

1 Introdução

Nas últimas décadas, a economia mundial vem assistindo a um movimento continuado de fusões e aquisições (F&A) de empresas, o que demonstra uma tendência crescente à concentração e centralização do capital. Embora no passado recente esses processos tenham sido mais acentuados nos Estados Unidos e na Europa, os chamados mercados emergentes, dentre os quais se destaca o Brasil, têm observado o crescimento do número de operações desse tipo, em virtude, principalmente, do processo de liberalização econômica e da consolidação democrática e social por que passaram.

De um modo geral, as empresas brasileiras vivenciaram, até 2007, momentos de alta liquidez, devido à abundância de crédito nacional e internacional. Todavia, desde o terceiro trimestre de 2008 até os dias atuais, passaram a enfrentar momentos de incerteza e escassez financeira com o advento da crise financeira mundial. Apesar disso, a economia brasileira tem conseguido passar por essa crise com uma performance diferenciada, apresentando perspectivas de crescimento quando o cenário mundial tende à recessão (PWC, 2010).

De acordo com dados de um estudo da KPMG, Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010 — 4º trimestre (2011), nos últimos anos, observou-se uma mudança no patamar de volume de negócios no Brasil, que passaram de uma média de 290 transações por ano entre 2000 e 2004 para 563 transações entre 2005 e 2010.

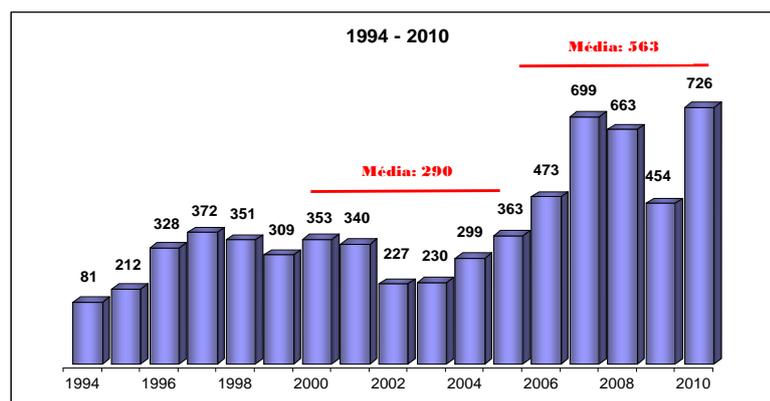


Figura 1 - Evolução da Quantidade de F&A até 2010
Fonte: KPMG, 2011.

De 2005 a 2010, foram realizadas um total de 3.378 transações de F&A no Brasil, sendo que 52% dessas transações foram operações transfronteiras, isto é, realizadas entre uma empresa brasileira e uma estrangeira. Isto se deve ao interesse das empresas estrangeiras por aquisições de empresas brasileiras no País. No ano de 2010, o país de origem das empresas estrangeiras que mais adquiriram companhias brasileiras no País eram os Estados Unidos — com 68 transações — seguidos por França e China, com 16 e 13 transações, respectivamente (KPMG, 2011).

Os cinco setores que mais se destacaram em 2010 foram Tecnologia da Informação; Alimentos, Bebidas & Fumo; Imobiliário; Energia; e Óleo & Gás, com 85; 42; 41; 35; e 34 transações, respectivamente. Outros setores relevantes foram Empresas Prestadoras de Serviços, com 31 operações, Instituições Financeiras, com 28, Telecomunicações & Mídia, com 28, e Açúcar & Alcool e Agências de Publicidade, ambas com 26 transações em cada segmento (KPMG, 2011).

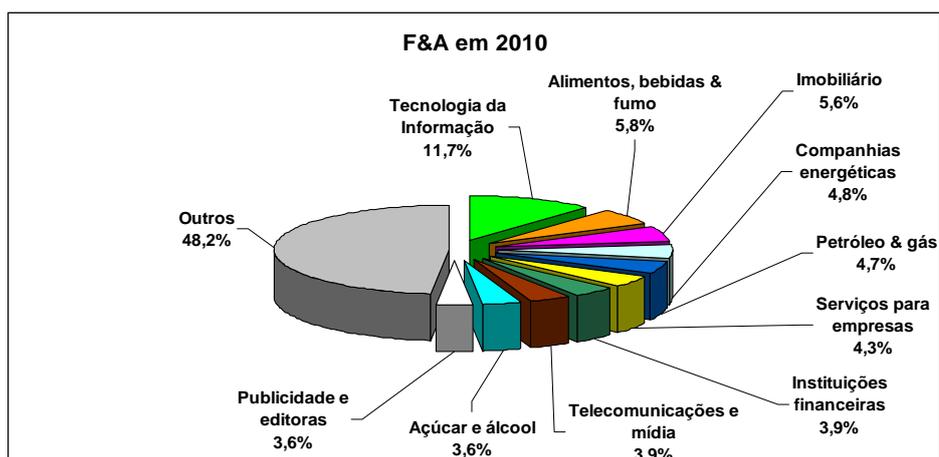


Figura 2 - Transações de F&A em 2010
Fonte: KPMG, 2011.

A PricewaterhouseCoopers — PWC, em seu estudo Fusões e Aquisições no Brasil (2010), observou que o valor anunciado¹ das transações concluídas em 2010² totalizou um montante de US\$ 63,6 bilhões e, portanto, uma média de US\$ 233,1 milhões por transação. Representando 41% do total das transações cujo valor foi divulgado, as transações de grande porte totalizam US\$ 25,9 bilhões, conforme tabela a seguir.

Empresa Compradora	Empresa Negociada	Valor (US\$)
Norsk Hydro	Albras / Alunorte (Vale S.A.)	4,9 bilhões
Vale S.A.	Fosfertil	4,0 bilhões
Vale S.A.	Bunge	3,8 bilhões
Vale S.A.	BSG Resources (Guinea) Ltd	2,5 bilhões
Embratel	Net	1,9 bilhão
Sumitomo	Mineração Usiminas	1,9 bilhão
Portugal Telecom	Oi	1,8 bilhão
CIC, GIC, ADIC, OTTP, J.C. Flower e RIT	BTG Pactual	1,8 bilhão
Gerdau	Gerdau Ameristeel	1,7 bilhão
Petros	Itaúsa	1,5 bilhão

Tabela 1 - Dez Maiores Transações de F&A de 2010
Fonte: PWC, 2010.

¹ De acordo com a PWC, das transações anunciadas em 2010, apenas 35% tiveram o valor do negócio divulgado.

² Não inclui acordos, *joint-ventures* e transações entre multinacionais (PWC, 2010).

1.1. Objetivo

Tendo em vista o panorama apresentado acerca do cenário atual das transações de F&A no Brasil, a representatividade do volume financeiro movimentado nessas operações e as justificativas apresentadas em muitas dessas operações, quais sejam, de que essas operações visam a geração de valor aos acionistas das empresas, o presente trabalho tem como objetivo analisar se as operações selecionadas resultaram, efetivamente, em maior eficiência para a empresa compradora e em maiores benefícios para seus acionistas.

Desse modo, o objetivo da pesquisa em tela é descobrir se as empresas que participaram de processos de fusão ou aquisição entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010 apresentaram sinergias operacionais e geraram valor para seus acionistas.

Esses benefícios para os acionistas podem ser mensurados, por exemplo, através da diferença existente entre o valor de mercado das ações da empresa e o seu valor patrimonial. Já para saber se a empresa compradora ficou mais eficiente após a união, podem ser observados indicadores como a margem EBIT, isto é, o lucro operacional dividido pela receita líquida da empresa, e a geração bruta de caixa, que representa o potencial de geração de caixa proveniente dos ativos operacionais.

1.2. Problema

Este estudo propõe-se a responder ao seguinte problema de pesquisa: as fusões e aquisições de empresas brasileiras ocorridas entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010 resultaram em sinergias operacionais e criação de valor para os seus acionistas?

Para analisar o resultado das fusões e aquisições, serão considerados dois indicadores de criação de valor para o acionista: valor de mercado das ações dividido pelo valor patrimonial da empresa e o valor da empresa (*firm value*) sobre os ativos totais da empresa. Este último é um indicador que representa o capital dos sócios, o capital de terceiros e o capital decorrente das atividades da empresa em relação aos investimentos nela realizados (SILVEIRA, 2004 *apud* CAMARGOS e BARBOSA, 2009).

Para a análise do resultado das fusões e aquisições do ponto de vista operacional, serão consideradas quatro indicadores: margem EBIT; geração bruta de caixa; margem líquida (lucro líquido dividido pela receita líquida); e crescimento da receita operacional líquida.

1.4. Relevância

As operações de F&A são inerentes à concorrência capitalista, sendo uma das atividades empresariais mais impactantes para a sociedade (funcionários, consumidores, fornecedores etc.), cujas consequências e desdobramentos empíricos ainda não estão totalmente explicados no meio acadêmico (CAMARGOS e BARBOSA, 2009).

Para Jensen e Ruback (1983), as fusões e aquisições criam valor econômico para os acionistas, já que permitem a utilização de recursos específicos a que, de outro modo, a empresa não teria acesso. Chatterjee (1986) afirma que as fusões e aquisições apenas resultam em criação de valor para os acionistas quando as empresas conseguem duplicar as sinergias e o fluxo de caixa resultante na empresa combinada. Em uma pesquisa mais recente, em 2002, Capron e Pistre observaram que as empresas adquirentes não obtinham retornos anormais ao simplesmente incorporar os recursos das empresas adquiridas, apenas ao transferirem seus próprios recursos para as empresas compradas. Em 2009, Camargos e Barbosa constataram que operações de F&A no Brasil proporcionam sinergias operacionais para as empresas e levam à maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas.

Para Koller, Goedhart e Wessels (2005), uma F&A pode ser benéfica para os acionistas, mas prejudicial aos consumidores se ela criar uma posição monopolística e preços mais altos. Alternativamente, melhorias reais em eficiência podem levar a uma maior relação custo-benefício dos produtos. A economia como um todo será mais vibrante, oferecendo mais oportunidades e criando mais empregos se os recursos forem continuamente direcionados ao seu melhor uso. Como os autores destacam, essas melhorias, por outro lado, são um pequeno consolo para os trabalhadores que perdem seus empregos quando, após a união, são eliminadas as posições redundantes e os excessos de cargos.

Baseados em forte evidência empírica, Koller *et al* (2005) argumentam que poucos questionam que a aquisição típica cria valor para os acionistas da empresa adquirida, dado que estes recebem, em média, um prêmio de 30% sobre o valor de mercado de suas ações antes do anúncio da operação ao mercado. Já para as empresas compradoras, os referidos autores afirmam que a evidência de criação de valor é menos conclusiva. Segundo eles, estudos empíricos que examinaram a reação do mercado de capitais ao anúncio de F&A demonstraram que o valor médio ponderado do preço da ação da empresa compradora diminui entre 1% e 3% após o anúncio da operação. Apesar de estes percentuais parecerem pouco, essa queda na cotação representa US\$ 218 bilhões em valor perdido para as companhias que realizaram operações de F&A nos Estados Unidos entre 1980 e 2001.

Já Michael Jensen (*apud* ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002) afirma que tanto a análise econômica quanto as evidências empíricas indicam que as diversas formas de fusões e aquisições estão desempenhando um papel importante, ajudando a economia a ajustar-se a mudanças significativas em termos de concorrência nas últimas décadas. Para Jensen, a competição entre equipes administrativas e estruturas organizacionais alternativas pelo controle dos ativos de empresas tem permitido que recursos econômicos substanciais sejam transferidos rapidamente às aplicações geradoras de maior valor. Com isso, têm sido produzidos benefícios substanciais para toda a economia, bem como para os acionistas das empresas.

Nesse contexto, o presente estudo contribui para aumentar a compreensão acerca de um tema controverso e relevante para a área acadêmica, além de auxiliar na identificação, através de evidências empíricas, de alguns dos resultados gerados pela adoção dessa estratégia empresarial no Brasil nos últimos anos.

1.4. Delimitações do estudo

Foram analisadas somente operações de F&A que envolveram companhias não financeiras de capital aberto no mercado de capitais brasileiro no período compreendido entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010. Para serem consideradas nesse estudo, as transações devem ter envolvido um valor minimamente relevante — pelo menos R\$ 5 milhões. Além disso, as empresas envolvidas devem ter efetuado apenas uma operação no período de 24 meses e ter seus dados econômico-financeiros e de mercado na época da operação divulgados ao público. No caso de alguma das empresas envolvidas ter participado de mais de uma operação de F&A no período indicado, foi escolhida a operação mais relevante em termos econômicos.

É importante observar que os aspectos econômico-financeiros resultantes de uma operação desse porte são apenas uma parte das motivações que levam duas companhias a se unirem — que podem ser também de cunho estratégico, pela complementaridade dos produtos ou serviços oferecidos, pela entrada em mercados ainda não explorados pela companhia compradora, ou pela transferência de tecnologia, por exemplo. No entanto, quaisquer que sejam os motivos identificados para a realização de uma fusão ou aquisição, a motivação primordial que deve ser sempre observada é a criação de valor para os acionistas das companhias envolvidas.

Nesse sentido, a pesquisa focou nos indicadores de valor de mercado e nos indicadores operacionais das empresas, e em como estes indicadores evoluíram após a realização da F&A. Para a análise, foi comparado o desempenho das empresas envolvidas antes e após a data do anúncio ao mercado da operação de F&A.

As partes principais envolvidas em uma transação de fusão e aquisição geralmente são duas: a empresa compradora e a empresa adquirida. Apesar de reconhecer que há outros interessados relevantes quando duas empresas fazem um movimento de F&A (fornecedores, credores, clientes, empregados, a comunidade, o governo etc.), a pesquisa em tela focará exclusivamente nas consequências advindas da operação para os acionistas da empresa compradora e da empresa adquirida.

1.5. Estrutura da dissertação

Esta dissertação é dividida em cinco capítulos. No primeiro capítulo, são apresentados o contexto do tema pesquisado, a definição do problema, o objetivo do estudo, sua relevância e suas delimitações.

No segundo capítulo, apresenta-se o referencial teórico do estudo, o qual inclui os resultados da revisão bibliográfica, as definições e conceitos centrais acerca do tema, assim como o estado da arte das pesquisas sobre o tema, tanto no Brasil como no exterior.

No terceiro capítulo, é apresentada a metodologia utilizada na pesquisa: o tipo de pesquisa adotado, a coleta e tratamento dos dados, bem como a operacionalização das variáveis analisadas e o tratamento estatístico dos resultados encontrados.

O quarto capítulo apresenta e interpreta os resultados obtidos à luz do referencial teórico descrito no segundo capítulo.

Por fim, o quinto capítulo conclui o estudo, fornecendo recomendações para futuras pesquisas nesta área.