

2 Referencial teórico

2.1. Fusões e aquisições

Em geral, o crescimento de uma empresa ocorre por meio da expansão interna, a qual acontece quando divisões existentes de uma empresa crescem mediante atividades normais de investimento de capital. No entanto, os exemplos mais radicais de crescimento e, em geral, os maiores aumentos nas cotações das ações das empresas resultam de operações de fusões e aquisições (BRIGHAM, GAPENSKI, EHRHARDT, 2008).

Segundo Camargos e Barbosa (2003), as origens da atividade de fusões e aquisições remontam ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes.

Como a maioria das decisões de investimento realizadas por uma empresa nos tempos atuais, a aquisição de outra empresa é efetuada em condições de incerteza, em que, teoricamente, aplica-se o princípio básico de avaliação: uma empresa deve ser adquirida se gera valor presente líquido positivo para os acionistas da empresa compradora (ROSS *et al*, 2002).

As aquisições representam um instrumento importante de controle para os acionistas, uma vez que a aquisição por uma outra empresa pode ser um modo pelo qual os acionistas conseguem afastar os administradores com os quais estão insatisfeitos. As aquisições poderiam ser, assim, consequência de conflitos de agência, isto é, conflitos subjacentes entre os interesses dos administradores existentes e os dos acionistas, que serão melhor explicados na seção 2.3 (ROSS *et al*, 2002).

De acordo com Berk e DeMarzo (2009), o mercado global de aquisições é extremamente ativo, com uma média de mais de US\$ 1 trilhão por ano envolvido nas transações. Ademais, este mercado caracteriza-se por "ondas de fusão" — picos de alta atividade seguidos por vales de calma, com poucas transações.

Brigham *et al* (2008) explicam que houve cinco grandes "ondas de fusão" nos Estados Unidos. Para Camargos e Barbosa (2003), essas ondas desempenharam um papel relevante, em âmbito mundial, na concentração de capitais, na reestruturação patrimonial e na consolidação de setores econômicos.

A primeira foi no final de 1800, quando as consolidações aconteceram nos setores de petróleo, aço, tabaco e algumas outras indústrias básicas. A segunda, na década de 1920, foi quando o mercado de ações auxiliou os promotores financeiros a consolidar empresas em um grande número de setores, incluindo serviços públicos, comunicações e automóveis. A terceira onda foi nos anos 1960, quando as fusões conglomeradas eram moda. A quarta, por sua vez, ocorreu nos anos 1980, quando as empresas começaram a usar títulos de alto risco (*junk bonds*) para financiar todos os tipos de aquisições. Por fim, a quinta, que envolve alianças estratégicas designadas para capacitar as empresas a competir melhor na economia global, está atualmente em progresso (Brigham *et al*, 2008).

Como justificativa dessa inconstância do movimento das fusões e aquisições, Nelson (1968) aponta o fato de tais processos ocorrerem principalmente em períodos de alta atividade econômica, estando assim diretamente relacionados a altas nos mercados de capitais. Segundo o autor, o estímulo e a busca por associações empresariais acontecem em períodos de baixa nesses mercados, no entanto, a concretização do pagamento acontece em períodos de alta. Desse modo, as decisões seriam baseadas em estratégias de longo prazo, mas o fechamento da negociação seria definido pelas condições financeiras de curto prazo.

Para fins do trabalho ora apresentado, serão consideradas operações de fusão e aquisição indistintamente, como formas similares de combinar duas empresas distintas em uma outra resultante. No entanto, para um melhor entendimento conceitual sobre o tema, faz-se necessário distinguir os termos fusão, aquisição e, ainda, consolidação.

A Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 227, define aquisição a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. Em seu artigo 228, o termo fusão é definido como a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

Ross *et al* (2002) conceituam fusão como a absorção de uma empresa por outra. Para os autores, a empresa que procede à absorção conserva seu nome e sua identidade, e adquire todos os ativos e passivos da empresa absorvida. Após uma fusão, a empresa absorvida deixa de existir como entidade separada.

Aquisição é a compra das ações com direito a voto dessa empresa, com pagamento em dinheiro, ações ou outros títulos. Isso pode começar por uma oferta privada pela administração de uma empresa à outra. A certa altura, a oferta é comunicada aos acionistas da empresa vendedora, geralmente através de uma oferta pública de ações (ROSS *et al*, 2002).

Uma consolidação, por sua vez, é igual a uma fusão, exceto pelo fato de que se cria uma empresa inteiramente nova. Em uma consolidação, as duas empresas envolvidas deixam de existir juridicamente e se tornam parte da nova empresa. Assim, a distinção entre a empresa que é absorvida ou que absorve a outra não é importante, apesar de as regras correspondentes a fusões e consolidações serem basicamente as mesmas (ROSS *et al*, 2002).

De acordo com Brigham *et al* (2008), as F&A podem ser classificadas em quatro tipos distintos: (i) horizontal; (ii) vertical; (iii) congênere; e (iv) conglomerada. Uma fusão horizontal ocorre quando uma empresa se combina com outra de sua mesma linha de negócios — uma fusão entre bancos, por exemplo. Uma fusão vertical pode ser, como exemplo, quando um produtor de aço adquire um de seus fornecedores, tal como uma empresa de mineração de ferro ou carvão, ou a aquisição por um produtor de petróleo de uma empresa petroquímica que usa o petróleo como matéria-prima. Como "congênere" significa "aliada em natureza ou ação", uma fusão congênere envolve empresas que estão no mesmo setor, mas não atuam na mesma linha de negócios, nem como fornecedoras, nem como clientes. Por fim, uma fusão conglomerada ocorre quando empresas não relacionadas se unem.

Para os autores, as sinergias operacionais (assim como os efeitos anticompetitivos) advindos das fusões são dependentes do tipo de operação realizada. Fusões e aquisições verticais e horizontais geralmente oferecem os maiores benefícios sinérgicos operacionais, mas também há maior probabilidade de serem atacadas pelos órgãos de justiça como anticompetitivas.

2.2. Motivações para fusões e aquisições

Para Camargos e Barbosa (2003), os processos de fusões e aquisições constituem uma maneira rápida de uma empresa crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento ou até mesmo de alguns participantes lucrarem às expensas de outros.

Bruner (2004) discorre sobre as possíveis explicações acerca do contexto em que as operações de F&A acontecem, sendo possíveis explicações para o acontecimento das "ondas de fusão". O autor ressalta, entretanto, que essas explicações devem ser analisadas com cautela, uma vez que podem não ser mutuamente excludentes e que necessitam de mais evidências empíricas.

1. **Orgulho.** A primeira explicação é um fator psicológico. Roll (1986 *apud* BRUNER, 2004) sugere que, como os retornos negativos resultantes de operações de F&A frequentemente são negativos, apenas uma crença irracional da administração da empresa de que seus resultados serão diferentes dos demais a leva a acreditar que a fusão pode ser bem sucedida. Para Bruner (2004), o orgulho dos administradores pode ser apontado como uma das principais causas de fracasso dos negócios. No entanto, ele pondera que, se esta fosse a explicação dominante para a atividade de F&A, ainda seria necessário explicar o aparecimento das "ondas de fusão" e a segregação dessa atividade em alguns setores da economia.
2. **Comportamento de Massa.** A segunda explicação, também na linha comportamental, diz respeito ao "frenesi" que pode acometer uma administração quando ela identifica que seus competidores estão se movimentando e adquirindo outras empresas. Toxvaerd (2002 *apud* BRUNER, 2004) identifica as "ondas de fusão" como o resultado da tentativa pelos administradores de melhorar as posições estratégicas de suas empresas através da competição com seus concorrentes pelos alvos escassos.

- 3. Superavaliação das Ações e Assimetria da Informação.** Como os administradores das empresas têm um maior conhecimento sobre a situação econômico-financeira de sua firma do que o mercado, eles podem avaliar mais acuradamente o seu valor justo. Assim, quando identificam que o mercado está superavaliando as ações da empresa, administradores racionais podem querer aumentar a riqueza dos acionistas atuais através da venda das ações da empresa (SHLEIFER e VISHNY, 2001 e RHODES-KROPP e VISWANATHAN, 2003 *apud* BRUNER, 2004).
- 4. Custos de Agência e Correção de Problemas de Governança.** Custos de agência são ineficiências provenientes de conflitos entre os interesses dos administradores das empresas e seus acionistas. Esses custos se acumulam com o fracasso dos administradores em dirigir a firma em consonância com os interesses dos acionistas e se manifestam através da desvalorização das ações da empresa. A aquisição da empresa por outra com uma administração mais competente e alinhada com os interesses dos acionistas traz lucros na forma de dividendos e ganhos de capital (BRUNER, 2004).
- 5. Monopólio e Posição Competitiva.** Há uma vasta literatura no campo da Economia e Administração que estuda as relações entre retornos, de um lado, e o tamanho da empresa ou seu poder de mercado, de outro. A literatura sugere que a criação de monopólios e oligopólios permite às empresas extrair margens excessivas de seus clientes. Apesar da atuante política antitruste que limita esse tipo de operação, ainda há empresas que encontram espaço para explorar determinadas ineficiências de mercado (BRUNER, 2004).
- 6. Choques da Indústria.** Gort (1969 *apud* BRUNER, 2004) sugere que choques da indústria (como mudanças inesperadas na demanda, mudanças de tecnologia, movimentos no mercado de capitais e mudanças em barreiras de entrada em geral) podem deflagrar uma onda de aquisições quando se torna mais barato comprar do que fazer por conta própria.

2.3. Criação de valor e sinergias

Tendo os motivos listados no item anterior como pano de fundo, a principal motivação alegada pelas empresas para as fusões e aquisições que realizam é simplesmente aumentar o valor da empresa combinada, através da captura de sinergias.

Para Camargos e Barbosa (2005), a criação de valor para os acionistas nos processos de fusões e aquisições é um tema recorrente, embora ainda permeado por embates de pesquisadores que defendem ou encontraram evidências empíricas de sua existência contra os que a contestam, como será melhor detalhado nas seções 2.5 e 2.6 desta dissertação. Os autores afirmam ainda que os motivos para as fusões e aquisições encontram suporte teórico na Teoria da Firma e no desenvolvimento desta, a Teoria da Agência.

Segundo Jensen e Meckling (1976), o pressuposto básico subjacente à Teoria da Agência é o de que as sociedades por ações têm como objetivo maximizar a riqueza dos acionistas. Para tanto, são firmados contratos entre um agente (administradores) e um principal (acionistas) que estão associados à delegação de poder.

Para os referidos autores, é quase impossível assegurar que o agente tome a decisão ótima do ponto de vista do principal, o que leva ao surgimento de um custo, uma perda residual. Essa perda é inevitável e faz com que o principal consiga o maior lucro possível, mas não o lucro máximo. Os autores afirmam que os custos de agência resultam da soma dos seguintes custos: custo de monitoração do principal, custo de demonstração do agente e custo residual.

Nesse contexto, Camargos e Barbosa (2005) destacam que a criação de valor para acionistas tem exigido o aperfeiçoamento dos mecanismos de controle e monitoração dos acionistas sobre os administradores de suas empresas. Assim, cabe à governança corporativa implementada pelas empresas induzir nos administradores um comportamento maximizador dos lucros e das riquezas dos acionistas.

De acordo com esses autores, o escopo da governança corporativa são as questões relacionadas aos interesses conflitantes e à divisão do poder entre os diferentes *stakeholders* e a monitoração das atividades da administração através

de colegiados como o Conselho de Administração e Fiscais, além de auditorias independentes, para preservar a ética e a transparência nas decisões da empresa.

Segundo Shelton (1988), um dos aspectos predominantes nos processos de F&A é a expectativa de que algum valor será criado, uma vez que se pressupõe que a firma adquirida contribuirá estratégica ou financeiramente com a empresa compradora, em função das sinergias entre ambas.

Damodaran (2007) explica que sinergia é o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades às quais essas empresas não teriam acesso se atuassem de forma independente. Para Ross *et al* (2002), a sinergia produzida pela operação de F&A é a diferença entre o valor da empresa combinada e a soma dos valores das duas empresas como entidades independentes.

As sinergias podem ser classificadas em dois grupos. As sinergias operacionais afetam as operações da empresa resultante da fusão ou aquisição e incluem economias de escala, aumento de poder de precificação e maior potencial de crescimento. As sinergias financeiras, por sua vez, incluem benefícios fiscais, diversificação, maior capacidade de endividamento e usos para excesso de caixa. Às vezes, resultam em fluxos de caixa mais elevados; outras vezes, tomam a forma de taxas de desconto mais baixas (DAMODARAN, 2007).

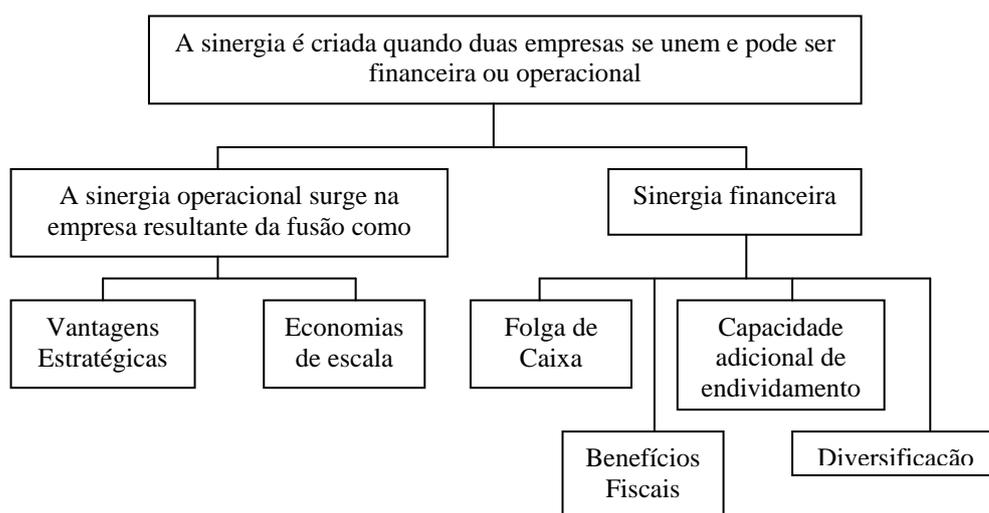


Figura 3 - Sinergia e valor
Fonte: Damodaran, 2007.

2.3.1. Sinergias operacionais

Para Damodaran (2007), sinergias operacionais são aquelas que permitem às empresas aumentar o seu lucro operacional a partir de ativos existentes, aumento do crescimento ou ambos, e podem ser classificadas em quatro tipos:

1. Economias de Escala que possam advir da união, permitindo à empresa resultante tornar-se mais eficiente e lucrativa, através do aumento das receitas e/ou redução de custos.

- **Aumento de Receitas**

Um motivo importante da realização de aquisições é a possibilidade de que a empresa combinada gere mais receitas do que as duas empresas separadas. Dentre outros, o aumento de receitas pode resultar dos ganhos de marketing e de benefícios estratégicos, como explicados a seguir (ROSS *et al*, 2002).

Ganhos de Marketing. Para Ross *et al* (2002), ganhos deste tipo podem ser obtidos através do uso de *marketing* mais eficiente, nas seguintes áreas: (i) esforços de programação de meios de comunicação e propaganda anteriormente ineficazes; (ii) rede de distribuição fraca; e (iii) linha de produtos desequilibrada.

Benefícios Estratégicos. Algumas aquisições oferecem vantagens estratégicas, como uma oportunidade de tirar proveito do ambiente competitivo no caso de surgirem determinadas situações. Um benefício estratégico se assemelharia mais a uma opção do que uma oportunidade convencional de investimento. Ross *et al* (2002) exemplifica com o caso de uma empresa fabricante de máquinas de costura que compra uma companhia fabricante de computadores. Nesse caso, a empresa estará bem posicionada se algum progresso tecnológico permitir a produção de máquinas de costura operadas por computador no futuro.

- **Redução de Custos**

Um dos motivos mais singelos, segundo Ross *et al* (2002), para uma fusão é a possibilidade de que a empresa combinada opere mais eficientemente do que duas empresas de forma independente. Se o custo médio de produção cair à medida que o nível de produção aumenta, diz-se que estão sendo obtidas economias de escala. Além disso, há a diluição de gastos gerais, através do uso compartilhado de recursos centrais, tais como o escritório central da empresa, a alta administração e um computador de grande porte.

As economias de operação também podem ser obtidas em combinações verticais. Ross *et al* (2002) afirma que a principal finalidade de aquisições verticais é facilitar a coordenação de atividades operacionais correlatas. Berk e DeMarzo (2009) explicam que, ao colocar duas empresas sob um controle central, a gerência pode garantir que ambas as empresas trabalhem rumo a uma meta em comum.

Além disso, algumas aquisições ocorrem devido a mudanças de tecnologia ou de condições de mercado que exigem uma reestruturação da empresa caso os administradores atuais não percebam a mudança, com dificuldades para abandonar estratégias que desenvolveram durante anos (JENSEN e RUBACK, 1986).

2. Maior poder de precificação decorrente da redução da concorrência e da maior fatia de mercado, que deve resultar em aumento de margens e de lucro operacional.

3. Junção de diferentes forças funcionais, como seria o caso em que uma empresa com forte competência em *marketing* adquira outra com uma boa linha de produto.

4. Maior crescimento em mercados novos ou existentes, como no caso em que uma empresa de consumo nos Estados Unidos adquira outra em um mercado emergente, com uma rede de distribuição estabelecida e reconhecimento de marca, e usa esses pontos fortes para aumentar a venda dos produtos de ambas as empresas.

2.3.2. Sinergias financeiras

Damodaran (2007), no caso das sinergias financeiras, a compensação pode tomar a forma de fluxos de caixa mais altos, um custo de capital mais baixo (taxa de desconto) ou ambos. De acordo com o autor, as sinergias financeiras incluem, ainda:

1. Folga de caixa. A fusão entre uma empresa com excesso de caixa e outra com projetos de alto retorno e limitação de caixa pode gerar uma compensação em termos de maior valor para a empresa resultante.

Uma empresa com caixa excedente, além de comprar títulos de renda fixa, dispõe de várias alternativas para utilizar o dinheiro, como pagar dividendos,

recomprar ações de sua própria emissão e comprar ações de outras empresas. Ross *et al* (2002) explicam que um dividendo extraordinário aumentará o imposto de renda pago pelos investidores. Estes investidores pagariam imposto menor em caso de recompra de ações, no entanto, esta não é uma opção legalmente aceita quando sua única finalidade é evitar o pagamento de impostos que deveriam ser pagos pelos acionistas.

Assim, uma opção viável é comprar ações de outra empresa, o que faz com que dois objetivos sejam alcançados. Primeiro, os acionistas da empresa evitam o pagamento de impostos sobre dividendos que teriam sido recebidos. Além disso, a empresa paga impostos muito limitados sobre os dividendos recebidos das ações da empresa adquirida, pois 70% dos dividendos recebidos de empresas adquiridas são excluídos do cálculo (ROSS *et al*, 2002).

De acordo com Benston (1980), as fusões e aquisições como alternativas à distribuição de dividendos e à recompra de ações estão baseadas nas seguintes premissas: (i) o valor da firma é independente de seu dividendo; (ii) os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato; e (iii) os dividendos recebidos serão reinvestidos na firma ou em outra firma que esteja na mesma faixa de risco.

2. A capacidade de endividamento pode aumentar porque, quando duas empresas se unem, os seus lucros e fluxos de caixa podem se tornar mais estáveis e previsíveis. Isso, por sua vez, permite que essas empresas tomem mais empréstimo do que poderiam individualmente, o que cria um benefício fiscal para a empresa resultante, sob a forma de um custo de capital mais baixo.

Nesse âmbito, Berk e DeMarzo (2009) ressaltam que, para que os maiores benefícios fiscais e a redução nos custos de falência justifiquem uma fusão, os ganhos têm que ser suficientemente altos para contrabalançar quaisquer desvantagens de se administrar uma empresa de grande porte.

3. Benefícios fiscais. Uma empresa lucrativa que adquira outra com prejuízos acumulados pode utilizar esses prejuízos para reduzir sua carga tributária. Alternativamente, uma empresa capaz de aumentar os seus custos de depreciação após uma aquisição economizará impostos e aumentará o seu valor.

4. Diversificação é a fonte mais controversa de sinergia financeira. Em geral, com relação às empresas de capital aberto, os investidores podem diversificar a um custo mais baixo e com mais facilidade no mercado acionário do que pode a empresa. Por outro lado, nos negócios privados ou de capital fechado, pode haver benefícios potenciais decorrentes da diversificação.

Ross *et al* (2002) apontam duas circunstâncias em que a diversificação pode gerar ganhos à empresa compradora: (i) a diversificação reduz a variabilidade não sistemática (aquela que é específica da empresa) a custos menores do que os incorridos pelos investidores quando promovem ajustes em suas carteiras pessoais, o que é pouco provável; e (ii) a diversificação reduz o risco e, portanto, aumenta a capacidade de endividamento. Esta última possibilidade foi mencionada anteriormente no item 2 desta seção.

2.4.

Mensuração dos resultados das fusões e aquisições

Bruner (2004) discorre sobre as formas mais utilizadas pelo meio acadêmico para mensurar os resultados das operações de F&A. De acordo com o autor, o retorno das fusões e aquisições aos investidores pode ser medido através de três tipos de testes, em um raciocínio análogo ao das hipóteses de eficiência do mercado:

1. Forma fraca — esse teste compara se o preço da ação da empresa compradora estava maior após o anúncio da operação do que antes. Este é um teste fraco, pois falha em controlar outros fatores que podem ter influenciado uma mudança de preço mas que não tenham relação com a operação.

2. Forma semiforte — a introdução de uma referência, como o retorno de um índice de mercado ou o retorno de uma amostra de empresas comparáveis que não participaram de operações de fusões e aquisições, fortalece a análise. Este teste é mais forte porque controla a possibilidade de que os retornos observados tenham sido consequência, na verdade, de fatores na indústria ou na economia como um todo, e não devido à F&A. Entretanto, esse tipo de teste é classificado apenas como semiforte porque as referências são imperfeitos.

3. Forma forte — esse teste procura identificar se os acionistas estão em uma situação melhor tendo ocorrido a F&A do que estariam se a operação não

tivesse ocorrido. O problema deste teste é que seus resultados não são observáveis.

Bruner (2004) lista ainda quatro tipos de pesquisas que têm oferecido resultados relevantes acerca dos retornos das operações de F&A, listados a seguir.

1. Estudo de Eventos: examinam os retornos anormais dos acionistas no período do anúncio da transação. O retorno de um dia é a variação no preço da ação e qualquer dividendo pago divididos pelo preço de fechamento da ação do dia anterior. O retorno anormal é simplesmente este retorno menos uma referência do retorno esperado pelos investidores — em geral, essa referência é o custo de capital próprio dos acionistas ou um índice de mercado. Esses estudos são considerados prospectivos, na assunção de que o preço das ações refletem o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados pelos acionistas.

2. Estudos Contábeis: examinam as demonstrações financeiras das empresas compradoras antes e depois das aquisições, visando saber como a performance econômico-financeira se modificou. O foco desses estudos recai sobre itens como lucro líquido, retorno sobre patrimônio ou ativos, lucro por ação, alavancagem e liquidez da empresa.

3. Pesquisa de Executivos: se trata de simplesmente perguntar aos administradores sua opinião acerca da criação de valor gerada por uma aquisição. Com um questionário padronizado e uma amostra de executivos, pode-se agregar os resultados para encontrar generalizações.

4. Estudos de Caso: esses estudos focam em uma transação ou em uma amostra pequena com grande profundidade, geralmente derivando percepções de entrevistas em campo com executivos e observadores experientes. É uma pesquisa indutiva. Ao entrar nos detalhes e no contexto de uma operação, os pesquisadores muitas vezes conseguem induzir novas percepções.

2.5.

Evidências empíricas sobre fusões e aquisições no mundo

Kloeckner (1994) ressalta que a atividade de fusões e aquisições é um arcabouço teórico em construção, que ainda não está totalmente assimilado e sedimentado em uma teoria que lhe sirva de suporte, necessitando de estudos teóricos e empíricos. Nesse contexto, esta seção apresentará alguns dos estudos empíricos publicado em âmbito internacional, enquanto que a próxima seção apresentará evidências empíricas de estudos focados no Brasil.

Assim sendo, uma pesquisa muito citada no tocante a ganhos gerados por fusões e aquisições é a de Jensen e Ruback (1983). Os autores constataram que há criação de valor para os acionistas a partir da oportunidade de utilização de recursos específicos, que só poderiam ser obtidos por meio da operação.

Chatterjee (1986) encontrou evidências, em sua pesquisa, de que a apropriação de recursos relacionados a sinergias financeiras tende a criar mais valor do que a apropriação de recursos relacionados a sinergias operacionais. No entanto, Andrade, Mitchell e Stafford (2001) constataram que as margens operacionais tanto das empresas adquiridas como das compradoras melhoraram aproximadamente 1% após a fusão.

Os efeitos das fusões e aquisições a longo prazo foram estudados por Loughran e Vijh (1997), que encontraram relação entre os retornos pós-aquisição e o modo de aquisição e forma de pagamento: durante um período de cinco anos após a operação, empresas que realizaram fusões com pagamento em ações tiveram um retorno negativo de -25%, enquanto empresas que pagaram por aquisições em dinheiro obtiveram um retorno positivo de 61,7%.

Capron e Pistre (2002), combinando um estudo de eventos com uma pesquisa de transferência de recursos pós-aquisição em uma amostra de 101 aquisições horizontais, concluíram que as empresas compradoras não obtinham retornos anormais quando apenas recebiam recursos das empresas adquiridas, mas sim quando transferiam seus próprios recursos para estas últimas.

Camargos e Barbosa (2003), a partir de pesquisas na literatura econômico-financeira internacional, encontraram evidências que sugerem que: as fusões e aquisições ocorrem visando tanto à maximização da riqueza dos acionistas quanto à maximização da utilidade gerencial; pode existir ou não sinergia nessas operações; a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações por parte dos investidores gera retornos anormais positivos; firmas de maior porte recebem a maior parte dos ganhos; e investidores conseguem obter retornos iguais ou superiores aos de empresas combinadas (diversificadas) em investimentos na proporção adequada de ações de diferentes firmas.

Por fim, sintetizando os resultados empíricos sobre a atividade de F&A encontrados por Jensen e Ruback (1983); Asquith (1983); Lang, Stulz e Walking (1989); Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992); e Graham, Lemmon e Wolf (2002), Camargos e Barbosa (2009) enumeraram algumas conclusões: (i) os acionistas de empresas adquiridas obtêm ganhos substanciais a curto prazo, quando a operação é bem-sucedida, sendo os ganhos aparentemente maiores em aquisições do que em fusões; (ii) os acionistas das empresas adquirentes ganham pouco com as aquisições de controle, 4% em média; (iii) a taxa de retorno para acionistas de empresas que são alvo de operações malsucedidas de fusão é negativa; e (iv) a rentabilidade média geral para os acionistas em aquisições e em fusões malsucedidas é igual. Assim, os autores constataram que os processos de fusões e aquisições nos estudos acadêmicos são, portanto, inconclusivos.

2.6.

Evidências empíricas sobre fusões e aquisições no Brasil

No cenário brasileiro, são encontrados ainda poucos trabalhos analisando a criação de valor e de sinergias em operações de fusões e aquisições. Rocha, Iooty e Ferraz (2001), analisando dados contábeis anuais de uma amostra de 120 operações no período compreendido entre 1990 e 1997, concluíram que não houve diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro das empresas após a F&A.

Por outro lado, Matias e Pasin (2001), ao analisarem dados contábeis anuais de 22 operações de F&A ocorridas entre 1995 e 1997, constataram que a maior parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas e, conseqüentemente, aumento na rentabilidade, comprovando a captura de sinergias.

De acordo com Pasin (2002), os ganhos decorrentes de sinergias e da melhoria da gestão em operações de fusões e aquisições contribuíram para a redução de despesas das empresas e a maior necessidade de capital de giro contribuiu para a maior necessidade de capital de terceiros ou próprios.

Camargos e Barbosa (2005) fizeram uma análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em empresas brasileiras que passaram por processos de fusão ou aquisição entre 1995 e 1999, utilizando o arcabouço teórico da Análise Fundamentalista. Nesta análise, os autores identificaram uma piora na situação financeira das empresas analisadas após a combinação, uma melhora na situação econômica e que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais.

Outra pesquisa de Camargos e Barbosa (2005) 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 1992, por meio da análise de retornos anormais em períodos próximos a cada anúncio. Neste estudo, os autores concluíram 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.

Já Gomes, Aidar e Videira (2006), ao analisarem 120 operações de fusões e aquisições ocorridas entre 1998 e 2004 na siderurgia brasileira e mundial constataram que existem claros sinais de aumento de lucratividade para todo o setor, mas com resultados melhores para a empresa que mais se empenha no processo de fusões e aquisições.

Camargos e Barbosa (2007) também analisaram o retorno anormal de ações quando da divulgação de processos de fusões e aquisições, analisando 32 processos ocorridos entre 1994 e 2001 no mercado de capitais brasileiro através da metodologia de estudos de evento. Os autores constataram que tais processos não proporcionaram, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas, ou seja, não resultaram na criação de valor para estes. Ademais, constataram que o mercado se comportou de maneira eficiente, no que se refere à forma semiforte, além de terem sido encontrados indícios de que o mercado reage de maneira negativa na precificação das ações de empresas compradoras e adquiridas e de maneira positiva para as ações de empresas fusionadas.

Oliveira, Forte e Aragão (2007) procuraram identificar os resultados da aquisição a partir da percepção dos gestores. Entendendo por resultado qualquer efeito tangível ou intangível no ambiente organizacional e no posicionamento da empresa frente ao mercado, os autores concluíram que a operação analisada gerou vantagem competitiva para a empresa compradora.

Em pesquisa mais recente, Camargos e Barbosa (2009) avaliaram se as fusões e aquisições de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Os autores fizeram um estudo descritivo que utilizou os testes Wilcoxon Signed Rank Test e Rank Test para analisar dados trimestrais de 72 processos de fusões e aquisições ocorridos entre 1996 e 2004. Os autores concluíram que as operações estudadas resultaram em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas e, assim, da riqueza dos acionistas.