

FUSÕES E AQUISIÇÕES X ESTRUTURA DE CAPITAL: REFLEXOS NA ESTRUTURA DE CAPITAL APÓS OPERAÇÕES DE AQUISIÇÕES REALIZADAS NO PERÍODO DE 1995 A 2006 PELO BANCO BRADESCO

RESUMO

O presente estudo faz uma análise descritiva da estrutura de capital do Banco Bradesco no período de 1995 a 2006, período este onde o Banco realizou diversas operações de aquisições. Mediante estas operações de aquisições problematizou-se a seguinte questão: com as operações de fusão e aquisição, houve alteração na estrutura de capital do Banco Bradesco?. Para realizar a pesquisa são descritos conceitos norteadores da teoria das finanças ao estabelecer o que é estrutura financeira e estrutura de capital, assim como, pesquisas realizadas sobre o tema fusão e aquisição onde são abordados aspectos legais e aspectos organizacionais que envolvem estas negociações. Com o auxílio da estatística descritiva, foi possível observar as alterações ocorridas, tanto na estrutura financeira como de capital do Banco Bradesco, a pesquisa revela que houve uma inversão das fontes na estrutura de capital, ou seja, antes dos processos de aquisição predominavam fontes classificadas como Patrimônio Líquido e que, a medida que os processos de aquisição foram ocorrendo, ocorreu o detrimento deste, com o crescimento praticamente proporcional no Passivo a Longo Prazo.

Palavras-chave: Estrutura Financeira, Estrutura de Capital, Fusões e Aquisições.

1. INTRODUÇÃO

Diante do contexto mundial, o processo de fusão e aquisição no Brasil é recente, tendo uma intensificação destas negociações a partir da década de 1990, quando houve a queda de barreiras à entrada de fluxos de bens, serviços e capitais estrangeiros. Este fato inseriu o País no mercado global que se caracteriza por uma acirrada concorrência que ultrapassa fronteiras geográficas. O estímulo a este tipo de transação é a penetração das empresas em novos mercados em curto período de tempo, buscando a sua expansão por meio da sinergia de natureza mercadológica, financeira, tecnológica e organizacional.

Patrocínio *et al* (2005) defende que as empresas utilizam-se de dois caminhos para se manterem no mercado, conquistar novos mercados e enfrentar com mais vigor o líder já estabelecido que são: o crescimento interno, caracterizado como um caminho mais lento e custoso; ou então, o processo de fusão ou aquisição, caracterizado como mais rápido. Sendo assim, os processos de fusões e aquisição devem ser compreendidos como respostas estratégicas das corporações ao surgimento desse novo ambiente institucional e concorrência, visando adaptação às mudanças do ambiente.

No âmbito legal a fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhe sucederá em todos os direitos e obrigações (BRASIL, Art. 228 da Lei 6404/76). Assim a fusão representa a completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir para constituir uma terceira, com uma nova identidade jurídica. A aquisição, por sua vez, se caracteriza pela empresa que adquire, total ou parcialmente, o patrimônio físico ou o controle acionário de outra empresa.

Esta distinção entre fusão e aquisição na teoria das finanças não é tratada com rigor. Casali (2006) expõe que operacionalmente ambas, fusão e aquisição, consistem na integração

técnica administrativa e cultural de duas ou mais organizações em uma organização maior. Embora o mercado veja com bons olhos os processos de fusão e aquisição, nem sempre estes processos denotam, na prática, casos de efetivo sucesso em virtude de diversas variáveis que envolvem fusão e aquisição, as quais, muitas vezes, não são consideradas.

Diante deste contexto, o presente estudo quer investigar a ocorrência de processos de fusão e aquisição no Banco Bradesco e analisar as mudanças ocorridas em sua estrutura de capital no intuito de responder ao seguinte questionamento: com as operações de fusão e aquisição, houve alteração na estrutura de capital do Banco Bradesco?

Para responder ao questionamento, inicialmente será abordada a teoria de finanças que explica o que é, e quais os conceitos a serem observados na análise da estrutura de capital das empresas. Serão discutidos também aspectos conceituais sobre o processo de fusão e aquisição, bem como discorrer sobre algumas pesquisas já realizadas. Diante do exposto, metodologicamente a pesquisa é classificada quanto aos seus objetivos como exploratória, de procedimento bibliográfico e o problema é abordado pela estatística descritiva. (GIL, 2006)

2. ESTRUTURA DE CAPITAL

Inicialmente, é necessário compreender o que vem a ser estrutura de capital e não confundi-la com a estrutura financeira. Esta última abrange todo o passivo do balanço patrimonial, ou seja, curto e longo prazo, enquanto que a primeira, estrutura de capital, abrange somente os recursos de longo prazo. A estrutura de capital é a disposição escolhida dos recursos a serem utilizados no financiamento de longo prazo dos investimentos da empresa, os quais podem ser provenientes de autofinanciamento, de fontes de terceiros ou de novas subscrições de ações.

Damodaran (2002) apresenta características que diferenciam uma dívida do patrimônio líquido da empresa, descrito abaixo:

Dívida	Patrimônio Líquido
Limitado a um conjunto controlado de fluxo de caixa (juros e pagamento de principal).	Qualquer fluxo de caixa residual, posterior ao atendimento dos demais compromissos.
Possui direito anterior aos fluxos de caixa.	Possui direito residual dos fluxos de caixa.
Juros pagos continuem-se em despesas, dedutíveis dos impostos.	Distribuição dos resíduos após o cálculo do imposto de renda.
Data de vencimento fixa.	Pagamentos em períodos não-determinados.
Possuem papel passivo na administração da empresa.	Investidores fazem parte da administração, tendo maior controle das decisões tomadas.
Veículo de financiamento contratual.	Veículo de financiamento vinculado ao desempenho operacional.

Fonte: das autoras, adaptado do texto de Damodaran (2002, p. 229 e 230).

Quadro 1: Características de divergências entre Dívida e Patrimônio Líquido

Além de dívidas e patrimônio líquido, existem os financiamentos que se destacam por possuírem características de ambos. Esta condição é exemplificada pela emissão de um título que possui direitos residuais de fluxo de caixa, bem como, está vinculado a um contrato pré-fixando de pagamentos de juros.

Para esclarecer esta diferença, a seguir é apresentado um quadro explicativo:

QUESTÕES	RESPOSTAS	
	Dívida	Ações
Os pagamentos sobre os títulos são contratuais ou residuais?	<i>Contratuais</i>	<i>Residuais.</i>
Estes pagamentos são dedutíveis do imposto de renda?	<i>Sim</i>	<i>Não</i>

Se a empresa esta passando por problemas financeiros, o título possui alta propriedade sobre os fluxos de caixa?	<i>Sim</i>	<i>Não</i>
O título tem prazo fixo?	<i>Sim</i>	<i>Não</i>
O proprietário do título tem participação na administração da empresa?	<i>Não</i>	<i>Sim</i>

Fonte: das autoras, adaptado do texto de Damodaran (2002, p. 230).

Quadro 2: Análise de um título quanto a sua classificação

Pela exposição, conclui-se que uma dívida é definida como aquele recurso financeiro a disposição da empresa, caracterizado por direitos contratuais sobre ela. Os títulos relativos a ações possuem direitos relativos a uma função do seu desempenho operacional. Há também os títulos que possuem algumas características de dívidas e outras de ações, que são denominados de títulos híbridos. Independentemente dos recursos serem dívidas, ações ou títulos híbridos, o autor salienta que ambos devem estar abaixo da taxa de corte.

Brealey e Myers (1992, p. 397) expõem que “a combinação dos diferentes títulos da empresa é conhecida como estrutura de capital”. Esta estrutura possui um custo de captação, seja de forma explícita, como os juros de dívidas estipulados em contrato, seja de forma implícita, como os rendimentos esperados pelos acionistas da empresa.

Este capital representa o retorno requerido pelos acionistas e portadores de títulos de dívida por fornecerem recursos para financiar a empresa. Cada investidor enfrenta um risco diferenciado e, dessa forma, exige também uma taxa de retorno diferenciada. A taxa de retorno dos acionistas e credores, representa o custo do financiamento da empresa.

Perobelli e Famá (2006, p. 2) consideram que, se o financiamento gera custos, o retorno ajustado ao risco dos projetos deve contemplar: 1) o pagamento aos credores dos juros e principal devido; 2) pagamento aos acionistas do custo do capital próprio; e, 3) geração de um excedente responsável pelo incremento da riqueza desses acionistas.

Damodaran (2002, p. 274) define custo de capital como sendo “...a média ponderada dos custos de diferentes componentes do financiamento – incluindo dívidas, ações e títulos híbridos – utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras.” Salienta que esta estimativa pressupõe: 1) o risco de um investimento em ações na empresa eo retrono esperado; 2) o risco de não-pagamento e a vantagem em impostos associada à dívida; 3) custo da ação deve refletir o dividendo preferencial e a ausência de dedutibilidade em impostos; e 4) preços devem ter pesos de valor de mercado.

Tem-se então que, nenhuma decisão de investimento pode ser tomada sem que sejam considerados os custos de financiamento, apurados a partir da combinação entre endividamento e capital próprio. Brealey e Meyers (1992, p. 465) descrevem que “uma política que maximize o valor de mercado da empresa também é a melhor para os seus acionistas”; entretanto, o “problema é encontrar a combinação particular que maximize o valor de mercado da empresa”. Existirá então uma combinação ótima de dívida e patrimônio líquido que minimize os custos de financiamento da empresa, maximizando assim seu valor? Neste sentido, existem três correntes teóricas que estabelecem uma estrutura de capital.

2.1 Teoria da Irrelevância - Miller e Modigliani – MM

Modigliani e Miller (MM) defendem que não importa qual seja a composição da estrutura de capital, ela não influencia no valor da empresa. Dessa forma, MM fazem uma completa separação entre decisão de investimento e de financiamento de uma empresa. Damodaran (2002, p. 255) expõe que a configuração do modelo de MM é ditada por um conjunto de hipóteses restritivas no contexto de mercado eficiente, que são as seguintes:

1. Não há impostos.
2. Não há atritos e não há custos de transação no mercado.
3. Não há custos de falência diretos ou indiretos.
4. Não há custos de agência entre acionistas e administradores; acionistas e portadores de títulos.

O teorema de MM, também conhecido como Teoria da Irrelevância, considerou que, dados certos pressupostos, o valor da empresa não se alteraria em função da sua estrutura de capital, haja vista o valor da empresa ser determinado por seus ativos. A proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio, utilizado por uma empresa, é irrelevante para a determinação de seu valor de mercado.

Brealey e Myers (1992, p. 447) corroboram expondo que o teorema de MM estabelece que “uma empresa não pode alterar o valor total dos títulos emitidos, através da simples divisão dos seus fluxos de tesouraria por diferentes correntes: o valor da empresa é determinado pelos seus ativos reais e não pelos títulos que emita” e, em seguida, expõem que “podemos dividir um fluxo de tesouraria em tantas fatias quantas quisermos; a soma dos valores das partes será sempre igual ao valor inicial do fluxo”. Sob esta lógica, qualquer empresa pode utilizar os métodos de decisão de investimento sem se preocupar com a origem dos recursos utilizados nestes investimentos.

Brealey e Myers (1992, p. 922) questionam a irrelevância da estrutura de capital na determinação do valor da empresa, perguntando “[...] então por que razão as empresas possuem diferentes estruturas de capital? [...] Não tem importância o quanto a sua empresa se endivida?”.

Estes mesmos autores sugerem algumas razões:

[...] talvez os gestores estejam preocupados com os potenciais custos de falência. Talvez os gestores utilizem a estrutura de capital para transmitirem informações aos seus acionistas. Talvez as diferenças na estrutura de capital reflitam diferenças na importância relativa das oportunidades de crescimento (BREALEY; MYERS, 1992, p. 922).

A idéia da irrelevância começou a ser contestada posteriormente, a partir da violação da hipótese de mercado perfeito, cujas argumentações foram fundamentadas em algumas imperfeições do mercado, como a presença de custos de falência e de agência. Entretanto, apesar de diversos trabalhos teóricos desenvolvidos nesta área, esta questão ainda não está totalmente definida.

Embora possa parecer irreal a existência do modelo apresentado, o teorema de Miller e Modigliani concluiu que o valor da empresa não sofre alterações devido a alavancagem e, as decisões sobre investir e financiar podem ser separadas.

Neste ambiente, algumas considerações finais são apresentadas:

- Boas decisões sobre investimento são essenciais para a criação de valor da empresa;
- O investimento em projetos ruins não será compensado com decisões de financiamento;
- Bons projetos sempre trarão sucesso e criará valor, independente das decisões sobre estrutura de capital.

2.2 Teoria da Estrutura Ótima de Capital.

Ao contrário das preposições de Modigliani e Miller, a Escola Tradicionalista, representada por Durand, em 1952 (PEROBELLI; FAMÁ, 2006), acredita que, na prática, seja possível definir uma estrutura de capital ótima que permita a maximização do valor da empresa e, por consequência, da riqueza dos acionistas. Esta Escola defende que, quanto maior o endividamento, maior o risco e, por conseguinte, maior o custo de capital e menor o valor da empresa.

A pergunta agora se dirige à questão de haver ou não uma estrutura ótima de capital. São muitas as variáveis que devem ser analisadas, dentre elas estão: Alíquota de imposto de renda marginal; Separação de propriedade e administração; Variabilidade nos fluxos de caixa operacionais; Dificuldade dos portadores de títulos em monitorar decisões, investimento e desempenho da empresa; e Necessidade de flexibilidade.

Damodaran (2002, p. 262) descreve que embora a teoria sugira um *mix* ótimo de dívida e capital próprio que maximize o valor da empresa, é muito comum que esta estrutura siga parâmetros comparativos de empresas do mesmo setor.

A estrutura ótima de capital é determinada pelo *trade-off* entre os custos e benefícios do empréstimo. Neste caso, o valor da empresa é crescente em função dos benefícios fiscais das dívidas financeiras até o ponto em que o nível elevado de endividamento comece a lançar dúvidas sobre a saúde financeira da empresa e, conseqüentemente, a aumentar os custos de uma eventual dificuldade financeira. Assim, a empresa substitui a dívida pelo capital próprio, e vice-versa, até seu valor ser maximizado (KAYO et al., 2002).

Sob este aspecto, os tradicionalistas sugerem que a maximização do valor da empresa opera-se por meio da minimização do custo total de capital empregado pela empresa para financiar suas atividades. Desta forma, a empresa deveria endividar-se até o ponto em que o custo médio ponderado de capital (CMPC) fosse mínimo.

Damodaran (2002, p. 261) faz uma análise crítica das preposições de MM, expondo que,

[...] se a decisão sobre endividamento envolve uma opção entre as vantagens (benefícios em impostos de renda e disciplina agregados) e os custos da dívida (custos de falência, custo de agência e perda de flexibilidade), pode-se argumentar que os benefícios marginais serão compensados precisamente pelos custos marginais apenas em casos excepcionais, e não sempre (como foi defendido por Miller e Modigliani).

Com base nesta constatação, o autor conclui pontuando que, na maioria das vezes, “os benefícios marginais superarão os custos marginais (caso em que a dívida é boa e vai aumentar o valor da empresa) ou serão menores do que eles (caso em que as ações serão melhores)”. Em consequência, “existe uma estrutura ótima de capital para a maior parte das empresas na qual o valor da empresa é maximizado” (DAMODARAN, 2002, p. 261).

A teoria de estrutura ótima de capital considera que o nível de endividamento das empresas seria atingido pela combinação de dois fatores que atuam como forças contrárias: de um lado, as economias fiscais incentivando o uso de dívidas, e de outro, os custos de falências esperados indicando maior propensão da empresa a se tornar seriamente inadimplente diante de situações de alto endividamento. Assim, a estrutura ótima seria atingida quando o custo de capital fosse minimizado com os benefícios do endividamento, mas antes de entrar em ação os custos de financiamento. A maximização do valor da empresa ocorreria por meio da minimização do seu custo total de capital empregado para financiar suas atividades.

Sob o enfoque desta teoria, as empresas teriam como objetivo uma estrutura de capital ótima, ponderadas as vantagens e desvantagens do endividamento. Dentre as vantagens, destacam-se a dedutibilidade fiscal das despesas financeiras e a redução dos problemas de fluxo de caixa livre. Como desvantagens, citam-se os custos crescentes de agência e do risco de falência.

Brealey e Myers (1992, p. 504) expõem que a tendência é que o nível de endividamento varie de empresa para empresa, e sugerem que “as empresas com ativos corpóreos seguros e elevados resultados tributáveis passíveis de usufruir dos benefícios fiscais deveriam procurar elevados rácios”, assim como “as empresas não lucrativas e com ativos incorpóreos com risco deveriam depender essencialmente de financiamento por capital próprio”.

Para esses autores, esta teoria explica com êxito muitas diferenças setoriais na estrutura de capital, mas não explica a razão por que as empresas mais lucrativas dentro de um determinado setor têm, geralmente, as estruturas de capital mais conservadoras.

2.3 Teoria da Hierarquia – *Pecking Order*

A Teoria da Pecking Order, também conhecida como Teoria da Ordem de Preferência, foi desenvolvida por Myers e Majluf e Myers, ambos em 1984 (MYERS, 2001), sobre o pressuposto de que as empresas obedecem a uma hierarquia de escolhas ao definirem sobre como irão financiar seus projetos.

A hierarquia descrita por Damodaran (2002, p. 264) sugere a seguinte ordem:

1. Lucros acumulados;
2. Dívidas;
3. Novas ações;

Os motivos apresentados pelo autor são: primeiro flexibilidade e controle por parte dos administradores; e, segundo, custo maior do endividamento externo e, muito maior, a utilização de capital próprio externo (emissão de ações). Estas afirmações estão respaldadas em estudos realizados por Pinegar e Wilbricht, citados por Damodaran (2002).

Desta forma, de acordo com essa abordagem, o nível de endividamento não é motivado pela busca de um ponto ótimo, e sim pela necessidade de financiamento não amparada por recursos próprios. As empresas preferem prioritariamente fazer uso de recursos gerados internamente, e somente em última instância recorreriam à emissão de novas ações, por conta dos efeitos adversos proporcionados pela existência de assimetria de informações no mercado.

Brealey e Myers (1992, p. 504) apontam que a hierarquia das escolhas “é uma consequência da informação assimétrica”, tendo em vista que “os gestores sabem mais sobre as respectivas empresas do que os investidores externos” e usam informações privilegiadas para se financiarem com ativos arriscados quando a firma está valorizada. Os financiadores interpretam a emissão de novas ações como má notícia e, na data do anúncio da emissão de novas ações, o valor de mercado das antigas ações cai.

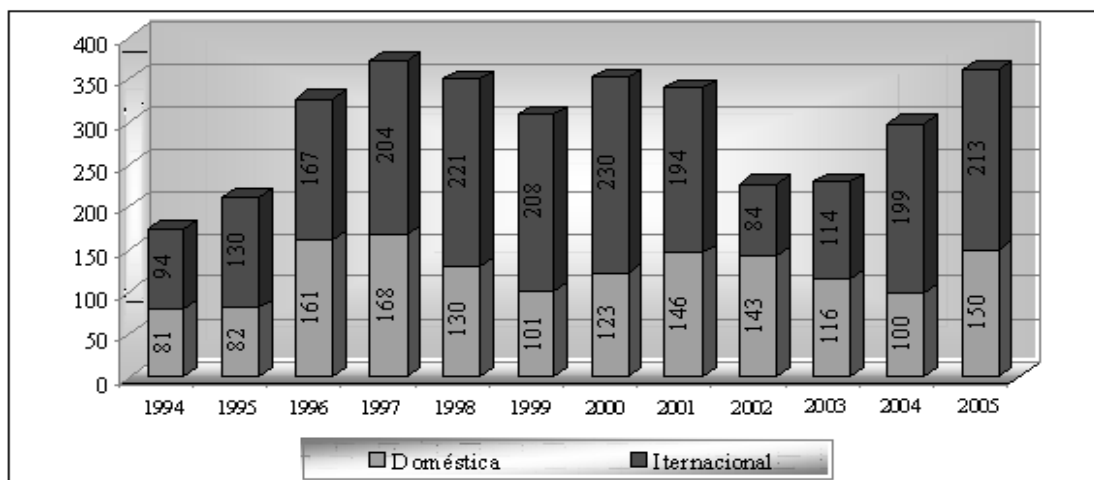
Desta forma, o endividamento é melhor que os capitais próprios, uma vez que a assimetria de informações poderá reduzir o valor da empresa. Os gestores otimistas preferirão a dívida a ações subvaliadas, e os gestores pessimistas serão pressionados a segui-los. A teoria da hierarquia das escolhas apregoa que ações serão emitidas somente quando a capacidade de endividamento terminar e as dificuldades financeiras tornarem-se uma ameaça (BREALEY;

MYERS, 1992, p. 504).

Sob o enfoque desta teoria, as empresas não objetivam uma estrutura-alvo a fim de maximizar o valor da empresa por meio do custo de capital, mas sim, visam a obter recursos externos em uma ordem que não desvalorize a empresa em decorrência da assimetria de informações.

3. Fusão e Aquisição

Os processos de fusão e aquisição no Brasil tiveram grandes volumes de negociações principalmente nos anos de 1996 a 2001, retomado a partir de 2004, conforme pode ser observado na Figura a seguir.



Fonte: KPMG, 2006.

Figura 1 – Evolução do numero de transação de fusões e aquisições no Brasil

Segundo a Lei 6.404/76, no Artigo nº 228, fusão “é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.” Este é um conceito legal, que apenas define o ato, mas não explica o porquê deste acontecimento.

Esta distinção entre fusão e aquisição na teoria das finanças não é tratada com rigor. Casali (2006) expõe que operacionalmente ambas, fusão e aquisição, consistem na integração técnica administrativa e cultural de duas ou mais organizações em uma organização maior. Desta forma, apesar de características legais distintas, fusões e aquisições são analisadas em conjunto tendo em vista que: a) são raras as fusões entre iguais, pois na prática, geralmente, a empresa adquirente é maior do que a adquirida; e, b) ambos são processos que envolvem reações dos membros organizacionais e questões de integração técnico-operacional, administrativo-financeiro, cultural, estrutural e de políticas de recursos humanos.

Lemes Júnior et all (2002, p. 649) descrevem que as fusões e aquisições são “estratégias de expansão de negócios que podem alterar substancialmente o cenário no qual as companhias competem.” Brealey e Myers (1992, p. 913) descrevem que o ritmo de fusões ocorridas nos Estados Unidos tiveram números notáveis na década de 90 e complementam que a compra de outra empresa é um investimento no qual devem ser aplicados os princípios básicos das decisões de investimento. A avaliação da fusão é de difícil análise e relatam pontos que precisam ser observados:

- definição adequada de proveitos e custos.
- a aquisição de uma empresa não se compara a uma aquisição de uma máquina nova, há de serem observadas questões relativas a aspectos: fiscal, legal e contábil;
- devem conter consciência tática de ofensiva e defensiva;
- clareza nas razões que levam a transação e o conhecimento de quem ganha e quem perde.

Segundo Weston e Brigham (2000, p. 885), as fusões são classificadas em quadro grupos: 1) fusão horizontal ocorre quando há a combinação de empresas da mesma linha de atividade; 2) a fusão vertical caracteriza-se pela combinação de empresas que se complementam, ou seja, uma delas necessita da outra como fornecedora; 3) uma fusão congênere envolve relação entre empresas do mesmo setor que não produzem o mesmo produto e não possuem relação produtor-fornecedor; e, 4) fusão do tipo conglomerado, onde empresas não relacionadas se combinam, ou seja, empresas de setores completamente diferentes. Brealey e Myers (1992, p. 916) classificam as fusões em horizontais, verticais e conglomerados, colaborando com as definições apresentadas acima.

Uma vez definida e classificada a fusão, outro questionamento surge: quais os motivos que levam as empresas a realizarem esta operação? Weston e Brigham (2000, 882) apresentam cinco motivos para a realização desta transação e salientam que “...o termo fusão significa qualquer combinação que forma uma empresa a partir de duas ou mais empresas existentes (...) nossa ênfase será sobre o fundamento do negócio e sobre os aspectos financeiros das fusões.”

O primeiro motivo descrito pelos autores é a sinergia, que surge pelo desencadeamento de quatro fontes: 1) economias de escala operacionais; 2) economias financeiras; 3) eficiência diferencial de administração; e 4) maior poder de mercado. O segundo motivo refere-se a considerações fiscais, envolvendo a aquisição de uma empresa com grandes perdas fiscais acumuladas, na possibilidade de uso desses recursos pela adquirente e, em caso da empresa possuir excesso de caixa a distribuição de dividendos acarretaria em pagamentos de tributos por parte dos acionistas. Um terceiro motivo apontado pelos autores é a compra de ativos abaixo do seu custo de substituição, que ocorre quando a adquirente opta em adquirir no mercado o valor de seus ativos que devem ser substituídos. O quarto motivo diz respeito a diversificação de negócios com vistas a estabilizar os lucros da empresa. O quinto e último motivo é a manutenção de controle, também descritas como fusões defensivas, visam a tomada de uma empresa no intuito de manutenção de controle por parte dos administradores, nem sempre favorecendo os acionistas.

A literatura apresenta uma série de motivos que explicam o porquê das empresas buscarem realizar fusões e aquisições. Wood Jr *et al* (2003) estudou em empresas brasileiras, as razões mais freqüentes que motivam o processo de fusão e aquisição, que são: a necessidade de crescimento; as mudanças econômicas ou tecnológicas; a necessidade de recursos para pesquisa e desenvolvimento de novos produtos; e, o corte de custos e economias de escala e de escopo almejada.

Lemes Jr *et al* (2005) expõe que a necessidade de crescer tem sido o principal motivo para ocorrerem fusões e aquisições, e que podem se dar: por meio da expansão no mesmo ramo, em tamanho, em participação no mercado e em regiões geográficas; ou, por meio da aquisição de companhias fornecedoras e/ou compradoras de seus produtos; ou mesmo, ampliando sua linha de produto.

Para atender aos diversos objetivos, as fusões e aquisições se caracterizam por tipos distintos, conforme apresentado no Quadro 3.

Tipo	Definição	Possíveis objetivos
Horizontal	Fusões dentro de uma mesma indústria ou segmento (que produzem o mesmo tipo de bem ou serviço)	<ul style="list-style-type: none"> • Obter economias de escala e escopo; • Elevação do market-share • Penetrar mais rapidamente em novas regiões
Vertical	Fusões de empresas que estão à frente ou atrás da cadeia produtiva (fornecedora ou cliente)	<ul style="list-style-type: none"> • Maior controle sobre as atividades • Proteção do investimento principal • Maior facilidade na distribuição dos produtos • Assegurar matérias-primas (eventualmente a custos mais baixos)
Congênere	Fusão de empresas com produtos ou serviços não similares que apresentam algum tipo de sinergia	<ul style="list-style-type: none"> • Diminuição dos custos de distribuição; • Diversificação do risco • Adquirir rapidamente o know-how no setor • Ampliar a linha de produtos • Entrar em novos mercados
Conglomerado	Fusão sem qualquer tipo de sinergia, com empresas em setores totalmente diferentes	<ul style="list-style-type: none"> • Diversificação do risco • Aproveitar as oportunidades de investimentos;

Fonte: adaptado de Weston e Brigham (2000, p. 886) e BNDES (1999)

Quadro 3 – Tipos de fusão ou aquisição e seus respectivos objetivos

Devidos aos objetivos apontados, as fusões e aquisições podem ser caracterizadas como operacionais, que objetivam obter economias de escala, redução de custos, aumento de receitas, crescimento de lucros ou maior participação no mercado; e, financeiras, que ocorrem com o objetivo de reestruturar a companhia adquirida, para melhorar seu fluxo de caixa e, para isto, a adquirente procura cortar substancialmente os custos e vender ativos que não agreguem valor (LEMES JR *et al*, 2005).

4. Descrição dos dados

Após descrição dos aspectos conceituais que norteiam os temas: estrutura de capital e fusão e aquisição, faz-se necessário apresentar os dados que conduzem às respostas da problematização proposta pelo estudo, ou seja, quais as transformações ocorridas na estrutura de capital do Banco Bradesco diante das aquisições realizadas pela organização.

Tendo como fonte o *site* institucional do Banco Bradesco e Bradesco Seguros, as operações de aquisição no período de 1997 a 2006 estão dispostas no quadro a seguir.

		Valor	Ativos	Patrimônio	Fundos			
	Dta	Pago (R\$	Totais	Líquido	Administra			
BANCOS	aquisição	milhões)	(R\$	(R\$	dos (R\$	Agências	Clientes (mil)	Funcionários
BCN	Nov/97	1.142	13.815	935	602	120	517	6.022
Credireal	Nov/97	121	1.014	98	-	86	300	2.390
Baneb	Jun/99	260	2.048	154	415	170	392	2.849
Boavista	Set/00	946	3.997	501	450	73	220	1.640
Mercantil de SP	Jan/02	1.572	8.391	920	1.898	220	708	5.263
BEA	Jan/02	183	622	139	53	36	182	687
Cidade	Fev/02	366	2.085	242	741	24	50	735
BBV	Jan/03	2.630	14.201	2.525	2.384	439	1.300	4.631
ZOGBI	Nov/03	650	833	335	-	67	1.500	1.597
BEM	Fev/04	78	766	65	-	76	186	582
MORADA	Abr/05	80	-	2	-	33	1.100	219
BEC	Dez/05	700	2.004	419	-	70	177	861
AMEX	Mar/06	1.040	2.288	651	-	-	1.200	2.363

Fonte: Adaptado do site institucional do Bradesco (2007)

Quadro 4 – Principais aquisições do Bradesco

As informações relativas a estrutura financeira e de capital do Banco Bradesco no período em análise são as seguintes:

Ano	Circulante	Longo Prazo	Exercícios Futuros	Participações Minoritárias	Patrimônio Líquido
1995	24.864.742	3.051.196	284	103.952	4.842.092
1996	29.826.123	3.342.096	1.769	135.578	5.460.211
1997	47.871.600	7.723.931	8.904	544.362	5.572.745
1998	50.243.608	10.517.744	33.195	222.330	6.320.999
1999	57.719.750	15.529.730	17.543	287.350	6.769.219
2000	63.627.261	23.027.485	34.632	96.903	8.092.202
2001	74.951.036	25.248.673	9.020	139.231	9.767.946
2002	87.007.015	44.645.379	15.843	271.064	10.845.729
2003	107.069.085	55.337.222	31.774	112.729	13.546.880
2004	121.457.684	48.138.948	44.600	70.590	15.214.646
2005	124.738.113	64.425.352	52.132	58.059	19.409.274
2006	161.255.812	79.417.199	180.460	57.440	24.636.362

Fonte: Bovespa (ano) e Bradesco (ano).

Quadro 5 – Valores do Passivo: período de 1995 a 2006 (valores em milR\$)

Com base nestes dados far-se-á uma análise estatística descritiva buscando interpretar as alterações ocorridas na estrutura financeira e estrutura de capital, ocorridas mediante o processo de aquisições do Banco Bradesco.

4.1 – Análise dos Resultados

A Figura 2 representa a Estrutura Financeira, ou seja, Passivos Circulante, Longo Prazo, Participações Minoritárias e a soma dos resultados de Exercício Futuros e Patrimônio Líquido do banco Bradesco, demonstrando que ocorreu uma diminuição do Passivo Circulante e Patrimônio Líquido, havendo consequentemente um aumento do Passivo Longo Prazo no decorrer dos anos analisados. Os grupos Resultados de Exercícios Futuro e Participações Minoritárias representam em todos os períodos uma participação inferior a 1% (um por cento) da estrutura financeira.

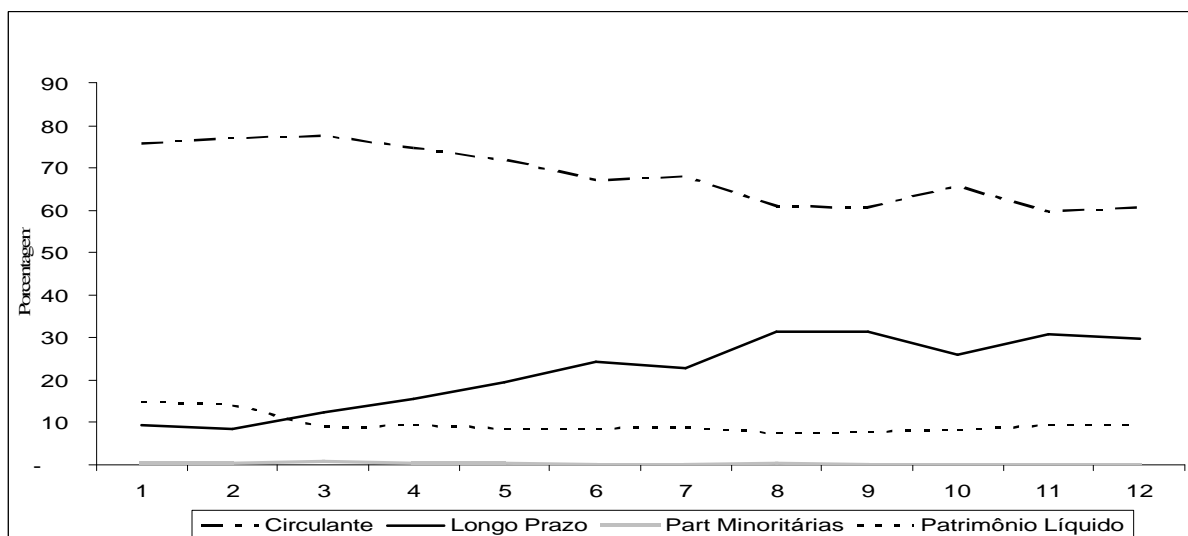


Figura 2 – Estrutura Financeira em Porcentagem – 1995 a 2006

O gráfico revela que as Participações minoritárias praticamente não se destacam devido a sua mínima representatividade sobre o valor total. As linhas que representam o Passivo Circulante e Patrimônio Líquido sofrem uma diminuição no decorrer dos períodos (linhas pontilhadas respectivamente), ficando claro desta forma o aumento do Passivo de Longo Prazo (linha constante).

Uma vez representada a estrutura financeira, onde se constatou o aumento do Passivo de Longo Prazo e o conseqüente suprimimento do Circulante e Patrimônio Líquido, o gráfico a seguir representa a estrutura de capital, que pela teoria das finanças é representada pelo Passivo de Longo Prazo e Patrimônio Líquido.

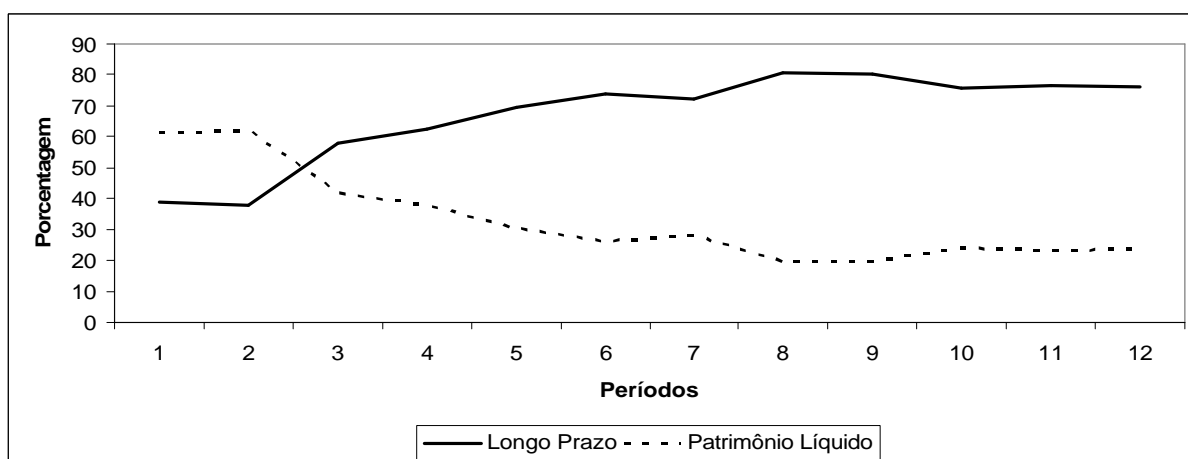


Figura 3 – Estrutura de Capital em Porcentagem – 1995 a 2006

Pela análise das Figuras apresentadas, é possível constatar que houve uma alteração na estrutura financeira (Figura 2), e na estrutura de capital (Figura 3), ocorrendo uma inversão de fontes de recursos do Banco Bradesco no transcorrer do período analisado. Ou seja, nos períodos de 1995 e 1996 o Patrimônio Líquido superava o Longo Prazo, sendo que em 1997 esta situação literalmente foi invertida, passando o Longo Prazo ter valor superior ao patrimônio Líquido.

Desta forma, a seguir será analisada em uma figura a relação entre as aquisições realizadas pelo Banco e as alterações ocorridas na estrutura financeira e de capital.

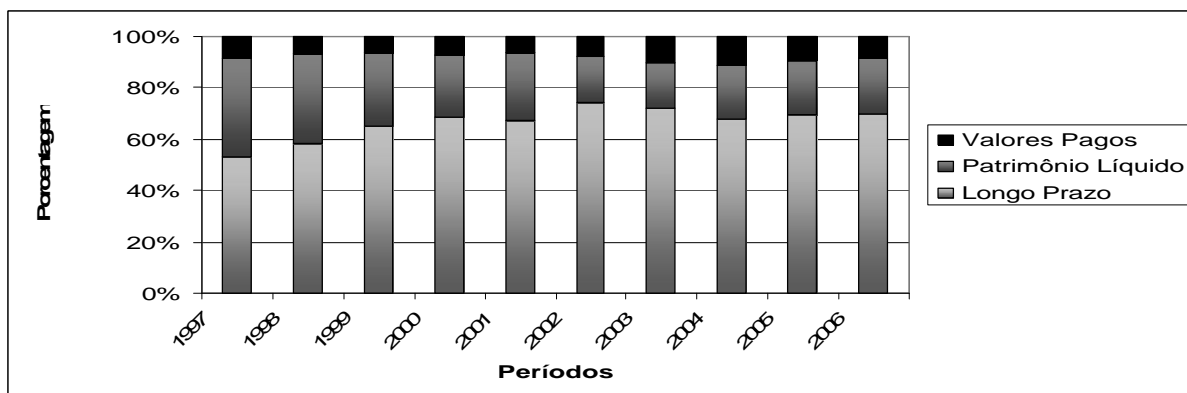


Figura 4 – Estrutura de Capital X valor cumulativo da negociação de aquisição

Na Figura 4 estão ilustrados os dados da estrutura de capital (Patrimônio Líquido e Longo Prazo), bem como os valores pagos pelas aquisições realizadas pelo Bradesco no período de 1997 a 2006 (valor acumulado pelo pagamento das negociações das aquisições).

O Figura ilustra claramente o aumento do Longo Prazo em detrimento do Patrimônio Líquido. A informação dos Valores Pagos na negociação das aquisições também pode ser considerado um fator que diminuiu o Patrimônio Líquido, havendo desta forma uma inversão da estrutura de capital do Banco Bradesco.

Pela análise descritiva realizada, há evidências de que as negociações de aquisições realizadas pelo Bradesco no período analisado, alteraram a estrutura de capital do banco, possibilitando desta forma responder o questionamento da pesquisa, ou seja, “com as operações de fusão e aquisição, houve alteração na estrutura de capital do Banco Bradesco?”. A resposta seria positiva, evidenciada pela análise das Figuras 2, 3 e 4.

5 – Considerações finais

A realização de análises das demonstrações contábeis de instituições financeiras requer muito cuidado devido a sua alta regulamentação e principalmente por seus resultados estarem diretamente ligados a políticas de juros estabelecidas pela União. Desta forma, não é prudente a análise pura e simples das demonstrações contábeis, mais precisamente a demonstração de resultado, já que estes resultados muitas vezes sofrem influência direta de ações governamentais.

Considerando as teorias de finanças que apresentam diversas formas de estabelecer uma estrutura ótima de capital, é possível afirmar que neste sentido a estrutura de capital do Banco Bradesco sofreu grandes alterações sem prejudicar seus resultados. Indo ao encontro do questionamento estabelecido para esta pesquisa, ou seja, com as operações de fusão e aquisição, realizadas no período de 1997 a 2006, houve alteração na estrutura de capital do Banco Bradesco?” a pesquisa nos revela que houve uma inversão das fontes, ou seja, antes dos processos de aquisição predominavam fontes classificadas como Patrimônio Líquido e que, a medida que os processos de aquisição foram ocorrendo, ocorreu o detrimento deste, com o crescimento praticamente proporcional no Passivo a Longo Prazo.

6 – Referências

- BOVESPA. *Site* institucional. <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. acesso em 10/ jul. 2007
- BRADESCO. *Site* institucional. <http://www.bradescom.com.br>. acesso em 10/ jul. 2007.
- BRASIL. Lei 6.404/76 - Lei das Sociedades por Ações.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 5 ed. Lisboa : McGraw-Hill, 1992.
- CASALI, Adriana Machado. **Comunicação organizacional em fusões e aquisições internacionais**. Tese, 2006. Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC.
- DAMODARAN, A. **Finanças corporativas aplicadas**: manual do usuário. Tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre : Bookman, 2002. Título original: Applied corporate finance: a user's manual.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. – 4. ed. – 8. reimpr. – São Paulo : Atlas, 2006.
- KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens; MAZZON, José Afonso. **Uma análise empírica dos fatores determinantes da Estrutura de Capital**. Revista Álvares Penteado, v. 4, n. 10, p. 09-24, dez. 2002.
- KPMG. *Site* institucional. <http://www.kpmg.com.br/>. Acesso em 10 jul. 2007.
- LEMES Jr. Antonio Barbosa; RIGO, Claudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas trabalhistas**. 2 ed. – Rio de Janeiro : Elsevier, 2005.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. **The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment**. American Economic Review, v. 48, p. 261-297, 1958.
- PATROCÍNIO, Mauricio Rea; KAYO, Eduardo Kazuo, KIMURA, Herbert. **Intangibilidade e Criação de Valor nos Eventos de Fusões e Aquisições: uma análise dos retornos anormais do período de 1994 a 2004**. Anais do XXIV ENANPAD; Encontro da ANPAD – Associação Nacional e Pós-Graduação e Pesquisa em Administração; 2005; Brasília/DF; BRASIL.
- PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. **Fatores determinantes da Estrutura de Capital**: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil. Disponível em: <www.iem.efei.br>. Acesso em: 02 abr. 2007.
- WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10. ed. Tradução de Sidney Stancatti. São Paulo : Makron, 2000.
- WOOD JR, Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Loyola. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Revista de Administração de Empresas – RAE – Executivo, Vol. 2, nº 41-45, Nov 2003 a Jan 2004. Disponível em: <http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm>. Acesso em: 24/05/2007.