

3

Criação de valor em fusões e aquisições

Camargos e Barbosa (2007, p.470) destacam que:

“[...] apesar de diferentes abordagens com que as F&A's são analisadas, observa-se predomínio na literatura econômico-financeira, nos últimos vinte anos, de questões envolvendo o impacto desses processos no valor de mercado das firmas envolvidas.”

Existe muita controvérsia na literatura sobre o resultado dos processos de F&A's, na perspectiva de criação de valor para o acionista, com evidências empíricas favoráveis e desfavoráveis.

Segundo Firth (1980), uma das maneiras de mensurar a lucratividade das aquisições é com o uso da estrutura de mercado eficiente proposto por Fama (1970; 1991), pela qual o preço das ações incorpora todas as informações disponíveis provendo um sinal acurado para alocação de recursos. Este autor descreve três formas de mercado eficiente, todas relacionadas ao grau de conhecimento das informações e seus reflexos nos preços dos títulos de empresas. A primeira é a forma fraca, na qual os preços refletem as informações sobre os preços passados. Na segunda, a semiforte, os preços ajustam-se eficientemente a partir do conhecimento de outras informações disponíveis publicamente. A terceira é a forma forte, na qual os preços refletiriam todas as informações disponíveis, inclusive as privilegiadas.

Assumindo que o mercado seja eficiente, é possível mensurar o movimento no preço das ações nos dias próximos ao anúncio de alguma informação e avaliar o impacto econômico da transação.

3.1. Metodologias existentes

Segundo Selcuk e Yilmaz (2011) existem dois caminhos possíveis nos estudos constantes na literatura de fusões e aquisições: a metodologia do mercado de capitais e a baseada nas demonstrações contábeis.

Os estudos baseados no mercado de capitais empregam a metodologia de “estudo de evento”, muito utilizada para testar a hipótese de eficiência semiforte do mercado. (FAMA, 1991) e para identificar os retornos resultantes das F&A's. A utilidade deste tipo de estudo vem justamente da premissa assumida de que o mercado de capitais é guiado por racionalidade (eficiência semiforte) e que os efeitos dos eventos serão imediatamente refletidos nos preços dos ativos. A medida do impacto econômico do evento pode portanto ser construída com a utilização de dados referentes a uma janela de tempo curta, de poucos dias, enquanto as medidas de produtividade e retorno derivadas de demonstrações contábeis requerem meses e até anos de observação.

Existem benefícios e limitações referentes à ambas as metodologias, dividindo a opinião dos pesquisadores, que na verdade escolhem qual delas utilizar baseados na janela de tempo dos dados de que dispõe e no objetivo de cada estudo.

Alguns autores criticam a metodologia de estudos de eventos, como Fowler e Schmidt (1989, p.342), que postulam que estes estudos, embora estatisticamente rigorosos, servem um propósito limitado para pesquisas, já que o período estudado é relativamente curto e a análise é limitada ao retorno anormal das ações, de forma que a performance de longo prazo é raramente analisada e medidas de desempenho organizacional não são efetuadas. Para Ayala (2005) e Petmezas (2008) estudos de eventos podem ser inapropriados porque há situações nas quais o mercado reage desproporcionalmente geralmente com excessivo otimismo, principalmente em momentos de aquecimento, super avaliando o potencial de sinergias da transação. Contudo, caso o desempenho das empresas se mostre aquém das expectativas, isso se refletirá no desempenho das ações no longo prazo, o que levou diversos autores a optar por prazos maiores de análise. Para Sudarsanam (2003), reação de mercado não reflete adequadamente a performance de F&A, já que não provê uma avaliação precisa sobre os impactos da transação em várias das dimensões ligadas à performance, tais como custos, receitas, lucros, fluxo de caixa, etc. Na mesma linha, Ayala (2005) ressalta que as operações de F&A devem ser analisadas por suas estratégias e resultados.

Para outros pesquisadores a metodologia de estudo de evento merece especial atenção, como para Kravet (2009, p. 17), que avalia que a reação de mercado próxima à data do evento é informativa sobre o valor da operação percebido pelos investidores, e ressalta como aspecto positivo ao seu uso o fato que a métrica é uma medida imediata com base no valor de mercado. Destaca, porém, que a reação de curto prazo depende também de outros aspectos, tais como a probabilidade de ocorrência da operação percebida pelos investidores e dos termos da aquisição, entre outros.

O método de estudos de eventos tornou-se aceito na literatura de finanças, e pressupõe eficiência de mercado, o que implica que todos os futuros benefícios das F&A's são completamente antecipados e incorporados instantaneamente aos preços das ações no momento da consumação da operação (LUBATKIN, 1983)

3.2. Metodologia do estudo de evento

O Estudo de Eventos é a metodologia que procura mensurar o impacto de uma informação pública, divulgada em um dado momento, no comportamento dinâmico dos preços dos títulos nos mercados financeiros, ou seja, no valor de mercado da empresa. Esta será a metodologia utilizada neste trabalho.

Existem no mercado diversos tipos de informações que são divulgadas e processadas a todo instante, tais como atas de assembleias, comunicados ao mercado, “fatos relevantes”, decisões quanto à política de investimentos ou distribuição de dividendos, divulgação de demonstrações contábeis, anúncios de operações de fusões ou aquisições. Mensurar o impacto destas informações no valor da firma é de essencial importância para os agentes do mercado.

A metodologia de estudo de evento consiste em utilizar um modelo de geração de retorno de ações, considerado como padrão, denominado retorno normal, que nada mais é do que o retorno que o título apresentaria caso o evento não ocorresse. Na sequência, visando identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico que está sob análise, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno efetivamente observado no período de análise. Em resumo, o foco é na determinação de retornos anormais de títulos na data do anúncio de um evento e nos dias

adjacentes. O fato de a variância dos retornos aumentar próximo à data de divulgação do evento sinaliza que ele contém informações relevantes. O anúncio de uma F&A tem um impacto imediato no valor das ações no mercado, pois os investidores tentam antecipar os possíveis ganhos ou perdas de tais processos nos preços dos títulos.

MacKinlay (1997) assinala que um enorme corpo de evidências empíricas sobre F&A foi desenvolvido, dominado pela metodologia de estudos de evento. O autor afirma (pág 14) também que, embora não haja uma única estrutura de um estudo de eventos, existe um fluxo de análise que consiste em: identificar o evento de interesse e o período no qual os preços das ações serão examinados, chamado “janela de eventos” e então comparar os retornos esperados e efetivamente observados, calculando as diferenças entre eles para obtenção do retorno anormal

Mais adiante será exemplificada a utilização da metodologia sugerida, com sua aplicação nos dados coletados no mercado acionário brasileiro.

3.3. Resumo das pesquisas realizadas

FINKELSTEIN (2007, pag.61) reporta que em um levantamento realizado pela KPMG Internacional, referente aos 700 maiores acordos entre 1996 e 1998 (KPMG, 2000), foi verificado que 83% das operações de F&A's não aumentaram o valor para os acionistas, e que 53% delas, de fato, reduziram-no. FINKELSTEIN (2007) também faz alusão a um outro estudo, desta vez realizado pela consultoria A.T.Kearney, envolvendo 111 transações globais entre 1998 e 1999 e publicado por Habeck *et al.* em 2000, segundo o qual 58% das operações de F&A's falharam em atingir os objetivos financeiros comunicados quando da sua efetivação e apenas 17% das transações aumentaram o valor das ações.

MARKS E MIRVIS (1998) concluíram que pelo menos 75% das operações de F&A's terminaram em fracasso, falhando no aspecto de criação de valor para o acionista.

Em 2002, a consultoria Deloitte Touche Tohmatsu publicou resultados que revelam que nas transações mundiais de F&A's efetuadas nos últimos dez anos, 50% destruíram valor para o acionista e apenas 17% contribuíram para a criação de valor. Em 2003 artigo publicado por Selden e Colvin elevaram o índice de fracasso do ponto de vista da geração de valor para quase 80%.

Estudo publicado em 2011 por Selcuk e Yilmaz (2011) confirma a hipótese, mesmo que de forma pouco contundente, de que, no mercado Turco, considerando 62 companhias adquirentes em operações de F&A no período de 2003 a 2007, estas companhias foram negativamente afetadas pelas transações. O estudo utilizou as metodologias de estudo de evento e também de análise das demonstrações contábeis nos anos seguintes às operações.

No contexto brasileiro, alguns trabalhos analisaram a criação de valor e de sinergias operacionais em processos de F&A's. A seguir são elencados exemplos destes estudos.

Rocha, Iootty E Ferraz (2001), numa amostra de 120 operações de F&A's analisaram dados contábeis anuais referentes ao período de 1990 a 1997, constatando não haver diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro após a operação.

No mesmo ano, Matias E Pasin (2001), entretanto, analisaram dados contábeis de empresas envolvidas em 22 operações, e encontraram resultado diferente. No estudo concluíram que grande parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas, com consequente aumento de rentabilidade, comprovando a existência da sinergia esperada. O próprio Pasin (2002), analisando demonstrações contábeis anuais referentes a empresas participantes em 15 processos de F&A's, entre 1996 e 1999, confirmou este resultado.

Dois autores se destacam no cenário brasileiro com alguns estudos recentes a respeito da geração de valor para os acionistas em função de operações de F&A's no Brasil, são eles Marcos Antônio de Camargos e Francisco Vidal Barbosa.

Camargos e Barbosa (2005) realizaram estudo que avaliou a reação do mercado e a rentabilidade de ações de companhias adquirentes de capital aberto brasileiras que passaram por processos de fusão ou aquisição no âmbito do mercado da BOVESPA, entre julho de 1994 e julho de 2002, por meio da análise de retornos anormais em períodos próximos a cada anúncio. A metodologia utilizada foi a de Estudo de Evento. No tratamento estatístico foram utilizados os testes One-Way ANOVA e o Teste T para uma amostra (One-Sample Test). Concluiu-se que os processos de fusão ou aquisição estudados não causaram impactos significativos estatisticamente no preço das ações, apesar da tendência de queda da média dos retornos anormais após a divulgação do evento, e que esses processos não resultaram em ganhos reais, contrariamente à hipótese da maximização da riqueza dos acionistas.

Camargos e Barbosa (2005 -2), desta vez através de estudos das demonstrações contábeis, analisaram 22 operações de F&As, identificando uma piora na situação financeira das empresas analisadas, uma melhora na situação econômica após a combinação, e que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais.

Camargos e Barbosa (2007), em análise empírica da reação do mercado a 32 anúncios de processos de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001, pela metodologia de estudo de eventos. Os autores concluíram que tais processos não proporcionaram, de maneira geral, retornos anormais nos preços das ações, ou seja, não resultaram na criação de valor para os acionistas. Foram encontrados indícios, entretanto, de que o mercado reage de maneira positiva para as ações de empresas fusionadas.

Camargos e Barbosa (2009) analisaram dados trimestrais referentes a empresas envolvidas em 72 processos de F&As, ocorridos entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004, concluindo que as operações resultaram em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas, e, aparentemente, da riqueza dos acionistas. Foram, ainda, encontradas correlações significativas entre as variáveis de criação de valor.

Patrocínio, Kayo e Kimura (2006) realizaram um estudo de eventos, referente ao anúncio de operações de F&A, que tinha por objetivo geral analisar, no âmbito destas operações, se empresas com diferentes níveis de intangibilidade em seus ativos apresentam diferentes padrões de criação de valor. Como exemplos de ativos intangíveis podemos citar, entre outros: os ativos humanos (conhecimento, talento, experiência); os ativos de inovação (patentes, know-how tecnológico); os ativos estruturais (bancos de dados, sistemas de informação); e os ativos de relacionamento com públicos estratégicos (marcas, direitos autorais, contratos de licenciamento, contratos de franquias). Estes autores trabalharam com dados de empresas brasileiras de capital aberto, que se envolveram em processos de F&A entre 1994 e 2004. Concluíram que as fusões e aquisições que envolveram empresas intangível-intensivas apresentaram um potencial de retorno significativamente maior que as operações que envolveram empresas tangível-intensivas. Tais resultados sugerem que as operações de fusões e aquisições podem constituir importantes mecanismos de incorporação de ativos intangíveis para as empresas adquirentes.

As literaturas financeira e estratégica sugerem que a incorporação de ativos intangíveis tem sido um dos principais motivos para a realização de operações de fusões e aquisições nos últimos anos. Com efeito, os intangíveis são freqüentemente relacionados a oportunidades de crescimento que poderiam ser capturadas por meio da incorporação de empresas detentoras desses recursos. A criação de valor, como Chatterjee (1986) chama a atenção, é função da quantidade de recursos obtidos pela empresa e a disponibilidade de oportunidades para utilizar tais recursos.

Gomes, Aidar e Videira (2006) encontraram claros sinais de aumento de lucratividade para toda a indústria, mas com mais vigor nas participantes em operações de F&A's, numa amostra de 120 operações analisando dados contábeis de 1998 a 2004.

A seguir apresentamos um resumo dos estudos citados acima, classificados a partir da metodologia empregada e da existência de evidência de criação de valor:

		Existência de evidências de criação de valor	
		existência de retornos positivos	não existência de retornos positivos
Metodologia empregada	estudo de evento	Patrocínio, Kayo e Kimura (2006), para as empresas intangível-intensivas	Camargos e Barbosa (2005); Camargos e Barbosa (2007); Patrocínio, Kayo e Kimura (2006), para as empresas tangível-intensivas
	Análise de demonstrações contábeis	Matias e Pasin (2001); Camargos e Barbosa (2005-2); Camargos e Barbosa (2009); Gomes, Aida e Videira (2006)	Rocha, Ito e Ferraz (2001);

Figura 2. Quadro de classificação dos estudos em F&A's.
Fonte: Própria