

A **MARK L. SIROWER**
JEFFERY M. WEIRENS

SOLUÇÃO DA
SINERGIA

COMO AS EMPRESAS
VENCEM O JOGO DAS
FUSÕES E AQUISIÇÕES



ALTA BOOKS
GRUPO EDITORIAL
Rio de Janeiro, 2023

SUMÁRIO

Prefácios	xiii
1. O Jogo da Aquisição	1
2. Sou um Adquirente Preparado? Estratégia e Governança de F&A	23
3. Isso Faz Sentido? Due Diligence Financeira, Comercial e Operacional	51
4. De Quanto Eu Preciso? Valuation e Sinergia	87
5. Eles Terão Motivos para Celebrar? Dia do Anúncio	123
6. Como Cumprirei Minha Visão e Promessas? Parte I Da Estratégia de Negociação à Gestão de Integração Pré-Fechamento	149
7. Como Cumprirei Minha Visão e Promessas? Parte II Fluxos de Trabalho Multifuncionais e Prontidão para o Dia 1	183
8. Meus Sonhos Se Tornarão Realidade? Execução Pós-Fechamento	219
9. O Conselho Consegue Evitar a Armadilha da Sinergia? Ferramentas para o Conselho	257
10. Conclusão: Acertando na F&A	295
Agradecimentos	311
Apêndice A: Retornos aos Acionistas de F&A	313
Apêndice B: M&M em 1961 e as Origens do Valor Econômico Agregado	335
Apêndice C: Desenvolvimento do Modelo de Valor Econômico Agregado	339
Notas	347
Índice	363

CAPÍTULO 1

O Jogo da Aquisição

Antigamente, as fusões eram sexy. Elas eram perfeitamente glamorosas. Repletas de “invasores corporativos exuberantes, títulos de alto risco e aquisições hostis coercitivas da década de 1980 e os mega-acordos de ações do boom da internet da década de 1990”, as fusões e aquisições (F&A) ocupavam as manchetes da primeira página aparentemente todos os dias.

Mas algo deu errado. A “sinergia” ganhava má fama.

No início da década de 1990, começaram a surgir evidências de proeminentes acadêmicos e empresas de consultoria de que a maioria dos negócios, na realidade, prejudicou os acionistas de adquirentes corporativos, vários até resultando em falências.¹ Em outubro de 1995, a *BusinessWeek* publicou a inovadora história “The Case Against Mergers”, baseada em pesquisas mostrando que 65% dos grandes negócios destruíram valor para os acionistas dos compradores. Os adquirentes estavam regularmente pagando em excesso por supostas sinergias. E os investidores sabiam disso.²

Infelizmente, os adquirentes continuam decepcionando hoje em dia.

No entanto, poucas outras ferramentas de desenvolvimento e crescimento corporativo podem mudar o valor de uma empresa — e seu futuro competitivo

— tão rápida e drasticamente quanto uma grande aquisição. Os acordos materiais de F&A são grandes “eventos da vida” na narrativa da história de uma empresa. Embora o bem-estar de funcionários e clientes seja primordial, o sucesso de qualquer negócio será julgado como qualquer outra grande decisão de investimento de capital: a alocação de capital e recursos criou retornos superiores aos acionistas em relação aos concorrentes?

A maioria das aquisições materiais ainda hoje não cumpre suas promessas e prejudicam os acionistas do adquirente. Embora os acionistas das empresas vendedoras se beneficiem rotineiramente dos prêmios significativos que os adquirentes pagam, os retornos para os acionistas dos adquirentes, em média, ficam muito aquém das expectativas. Em vez de dar aos investidores um motivo para comprar mais de suas ações, os adquirentes geralmente estão dando a eles motivos claros para vender. E as reações iniciais do mercado de investidores, positivas ou negativas, no geral, são uma previsão confiável e um indicativo de resultados futuros. As aquisições geralmente falham e os investidores ficam com a pulga atrás da orelha.³

As perguntas são *Por quê?* e *O que vamos fazer sobre isso?*

A hipótese é que essas falhas sistêmicas são resultado da falta de preparação, metodologia e estratégia. A maioria das empresas não tem uma estratégia real de F&A. Elas não pensaram nos negócios que acreditam serem os mais importantes em comparação com um universo de outros que não se dão sequer ao trabalho de conferir — elas têm poucas prioridades. Entram em um leilão ou contratam um banqueiro que apresenta alguns alvos de aquisições disponíveis e promessas de sinergia. As equipes são montadas rapidamente para realizar qualquer diligência operacional ou comercial que possam concluir em um tempo reduzido, enquanto os CEOs e banqueiros negociam o preço. Elas apresentam o negócio ao conselho, muitas vezes com pouca consideração de como as sinergias realmente serão entregues, mas com urgência para aprovar. A ameaça implícita é que, se o conselho não conseguir aprovar o acordo, pode não haver nada tão bom no horizonte. Um CEO proeminente chamou isso de “locomotiva de aquisição Uau! Agarre logo!”⁴

O Dia do Anúncio chega na forma de uma teleconferência cuidadosamente organizada, repleta de jornalistas e analistas — e muita euforia.

Então os investidores reagem. Para a maioria das empresas, é uma surpresa desagradável, com as ações do adquirente caindo – os investidores (que incluem funcionários que também são proprietários) sentem a dor imediatamente.

Apesar de todo o trabalho árduo que o adquirente e o alvo realizam, as reações dos investidores tendem a ser acertadas. As sinergias prometidas nunca se desenvolvem, ou pelo menos não em um nível que justifique o preço; os funcionários não entendem como o acordo afetará seu futuro; e a nova empresa é uma bagunça, destruindo um valor significativo para a empresa e seus acionistas. Elas raramente recuperam as perdas.

Queremos melhorar suas chances de sucesso em F&A. *A Solução da Sinergia* visa mudar a forma como as empresas — gerentes, executivos e conselhos — pensam e abordam as estratégias de aquisição. Começando com o fundamento bem-aceito da economia do problema de desempenho de fusões e aquisições, orientaremos os adquirentes sobre como desenvolver e executar uma estratégia de aquisição que evite as armadilhas em que tantas empresas caem e crie valor real e de longo prazo para o acionista. Não queremos tornar as fusões sexy novamente. Mas o objetivo é fazer com que as fusões funcionem — para os adquirentes e para os acionistas.

Ontem e Hoje: A Evidência

Enquanto alguns afirmam que as coisas melhoraram — as empresas e seus gerentes são mais aptos a avaliarem aquisições e perceberem as sinergias previstas —, descobrimos que, empiricamente falando, as coisas não estão muito melhores. Além disso, os investidores continuam a ouvir atentamente os detalhes do que os adquirentes dizem sobre os principais negócios.

Atualizamos o estudo histórico de Mark sobre a onda de fusões da década de 1990 (a base de uma reportagem de capa da *BusinessWeek*). E as descobertas apoiam o caso de que, mesmo depois de toda a intensa atividade das últimas décadas — e toda essa oportunidade de aprender — ainda há muito espaço para melhorias.⁵

Vamos dar uma olhada mais de perto.

Para nosso estudo, extraímos dados das bem conhecidas fontes, Thompson ONE e Capital IQ da S&P. E examinamos mais de 2.500 acordos avaliados em US\$100 milhões ou mais, anunciados entre 1º de janeiro de 1995 e 31 de dezembro de 2018. Usamos dados disponíveis ao público para que qualquer pessoa possa replicar nossos resultados. Excluimos os negócios em que o preço das ações do adquirente não pôde ser rastreado em uma das principais bolsas de valores dos EUA. Usando o raciocínio de que um negócio precisava ser material, excluimos aqueles em que a capitalização de mercado do vendedor era inferior a 10% da pertencente ao adquirente. Por fim, selecionamos negócios em que o adquirente posteriormente anunciou outra aquisição significativa dentro de um ano.

Isso gerou uma amostra de 1.267 negócios representando US\$5,37 trilhões em valor patrimonial e US\$1,14 trilhão em prêmios de aquisição pagos ao longo dos 24 anos do estudo. A capitalização média do mercado de ações, cinco dias antes do anúncio, era de US\$9,3 bilhões para compradores e US\$3,8 bilhões para vendedores. A capitalização média de mercado dos vendedores em relação ao seu adquirente foi de 46%. Estes foram, de qualquer forma, negócios muito significativos para os adquirentes. O prêmio médio pago foi de 30%, ou US\$902 milhões.

Medimos o desempenho dos adquirentes em torno do anúncio do negócio usando o retorno total do acionista de 11 dias (cinco dias de negociação antes a cinco dias depois) e como se comportaram ao longo de um ano após o anúncio (incluindo o período de anúncio). Embora possa parecer um período curto para julgar o sucesso ou o fracasso, o primeiro ano é fundamental para entregar promessas de desempenho, porque sinaliza a credibilidade dessas promessas.⁶

Examinamos tanto o retorno bruto total ao acionista (valorização do preço das ações mais dividendos) quanto o retorno total ao acionista em relação aos pares do setor de cada adquirente dentro do S&P 500, conforme classificado pelo Capital IQ.⁷ Relatamos os retornos totais dos acionistas ajustados pelo setor (geralmente chamados de RTSR, ou retorno total relativo aos acionistas).

O que encontramos? Os principais resultados da amostra de 1.267 acordos estão descritos abaixo.

Os adquirentes, em média, têm desempenho inferior aos pares do setor

Os retornos médios para os adquirentes dessas grandes aquisições em torno do anúncio do negócio foram de -1,6%, com 60% das transações sendo vistos negativamente e 40% positivamente pelo mercado. Um ano depois, os retornos médios para esses adquirentes foram ligeiramente piores em -2,1%, e 56% dos adquirentes ficaram para trás em relação aos pares do setor. Como acontece com qualquer estudo sobre fusões e aquisições, há uma ampla gama de resultados, portanto, essas são apenas as médias.⁸ Os resultados gerais certamente sugerem que devemos parar de usar a estatística ainda amplamente citada sobre o desempenho de F&A de que 70 a 90 por cento dos negócios falham.⁹

Dito isso, o desempenho do adquirente foi muito ruim nas ondas de fusão das décadas de 1980 e 1990, em que quase dois terços dos negócios destruíram valor para o adquirente.¹⁰ *Há algumas notícias animadoras aqui.* Quando dividimos a amostra em três períodos de oito anos, abrangendo três ondas de fusão — 1995–2002, 2003–2010 e 2011–2018 — descobrimos que os adquirentes melhoraram de 64% de reações negativas a 56% na onda de fusão mais recente, e as reações iniciais do mercado melhoraram de -3,7% para quase zero; mas os retornos de um ano continuam desafiados, com -4,2% de retorno de um ano no último período de oito anos. (Consulte o apêndice A para um estudo detalhado.)

Apesar do que pode ser considerado com um sinal encorajador, ainda não estamos fora de perigo. Para ser franco, enquanto as F&A, em média, podem estar melhorando um pouco, é apenas “menos negativo” no geral.

Vamos tirar esses resultados das médias e olhar mais a fundo.

As reações iniciais dos investidores são persistentes e indicativas de retornos futuros

Muitos observadores acreditam que as reações do mercado de ações aos anúncios de negócios são meros movimentos de preços de curto prazo e não oferecem previsões de sucesso ou fracasso futuro. Um CEO, em uma frase célebre disse, após uma queda de quase 20% no preço das ações da empresa no dia de um grande anúncio de aquisição: “Você não faz esse tipo de movimento e julga seu sucesso pelo preço de curto prazo das ações”.

Para explorar a afirmação de que as reações iniciais do investidor não importam, dividimos as reações iniciais em uma carteira de reação positiva e outra de reação negativa. Se as reações do mercado não importam, ambas as carteiras devem tender a zero. Mas não.

Um ano depois, a carteira de 759 negócios que começou com reação negativa de -7,8%, obteve um retorno negativo ainda mais forte de -9,1%. A carteira de 508 negócios que começou positivamente com um retorno de +7,7%, manteve um forte retorno positivo de +8,4%. Um olhar mais atento mostra que 65% dos negócios inicialmente negativos ainda eram negativos. E 57% dos negócios inicialmente positivos ainda eram positivos um ano após o anúncio. Portanto, embora um início positivo não seja garantia de sucesso futuro, especialmente se as empresas não cumprirem as promessas posteriormente, um início negativo é muito difícil de reverter, com quase dois terços dos negócios ainda negativos um ano depois. E é ainda mais difícil para os negócios de reação negativa que usam ações como moeda: quase três em cada quatro negócios de ações (ou 71%) que eram inicialmente negativos ainda o eram um ano depois.¹¹

Em resumo: *As reações iniciais do mercado importam.*

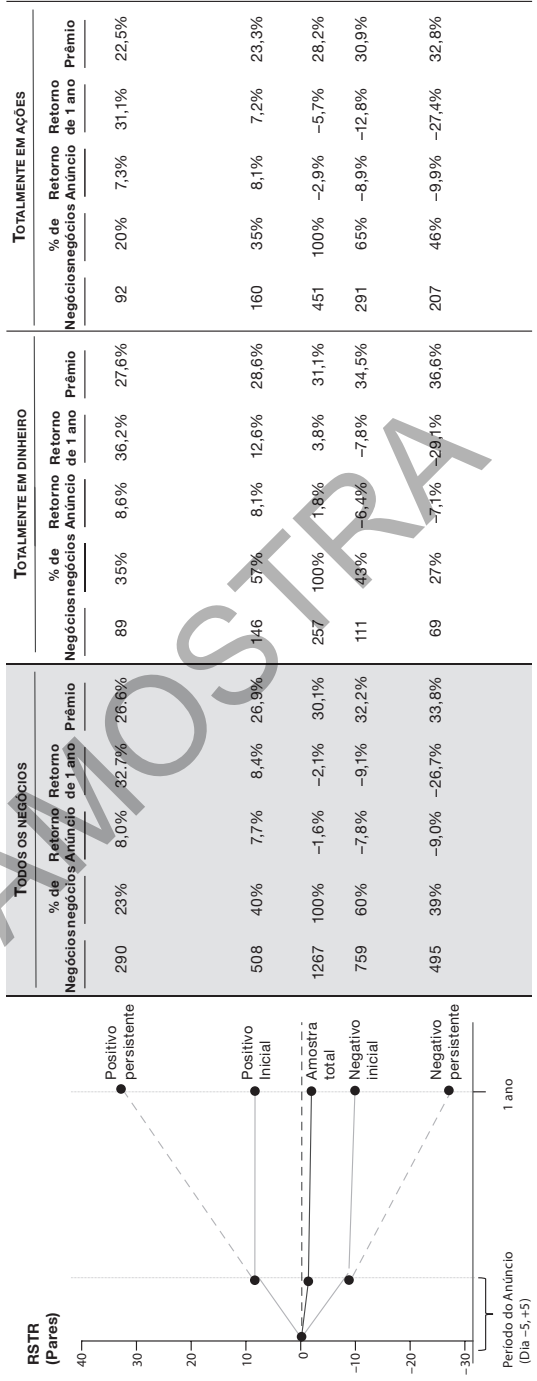
Entregar resultados após um bom começo compensa muito — e o oposto também é verdadeiro

Os negócios que começaram em uma direção positiva — e deram certo — superaram dramaticamente os negócios que começaram mal e eram persistentemente negativos — o que chamamos de “spread de persistência.” No ano seguinte ao anúncio, os adquirentes cujos negócios foram inicialmente recebidos com uma reação negativa dos investidores e continuaram a ser percebidos negativamente, apresentaram um retorno médio de -26,7%; ao passo que os adquirentes cujos negócios inicialmente receberam e continuaram a receber uma resposta favorável, retornaram uma média de +32,7% — um spread de persistência, ou diferença nos retornos, de quase 60 pontos percentuais.

Não apenas as reações iniciais dos investidores importam bastante, elas importam bastante de uma forma que deve ser muito essencial para os adquirentes.

FIGURA 1-1

Retornos para os adquirentes



A Figura 1-1 ilustra o padrão geral de retornos para os adquirentes. Esses achados não são acidentais. As reações dos investidores são previsões poderosas do futuro baseadas em expectativas anteriores e nas novas informações fornecidas pela empresa sobre a sabedoria econômica da transação. Os adquirentes que realmente entregam e mostram evidências de sua capacidade de cumprir as promessas se saem extremamente bem ao longo do tempo; os adquirentes que atendem às expectativas negativas se saem extremamente mal. As diferenças são enormes.

Olhando em retrospecto, as reações iniciais do mercado das carteiras persistentes positivas e negativas (8,0% e -9,0%, respectivamente) estão muito próximas dos retornos anunciados para as carteiras iniciais gerais positivas e negativas. O desempenho subsequente dos executores persistentes é em grande parte uma função dos adquirentes que confirmam as percepções iniciais dos investidores.

Isso nos leva a fazer uma pergunta fundamental para o restante deste livro: *com base nesses dados, você prefere começar com uma reação positiva ou negativa do investidor?* (Consulte o quadro abaixo, “Retornos de Acionistas de F&A” para achados adicionais.)

O Jogo da Aquisição

Como isso é possível? Agora, todo mundo sabe que você não deve pagar “muito” por uma aquisição, que as aquisições precisam ter “sentido estratégico” e que as culturas corporativas precisam ser “gerenciadas com cuidado”. Porém essas panaceias têm algum valor prático? O que significam, afinal? O que realmente significa pagar um prêmio? Mais fundamentalmente, o que é “sinergia”?

Eis como normalmente acontece em F&A: uma empresa decide crescer por meio de uma aquisição, não porque tenha uma tese de crescimento bem desenvolvida, mas porque o mercado de ações está em alta e muitas outras empresas do setor estão anunciando negócios e recebendo atenção. Ou talvez um consultor faça uma apresentação convincente para que o comprador em potencial compre, porque o crescimento orgânico está se estabilizando e o CEO acaba ficando enamorado pelo negócio.

Retornos de Acionistas de F&A

- **Os prêmios de aquisição importam.** O prêmio médio pago por metas em toda a amostra foi de 30%, com um prêmio médio de 32,2% pago pela carteira inicialmente negativa e 26,9% pago pela carteira inicialmente positiva. Não surpreendentemente, o prêmio médio pago pelos desempenhos negativos persistentes foi de 33,8%, enquanto os desempenhos positivos persistentes pagaram um prêmio médio de apenas 26,6%. A diferença nos prêmios é ainda mais impressionante para as transações totalmente em dinheiro e em ações para as carteiras negativas persistentes face as carteiras positivas persistentes (36,6% contra 27,6% para transações totalmente em dinheiro e 32,8% contra 22,5% para transações totalmente em ações, respectivamente).
- **As transações em dinheiro superaram em muito as em ações.** As transações totalmente em dinheiro (20% do total) superaram de maneira acentuada as transações totalmente em ações (36% delas). No anúncio, os retornos das transações totalmente em dinheiro superaram as totalmente em ações em +4,7% (+1,8% contra -2,9%, respectivamente). Além disso, 57% das transações totalmente em dinheiro recebem reações positivas do mercado, contra apenas 35% das transações totalmente em ações. E a deficiência de desempenho aumentou ao longo de um ano apenas para 9,5%, pois as transações totalmente em dinheiro superaram seus pares em +3,8%, enquanto as totalmente em ações ficaram para trás em -5,9 por cento. Essa constatação reafirma o resultado amplamente divulgado sobre o baixo desempenho dos negócios em ações. O contraste também é ilustrado com 46% dos negócios em ações em nossa amostra recebendo retornos negativos iniciais e persistentes contra 27% dos negócios em dinheiro. Os negócios combinados — uma mistura de dinheiro e ações — renderam retornos declarados de -2,1% (com apenas 36% recebendo uma reação positiva) e retornos de um ano de -1,9% com um spread de persistência semelhante ao da amostra

(continua)

(continuação)

geral de 1.267 negócios (consulte apêndice A para detalhes adicionais).

- **Os vendedores são os maiores beneficiários das transações de F&A.** Em média, enquanto os compradores perderam, os acionistas das empresas vendedoras obtiveram um retorno médio de 20% ajustado por pares desde a semana anterior ao anúncio do negócio até a semana seguinte. Isso contrasta com o prêmio médio anunciado de 30% devido às reações negativas do mercado para os adquirentes em ações e acordos combinados, que reduziram o valor efetivamente recebido pelos vendedores.
- **As transações de M&A criam valor no nível macroeconômico.** As fusões criam valor para a economia. Calculamos uma medida para compradores e vendedores com base no retorno em dólar de 11 dias ajustado por pares, para ambos, em torno do anúncio do negócio. O valor adicionado médio total para o acionista [em inglês, *total shareholder value added* — TSVA] é simplesmente a soma desses retornos em dólares para compradores e vendedores. Enquanto os compradores perderam em média US\$285 milhões, os vendedores ganharam uma média de US\$469 milhões por um TSVA de US\$184 milhões para todos os negócios. (O TSVA é de US\$333 milhões para transações em dinheiro e US\$11 milhões para transações em ações.) O TSVA melhorou em nossos três períodos de quase zero no primeiro período para US\$424 milhões no último, novamente com a maioria desses ganhos indo para os vendedores.

Também calculamos um percentual de TSVA com base na capitalização de mercado total de compradores e vendedores. No agregado, encontramos criação de valor (TSVA) de aproximadamente +1,45% no anúncio com base nas mudanças combinadas na capitalização de mercado. As transações em dinheiro renderam um retorno combinado de +3,73%, enquanto as transações de ações tiveram uma variação combinada de +0,07% — uma grande diferença — e um retorno de +2,05% para as transações combinadas.

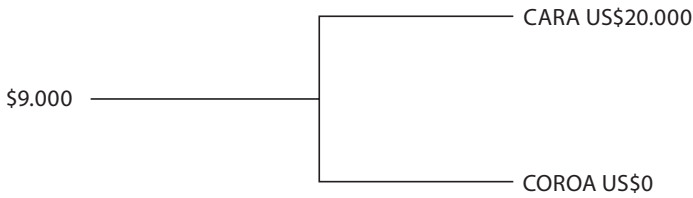
Quando os adquirentes jogam o jogo da aquisição, entram em uma aposta comercial única, onde pagam um prêmio inicial por alguma distribuição de resultados potenciais — as sinergias. Se os adquirentes não entenderem completamente as promessas de desempenho que estão fazendo antecipadamente, ou não tiverem a capacidade de cumpri-las, ou se as sinergias forem ilusórias, eles terão planejado o fracasso desde o início — algo que os investidores podem e reconhecem logo no anúncio.

Vamos começar com alguns exemplos simples que ilustrarão a questão.

Imagine que haja um apartamento que você realmente deseja possuir em um lindo quarteirão de Greenwich Village, na cidade de Nova York. Claro, é caro, mas você realmente o quer. Você e todos os amigos concordam que é melhor morar lá do que onde você mora agora. Você se sentirá melhor. Além do mais, o apartamento precisa de alguns reparos e você imagina que pode aumentar o valor avaliado de US\$1 milhão em pelo menos 25%. Infelizmente, está lidando com um vendedor não muito motivado, que está pedindo US\$1,5 milhão pelo apartamento. Mas você passou tanto tempo procurando o lugar certo. E este é a opção perfeita. (Além disso, todos os seus amigos têm apartamentos muito melhores do que aquele em que você mora atualmente.)

Você segue adiante com o preço de transação de US\$1,5 milhão? Depende se você se sente melhor em relação ao apartamento valer US\$250.000. Porque mesmo que sejam feitas as melhorias que acredita serem possíveis e mesmo que elas acrescentem 25% ao valor avaliado, você terá sacrificado permanentemente US\$250.000 no momento da compra.

Ou suponha que você acabou de chegar a Las Vegas, uma viagem que planeja há muito tempo. Você leu todos os livros sobre os vários jogos de cassino e tem certeza de que ganhará uma bolada. No caminho para o cassino, um atraente funcionário do hotel o convida para uma sala, para um jogo muito especial. Você recebe a seguinte distribuição de recompensa: uma moeda justa será lançada onde cara (Cara) = US\$20.000 e coroa (Coroa) = US\$0. Vai lhe custar US\$9.000 para jogar. Desta forma:



Você para para pensar por um momento. Então percebe que, de acordo com a lei das médias, caso possa jogar este jogo em particular 100 vezes, poderia ganhar muito dinheiro — US\$100.000. Ou seja, você paga para jogar quer ganhe ou perca. E espera ganhar 50 vezes para um ganho líquido de US\$100.000 [(50 × US\$20.000) (100 × US\$9.000)]. Por outro lado, também percebe que pode ser eliminado depois de apenas algumas jogadas antes que a lei das médias entre em ação.

A lição essencial aqui é que temos que estar muito cientes sobre a distribuição de recompensas antes de pagarmos o preço para jogar o jogo.

Esses exemplos ilustram o jogo de aquisição. O prêmio de aquisição é pago à vista e sabemos disso com certeza. A integração pós-fusão [em inglês, *post-merger integration* — PMI] real produzirá algum fluxo ou *distribuição* incerta de ganhos ou sinergias realizados *em algum momento no futuro*. Os executivos precisam considerar a probabilidade de diferentes cenários dessas recompensas (as sinergias). Ou, na verdade, podem saber mais sobre as recompensas no blackjack do que para uma determinada aquisição. Reduzida ao essencial, uma aquisição é um problema tradicional de orçamento de capital. Mas é um problema único por várias razões que executivos e conselhos devem levar em conta.

Primeiro, os adquirentes pagam tudo adiantado — o valor total de mercado das ações do alvo mais um prêmio — antes mesmo de “sentar ao volante”. Não há testes, tentativa e erro. Ao contrário de outros investimentos de capital, como P&D, não há como interromper ou desviar o financiamento, a não ser o desinvestimento. Mais importante, o relógio do custo de capital de todo esse capital começa a contar desde o início. Assim, os atrasos serão caros. Não há novas chances.

Em segundo lugar, quando os adquirentes pagam um prêmio, estão enfrentando um problema de desempenho já existente e criando um novo — um que nunca existiu e ninguém esperava para os ativos, pessoas e tecnologias que já existem. Em outras palavras, os adquirentes têm dois problemas de desempenho: 1) devem entregar todo o crescimento lucrativo e o desempenho que o mercado *já* espera tanto do adquirente quanto do alvo, e 2) cumprir as metas ainda mais altas implícitas no prêmio de aquisição. Alcançar esses novos requisitos de desempenho normalmente requer um conjunto aprimorado de recursos. E os concorrentes não ficarão de braços cruzados enquanto os adquirentes tentam gerar sinergia às suas custas. Juntar dois negócios lucrativos e bem administrados não cria magicamente ganhos estratégicos, porque os concorrentes estão sempre presentes e os clientes podem não valorizar as novas ofertas.

Isso produz uma definição clara de sinergias mensuráveis: *ganhos de desempenho sobre expectativas independentes*. Juntando o prêmio inicial com o novo problema de desempenho, temos uma visão direta do valor criado para o adquirente, o valor presente líquido (VPL) de uma transação:

$$\text{VPL} = \text{Valor Presente (Sinergias)} - \text{Prêmio}$$

Ou seja, supondo que você não arruíne os negócios, e possa entregar todo o valor de crescimento independente já esperado do alvo (e da empresa), você cria valor somente se conseguir pelo menos um retorno de custo de capital sobre o prêmio. Executivos que pagam um prêmio se comprometem a entregar mais do que o mercado espera dos atuais planos estratégicos de ambas as empresas.

Terceiro, uma vez que os adquirentes comecem a integração intensiva — tão essencial para gerar as sinergias necessárias que prometeram — eles terão impulsionado o custo de saída e desistido de um negócio fracassado. Fechar uma sede mundial, fundir sistemas de TI, integrar forças de vendas e reduzir o número de funcionários é caro e demorado para reverter. E, no processo, os adquirentes podem correr o risco de desviar os olhos dos concorrentes ou perder a capacidade de responder às mudanças em seu ambiente competitivo ou às necessidades em evolução dos clientes.

Além disso, não apenas os acionistas podem diversificar prontamente por conta própria, sem pagar um prêmio, mas pagar um prêmio maior não neces-