrais, indivíduos frequentemente falham na avaliação do papel do tamanho.
6. Interpretações erradas da chance	Indivíduos esperam que uma seqüência de dados gerada por um processo aleatório parecerá “aleatória” mesmo quando a seqüência for muito curta para que essas expectativas sejam estatisticamente válidas.
7. Regressão à média	Indivíduos são propensos a ignorar o fato de que eventos extremos tendem a regredir à média em tentativas subseqüentes.
8. A falácia da conjunção	Indivíduos julgam erroneamente que conjunções (dois eventos ocorrendo concomitantemente) são mais prováveis do que um conjunto mais global de ocorrências do qual a conjunção é um subconjunto.
9. Ajuste insuficiente da âncora	Indivíduos estimam valores com base em um valor inicial (derivado de eventos passados, atribuição aleatória ou qualquer informação disponível) e usualmente fazem ajustes insuficientes a partir daquela âncora para estabelecer um valor final.
10. Vieses de eventos conjuntivos e disjuntivos	Indivíduos exibem um viés em relação a superestimação da probabilidade de eventos conjuntivos e à subestimação da probabilidade de eventos disjuntivos.
11. Excesso de confiança	Indivíduos tendem a demonstrar excesso de confiança quanto à infalibilidade de seus julgamentos ao responder perguntas moderada ou

	extremamente difíceis.
12. A armadilha da confirmação	Indivíduos tendem a buscar informações confirmatórias para o que eles acham que é verdadeiro e deixam de procurar evidência desconformatória.
13. Previsão retrospectiva ( <i>hindsight</i> ) e a maldição do conhecimento	Após saber se um evento ocorreu ou não, indivíduos tendem a superestimar até que grau eles teriam previsto o resultado correto.
14. Motivação x cognição	Tensão entre o que queremos e o que devemos fazer.
15. Ilusões positivas	Tendência de ver a si próprio ou o mundo mais positivamente do que a realidade sugere (visões positivas irreais de si próprio, otimismo real, ilusão do controle e atribuições de auto-interesse).
16. Egocentrismo	Interpretação de situações em proveito próprio.
17. Evitar o Arrependimento	Distorção do julgamento para se evitar o arrependimento (maior por atos de cometimento do que por atos de omissão).
18. Aversão ao Risco	Onde a decisão será a favor da alternativa de menor risco mesmo que seja a de menor benefício esperado.
19. Limitação da Racionalidade	Construção de modelos simplificados que extraem os aspectos essenciais dos problemas, sem capturar toda a sua complexidade (a solução representa uma escolha satisfatória e não a ideal).
20. Intuição	Processo inconsciente gerado pelas experiências vividas que geram um padrão que será utilizado para a tomada de decisão. Utilizado quando: existe um alto nível de incerteza, há poucos precedentes em que se basear, as variáveis são menos previsíveis cientificamente, os fatos são limitados ou não indicam claramente o caminho a seguir, os dados analíticos não são muito úteis, há várias alternativas plausíveis ou há limitação de tempo e existe pressão para tomada rápida de decisão.
21. Identificação do problema	Foco nos problemas que são mais visíveis para os outros buscando mostrar sua competência.
22. Miopia	Foco da decisão na situação presente sem preocupação com as implicações futuras.
23. Aversão ao extremo	Tendência de escolha de alternativas intermediárias.
24. Status Quo	Crença de que a decisão não modificará situação atual.

Fonte: Elaborado a partir de Bazerman (2004); Robins (2002) e Fanto (2001)

As decisões relacionadas às F&A não fogem da influência dos vieses e fatores não racionais e emocionais relacionados no Quadro 1.

Doukas e Petmezas (2007) demonstraram, ainda, como o excesso de confiança apontado no quadro 1, dos diretores motiva-os a se envolver em tarefas complexas, como em múltiplas aquisições. Os executivos com excesso de confiança tendem a subestimar os riscos e são menos propensos a adiar uma operação de F&A. Além disso, esses mesmos autores destacam que, como há uma grande dose de incerteza nos negócios, em função das esparsas informações disponíveis sobre a empresa-alvo, manter-se racional torna-se mais difícil, levando a decisões mais intuitivas.

Malmendier e Tate (2008), da mesma forma, demonstram que o excesso de confiança do CEO durante uma operação de F&A leva ao seu fracasso em gerar valor, haja vista que superestimam sua capacidade de gerar os retornos esperados.

Assim, em um processo que deveria ser exaustivamente analisado, os executivos utilizam-se de atalhos que criam “armadilhas de decisão”, que os levam a ignorar ou considerar informações chaves. “Aquisições não fracassam em razão do desconhecido, mas porque os executivos são incapazes de encarar o conhecido” (GOODING, 1998).

Smith (2006), por sua vez, aponta cinco aspectos que podem levar à ocorrência dos vieses analisados na tomada de decisão das F&A:

(i) Perda de objetividade, especialmente por parte dos diretores da companhia, principal fonte de informações do conselho de administração e dos acionistas. A partir do momento em que o

executivo se envolve e “se apaixona” pelo negócio, passa a ver somente os benefícios do negócio e nenhuma fraqueza.

(ii) Conhecimento insuficiente por parte do conselho de administração. Apesar de formado por indivíduos com grande experiência, muitos conselheiros desconhecem detalhes do mercado em que a empresa está envolvida e as implicações de uma operação de F&A, assim, salvo se solicitarem um estudo independente, dependem das informações geradas pelos diretores da empresa que já podem “viciadas”, influenciadas por outros fatores.

(iii) Ainda que se destaque um pequeno grupo de conselheiros responsável em analisar a documentação e discutir com os executivos os prós e contras de uma F&A, tanto a formatação do material entregue a esse grupo como a apresentação da proposta pela diretoria direciona a análise por esse grupo de modo a dificultar questionamentos.

(iii) Pouco tempo para a tomada de decisão. Em regra os membros de um conselho possuem outras atividades além da de conselheiro da empresa envolvida em uma F&A, por isso as reuniões do conselho em regra são agendadas com grande antecedência, para garantir a presença de todos os seus membros, e possui uma pauta com grande número de itens para serem abordados, fazendo com que uma decisão tão relevante como uma operação de F&A seja tomada na urgência de se decidir também outros tópicos.

### 3. METODOLOGIA

No caso do presente estudo, a análise se dará sobre o conteúdo dos protocolos de justificação de 19 operações de F&A realizadas por companhias nacionais de capital aberto no ano de 2007, disponibilizados ao público por meio do *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cuja categorização foi realizada a partir do referencial teórico analisado.

A análise de conteúdo consiste num conjunto de técnicas de análise das comunicações, por meio de procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens (BARDIN, 2000).

Assim, na mesma linha do trabalho realizado por Fanto (2001), o objetivo da análise desses documentos é buscar identificar os fatores que poderiam ter influenciado a tomada de decisão para a sua realização e, a partir daí, identificar as melhores práticas de governança corporativa que poderiam contribuir para minimizar seus efeitos.

Conforme estabelece o art. 225 da Lei nº 6.404/76, toda operação de F&A deve ser submetida a assembléia geral, por meio de um protocolo de justificação, do qual deverá constar: (i) os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização; (ii) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação de seus direitos, se prevista; (iii) a composição, após a operação, segundo espécie e classe das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir; e, (iv) o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes. Assim, é com base nesse documento que a assembléia geral da companhia deve decidir se aprova ou não uma operação de F&A.

Apesar de redigidas com o auxílio de advogados ou outros consultores externos e de obedecer a um certo padrão na sua elaboração, os protocolos de justificação, além de serem documentos oficiais e públicos a que as companhias abertas são obrigadas a apresentar quando se envolvem em operações de F&A, devem traduzir os verdadeiros motivos que levaram os executivos das empresas analisadas a sustentarem essas operações, justamente em função da responsabilidade destes pelo seu sucesso ou fracasso, bem como porque é esse documento que servirá de parâmetro para a tomada de decisão acerca da operação, podendo refletir, assim, eventuais vieses na tomada de decisão.

A escolha do material obedeceu aos parâmetros mencionados por Richardson (2001) pertinentes à análise de conteúdo, quais sejam:

- exaustividade – apesar dos comunicados de fatos relevantes<sup>1</sup> também informarem acerca das operações de F&A, os protocolos de justificção são os únicos elaborados pelas companhias que, necessariamente, por determinação legal, contém a motivação da tomada de decisão pela realização das operações de F&A que poderia indicar a influência ou não de fatores não racionais;
- representatividade – foram analisados todos os protocolos de justificção disponibilizados no site da CVM pelas companhias de capital aberto que realizaram operações de F&A no ano de 2007;
- homogeneidade – exatamente em função da previsão legal, todos os protocolos de justificção contém, basicamente, a mesma estrutura e tipo de informação; e,
- adequação – por cuidarem das motivações que determinam a realização da operação de F&A das companhias de capital aberto.

Após a seleção do material, foi elaborada uma relação dos motivos atribuídos para a realização das operações. Em seguida, a partir de todo o material teórico levantado e das próprias justificativas indicadas nos protocolos, foram estabelecidas as evidências que levariam a concluir pela incidência dos vieses e fatores não racionais quanto às operações selecionadas.

Estabelecidas as evidências que poderiam indicar a incidências dos vieses sobre a tomada de decisão dessas operações, passou-se a interpretar cada uma delas, identificando os fatores que poderiam estar presentes e, a partir daí, quais mecanismos de governança corporativa poderiam ser utilizados para anular ou minimizar seus efeitos, evitando reflexos negativos na geração de valor para as companhias envolvidas, seus acionistas e *stakeholders*.

#### 4. Resultado da Análise

##### 4.1. Resultado da Análise das Operações de F&A

Como se vê da tabela 1, foi identificada a realização de um total de 45 operações de F&A no ano de 2007 por companhias de capital aberto, sendo 21 no primeiro semestre no ano e o restante no segundo semestre, das quais 41 tiveram o protocolo de justificção integralmente disponibilizados no *site* da CVM e analisados para o presente trabalho.

Das operações analisadas, a grande maioria – 34 – foram realizadas entre empresas do mesmo grupo econômico, sendo que em 21 operações a empresa adquirente era a empresa controladora. Esse fato já afastaria o problema da falta de informações e mesmo da urgência em função da pressão para a tomada da decisão, apontados por Smith (2006), ou seja, a operação poderia ser avaliada com um maior cuidado e, assim, minimizados os efeitos da influência vieses sobre a decisão tomada.

Além disso, foram 07 casos de cisão parcial, 28 de incorporação e 10 de incorporação de ações.

**Tabela 1** – Relação das operações identificadas e principais características

IDENTIFICAÇÃO DA OPERAÇÃO	DATA	ESPÉCIE DE OPERAÇÃO	PROTOCOLO DE JUSTIFICAÇÃO	MESMO GRUPO	CONTROLADOR ADQUIRENTE
1	5/2/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
2	5/2/2007	INCORPORAÇÃO	NÃO	-	-
3	9/2/2007	CISÃO PARCIAL	SIM	SIM	NÃO
4	9/2/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	SIM	NÃO

<sup>1</sup> Por meio dos comunicados de fatos relevantes as empresas de capital aberto tornam público qualquer fato ou decisão que possa refletir diretamente nas suas atividades ou na cotação de suas ações.

5	16/2/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
6	28/2/2007	INCORPORAÇÃO	NÃO	-	-
7	6/3/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	SIM	SIM
8	12/3/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
9	14/3/2007	CISÃO PARCIAL	SIM	SIM	NÃO
10	16/3/2007	CISÃO PARCIAL	SIM	SIM	NÃO
11	3/4/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
12	2/5/2007	CISÃO PARCIAL	SIM	SIM	NÃO
13	23/5/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	NÃO
14	23/5/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	SIM	NÃO
15	29/5/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	NÃO
16	5/6/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
17	11/6/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
18	12/6/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	NÃO
19	13/6/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
20	13/6/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
21	28/6/2007	INCORPORAÇÃO	NÃO	-	-
22	4/7/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
23	10/7/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
24	27/7/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	NÃO
25	30/7/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
26	30/7/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	NÃO	NÃO
27	10/8/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	NÃO
28	12/9/2007	CISÃO PARCIAL	SIM	SIM	SIM
29	12/9/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	NÃO
30	8/10/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	NÃO	NÃO
31	15/10/2007	CISÃO PARCIAL	SIM	SIM	SIM
32	23/10/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	NÃO	NÃO
33	23/10/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	NÃO	NÃO
34	23/10/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	NÃO	NÃO
35	6/11/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
36	7/11/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	SIM	SIM
37	8/11/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	NÃO
38	9/11/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	SIM	SIM
39	9/11/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	SIM	SIM
40	9/11/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	SIM	SIM
41	12/11/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM
42	12/11/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	NÃO	NÃO
43	13/11/2007	INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	SIM	NÃO	NÃO
44	26/11/2007	CISÃO PARCIAL	NÃO	-	-
45	11/12/2007	INCORPORAÇÃO	SIM	SIM	SIM

De acordo com a tabela 2, os fatores identificados que podem ter, de alguma forma, influenciado a tomada de decisão com relação às operações analisadas foram: o excesso de

confiança, a armadilha da confirmação, as ilusões positivas, a aversão ao risco, a limitação da racionalidade, a identificação do problema e a miopia.

**Tabela 2** – Fatores de influência identificados ou não

FATOR DE INFLUÊNCIA	IDENTIFICADO	FREQUÊNCIA
1. Facilidade de lembrança	NÃO	0
2. Recuperabilidade	NÃO	0
3. Associações pressupostas	NÃO	0
4. Insensibilidade aos índices básicos	NÃO	0
5. Insensibilidade ao tamanho da amostra	NÃO	0
6. Interpretações erradas da chance	NÃO	0
7. Regressão à média	NÃO	0
8. A falácia da conjunção	NÃO	0
9. Ajuste insuficiente da âncora	NÃO	0
10. Vieses de eventos conjuntivos e disjuntivos	NÃO	0
11. Excesso de confiança	SIM	33
12. A armadilha da confirmação	SIM	33
13. Previsão retrospectiva ( <i>hindsight</i> ) e a maldição do conhecimento	NÃO	0
14. Motivação x cognição	NÃO	0
15. Ilusões positivas	SIM	34
16. Egocentrismo	NÃO	0
17. Evitar o Arrependimento	NÃO	0
18. Aversão ao Risco	SIM	1
19. Limitação da Racionalidade	SIM	31
20. Intuição	NÃO	0
21. Identificação do problema	SIM	32
22. Miopia	SIM	32
23. Aversão ao extremo	NÃO	0
24. Status Quo	NÃO	0

O fator “ilusões positivas”, identificado com maior frequência, representa a tendência do tomador de decisão ver a si próprio ou ao mundo de forma mais positiva do que a realidade sugere. Na grande maioria das operações em que foi identificado, há apenas uma afirmação genérica e categórica sobre as vantagens da operação, principalmente redução de custos e geração de outras sinergias, sem a indicação de qualquer parâmetro que de fato justifique a existência dessas vantagens.

O objetivo da operação pode ser a geração de sinergias, porém entre esse objetivo e a sua concretização há não só um espaço de tempo, mas pessoas, situações e condições que não só dificultarão, mas talvez até impedirão, a sua realização e nenhum das operações pareceu considerar essas dificuldades para se atingir esses objetivos.

O “excesso de confiança”, assim como a “armadilha da confirmação” também foram identificados com bastante frequência. O primeiro sugere que o tomador de opinião tende a

demonstrar excesso de confiança quanto à infalibilidade de seus julgamentos ao responder perguntas moderada ou extremamente difíceis, enquanto que o segundo que tendem a buscar informações confirmatórias para o que eles acham que é verdadeiro e deixam de procurar evidência desconfirmatória.

Assim, da mesma forma que para o fator “ilusões positivas”, a maior parte das operações em que esses dois fatores foram identificados, houve uma simples manifestação de certeza quanto às vantagens e os pontos positivos da operação sem o apontamento do fundamento dessa certeza ou problemas que poderiam surgir com a operação.

É indiscutível que uma operação de F&A é bastante complexa, envolvendo uma série de condições para que seja bem sucedida. O processo racional de tomada de decisão, por sua vez, implica na geração de alternativas possíveis para a solução de um problema e a avaliação das potenciais consequências da escolha de cada alternativa, após a identificação dos critérios relevantes para o processo de decisão. Assim, o mínimo que se espera de uma operação de F&A é que haja o apontamento dos critérios considerados para que essa operação fosse considerada uma alternativa e as consequências que pode gerar, boas ou ruins.

Poderia-se admitir a inviabilidade de se apresentar no protocolo de justificação todos os dados e condições levantados para a realização da operação de F&A, seja em função de sua estrutura, seja para não divulgação de informações sigilosas para o negócio da empresa, porém, para uma tomada de decisão racional de uma operação de F&A seria necessário a apresentação de um mínimo dos critérios e consequências que não foram observadas, sugerindo, então, a influência desses fatores na tomada de decisão.

A “identificação do problema”, segundo o qual há o foco nos problemas que são mais visíveis para os outros, foi outro fator de influência identificado.

A necessidade de maior eficiência e redução de custos, com o objetivo de atingir maiores lucros, sempre foi e será o maior objetivo da administração de qualquer empresa. Assim, não é de se estranhar que muitas das justificativas das operações analisadas levantaram a operação de reestruturação como sendo a solução para esses problemas mais comuns.

Outro problema apontado em parte das operações foi os benefícios que a operação traria para os acionistas minoritários, provavelmente em função do destaque que se tem dado nos últimos anos à proteção ao acionista minoritário.

Qualquer operação de fusão ou aquisição trazer relevantes consequências de longo prazo para a empresa. A integração da operação pode levar anos para ocorrer de forma integral, gerando ou não os frutos previstos. Daí a importância de uma visão de longo prazo na tomada de decisão.

Contudo, essa visão de longo parece ter sido ignorada em muitas das operações analisadas, refletindo a influência da “miopia”, representada pelo foco da decisão na situação presente sem preocupação com as implicações futuras, também foi identificada em muitas das operações analisadas.

Essa espécie de operação, pela própria sua complexidade, pode, no longo prazo trazer mais problemas que as vantagens atribuídas, mas nas operações analisadas não houve uma preocupação com esse fato, limitando-se a cuidar do momento presente ao apontar os motivos que levaram à realização da F&A.

Já a “limitação da racionalidade” decorre da simplificação do problema, ou melhor, da própria solução ao problema, já que se busca a solução mais comum e simples para a questão que se está analisando.

Grande parte das operações mencionam a operação de F&A como meio para se atingir maior eficiência, redução de custos e aumento da produtividade, como se fosse simples a sua opção. Não há, porém, indicação de como tais objetivos seriam realmente atingidos ou as dificuldades que seriam encontradas até que realmente se obtivesse essa condição.

O fator “aversão ao risco” foi o último fator identificado, porém em apenas duas operações. Ele reflete a tendência de favorecimento da alternativa que do ponto de vista do tomador de decisão traria o menor risco, mesmo que seja a de menor benefício esperado. Apesar de não haver especificação quanto à questão do benefício esperado, além da menção genérica dos objetivos da operação, houve a indicação expressa de que a opção pela operação seria a alternativa que traria menos riscos aos negócios.

**Quadro 2 – Retomada dos conceitos dos fatores de influência identificados**

FATOR DE INFLUÊNCIA	FREQUENCIA	CONCEITO
Ilusões positivas	34	Tendência de ver a si próprio ou o mundo mais positivamente do que a realidade sugere (visões positivas irreais de si próprio, otimismo real, ilusão do controle e atribuições de auto-interesse).
Excesso de confiança	33	Indivíduos tendem a demonstrar excesso de confiança quanto à infalibilidade de seus julgamentos ao responder perguntas moderada ou extremamente difíceis.
A armadilha da confirmação	33	Indivíduos tendem a buscar informações confirmatórias para o que eles acham que é verdadeiro e deixam de procurar evidência desconfirmatória.
Identificação do problema	32	Foco nos problemas que são mais visíveis para os outros buscando mostrar sua competência.
Miopia	32	Foco da decisão na situação presente sem preocupação com as implicações futuras.
Limitação da Racionalidade	31	Construção de modelos simplificados que extraem os aspectos essenciais dos problemas, sem capturar toda a sua complexidade (a solução representa uma escolha satisfatória e não a ideal).
Aversão ao Risco	1	Onde a decisão será a favor da alternativa de menor risco mesmo que seja a de menor benefício esperado.

## **6. Considerações Finais: Ferramentas de Governança Corporativa a serem aplicadas para evitar a influência e/ou minimizar os efeitos dos vieses na tomada de decisão das F&A**

A análise teórica e empírica realizada no presente estudo demonstrou que:

- (i) as operações de F&A são transações bastante complexas, utilizadas como mecanismos estratégicos para gerar condições de se enfrentar o mercado cada vez mais competitivo;
- (ii) nada obstante o poder de gerar valor para as empresas envolvidas e conseqüentemente seus acionistas e *stakeholders*, uma decisão equivocada quanto ao momento e oportunidade pode levar a uma grande perda de valor e fracasso da operação;
- (iii) durante a fase de negociação e conclusão do negócio os tomadores de decisão relacionada à operação de F&A estão sujeitos a influência de vieses e fatores não racionais que podem deturpar as reais razões e condições do negócio.

A governança corporativa tem como objetivo gerar valor para os acionistas da empresa e atender as demandas dos demais *stakeholders*, garantindo-se assim a sua perenidade, através do uso de ferramentas que garantam a equidade, a transparência, responsabilidades e cumprimento das normas;

A partir da análise realizada verifica-se que qualquer companhia pode e deve se preparar melhor para evitar as situações que possam implicar em decisões tomadas a partir dos vieses que comprometam o resultado da operação, a partir da adoção de certas ferramentas da governança corporativa, tais como:

- O Conselho de Administração deve ser formado por membros independentes (sem qualquer vínculo com a empresa), internos (diretores ou funcionários da companhia) e externos (em que algum momento possuíram vínculo com a empresa), que conheçam o negócio da sociedade e que não participem de muitos outros conselhos ao mesmo tempo, de modo que tenham tempo de melhor exercer sua função de proteger os interesses dos acionistas e da própria empresa.
  - O Conselho de Administração deve monitorar o dia-a-dia da empresa, inclusive no que pertine à possibilidade de envolvimento da companhia em futuras operações de F&A de modo a estar preparado a uma oferta que venha a receber ou mesmo de outras companhias que poderão ser adquiridas, evitando, assim propostas surpresas ou a necessidade de tomada de decisão com tanta urgência.
  - A criação de um comitê especializado em revisar as propostas de F&A apresentadas pela Diretoria, com acesso a estudos que justifiquem a operação e a consultores independentes que possam também dar seu parecer. Suas conclusões acerca dos fatores relevantes para a tomada de decisão (com seus prós e contras) seriam levadas para análise posterior pelo conselho, em reunião convocada especialmente para esse fim. Mesmo que a decisão tenha de ser tomada com maior velocidade, esse comitê terá melhores condições de analisar a operação do que todo o conselho de administração.
  - A formulação das justificativas da operação a ser apresentada aos acionistas de forma clara e transparente, com a indicação não só dos prós, mas dos riscos da operação.
  - A convocação de uma assembleia geral extraordinária, com antecedência, para tratar unicamente acerca da operação de F&A proposta, com o envio prévio para os acionistas de todo o material relevante sobre operação, que poderão, ainda, solicitar informações adicionais à Diretoria caso entendem necessário para antes da realização da assembleia, garantindo-se, assim, que a decisão seja tomada a seu tempo, sem qualquer pressão maior que a própria operação em si.
  - Que os executivos, conselheiros ou acionistas que estejam em conflito de interesses em relação à operação apresentada se abstenham de tomar partido da decisão.
- Estes são alguns mecanismos de governança corporativa que, se adotados, poderiam minimizar a influência dos fatores não racionais na tomada de decisão das operações de F&A e, assim, os riscos de fracasso.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

### 6.1. Livros, Artigos e Teses

- BANGE, Mary M.; MAZZEO, Michael A.. Board Composition, Board Effectiveness and the Observed Form of Takeover Bids. **The Review of Financial Studies**. v. 17, n. 4, p. 1185, 2004.
- BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 2000.
- BARROS, Betania Tanure; CANÇADO, Vera Lima. **Aquisições – um perfil das operações no Brasil**. 2003. Disponível em [http://www.fgvsp.br/iberoamerican/Papers/0213\\_Barros.pdf](http://www.fgvsp.br/iberoamerican/Papers/0213_Barros.pdf). Acesso em 23/05/2008.
- BAZERMAN, Max H. **Processo Decisório: para cursos de administração, economia e MBAs**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- DOUKAS, John A.; PETMEZAS Dimitris. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias. **European Financial Management**. v. 13, n. 3, p. 531–577, 2007.
- FABRETTI, Lúdio Camargo. **Fusões, Aquisições, Participações e Outros Instrumentos de Gestão de Negócios**. Tratamento Jurídico, Tributário e Contábil. São Paulo: Atlas, 2005.

- FANTO, James A. Quasi-Rational in Action: A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making. **Ohio State Law Journal**. v. 62, p. 1333, 2001.
- GOODING, Richard Z. When Bad Things Happen to Good Mergers. **Financial Executive**. v. set/out, p. 24-28, 1998.
- HARDING, David; ROVIT, Sam. **Garantindo o Sucesso em Fusões e Aquisições**. Quatro decisões-chave para a sua próxima negociação. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- MAGALHÃES, Roberto Barcellos de. **Lei das S.A.**. v. II. 2.ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1997.
- MALDONADO, Gisela Cesar. Corporate Governance in Brazil. **International Financial Law Review**, v. out, p. 145, 2002.
- MALMENDIER, U.; TATE, G., 'Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction'. **Journal of Financial Economics**. v. 89, n. 1, p. 20-43, 2008.
- RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social : métodos e técnicas**. Edição 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ROBINS, Stephen. **Comportamento Organizacional**. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- ROSS, Stephen ; WESTERFIELD, Randolph W. A.; JAFFE, Jeffrey F.. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SILVEIRA, Maria Lizete. **O impacto dos padrões corporativos de ética, governança corporativa, responsabilidade social, sustentabilidade e transparência na volatilidade das ações de bancos latino-americanos**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós Graduação em Ciências Contábeis – UnB, UFPB, UFPE e UFRN. Brasília, 2006.
- SMITH, Ken. The M&A Buck Stops at the Board. **Mergers and Acquisition**. Philadelphia, v. 41, n. 4, p. 48, 2006.
- STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da governança corporativa**. São Paulo, Editora Gente, 2003.
- THALER, R. From homo economicus to homo sapiens. *Journal of Economic Perspectives*. V. 14, n. 1, p. 133-141, 2000.

## 6.2. Consultas *on line*

- CVM. Desenvolvido pela Comissão de Valores Mobiliários. Disponível no site <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 03/11/2008.
- BOVESPA. Desenvolvido pela Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível no site <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em 03/11/2008.
- IBGC. Desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>. Acesso em 29/10/2008.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS. Relatório Fusões e Aquisições no Brasil - Dezembro/2007. Disponível no site [http://www.pwc.com/images/bz/FA\\_Dezembro\\_2007-final\\_rgb.pdf](http://www.pwc.com/images/bz/FA_Dezembro_2007-final_rgb.pdf). Acesso em 13/10/2008.