

2 Revisão Bibliográfica

Neste capítulo, é feita uma revisão bibliográfica de tópicos relevantes para estudo do tema de fusões e aquisições. Busca-se a descrição dos principais pontos abordados por estudiosos do tema, citando as questões que envolvem o processo de avaliações de fusões e aquisições.

Segundo Camargos (2003), o tema fusão e aquisição ainda carece de maior compreensão e sistematização para resultar em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. Existe, entretanto, um conjunto de justificativas que procuram muito mais legitimar o processo de fusões e aquisições (F&As) que sistematizá-lo.

O autor destaca a multidisciplinaridade do processo de F&As, envolvendo ciências como a contabilidade, direito, finanças, economia, administração, entre outras. Cada uma destas áreas tem sua importância, sendo indispensável para uma completa avaliação. A ausência de uma destas perspectivas durante o processo poderá impactar de maneira negativa uma adequada análise.

Segundo o autor, é dada ênfase na identificação dos fatores motivacionais subjacentes que justificam as F&As, na sua ocorrência e em seu sucesso, no levantamento de hipóteses testáveis e na descrição de pesquisas empíricas internacionais.

A partir desta análise, preponderantemente através da metodologia “Estudos de Eventos” (justificada pelo seu poder de evidenciação de anormalidades de retorno nos dias próximos aos anúncios das operações), Camargos (2003) apresentou os seguintes resultados sobre as F&As:

- Visam à maximização da riqueza dos acionistas e à maximização da utilidade gerencial;
- Pode existir sinergia ou não nas operações, dependendo dos motivos subjacentes;
- A maior parte das firmas de maior porte recebe a maior parte dos ganhos;
- Há retornos anormais positivos com a liberação de informações ao mercado;

- Os mercados, em geral, são eficientes em relação à velocidade de incorporação de novas informações aos preços dos títulos;
- A diversificação do investidor gera retornos iguais ou superiores à diversificação gerada pelas F&As.

Os resultados encontrados pelo autor foram contraditórios em sua grande maioria. Por ser um tema pouco desenvolvido e explorado por artigos acadêmicos, ainda carece de um maior número de estudos empíricos para dar sustentabilidade a uma teoria robusta.

Outro autor, Rovit (2003), destaca que as empresas que realizam aquisições ao longo do tempo, independentemente do ciclo pelo qual a economia passa, apresentam um excesso de retorno, quando comparadas às empresas que realizam compras de ativos em tempos específicos da economia. Compras sistemáticas permitem que a empresa compradora aproveite os pequenos crescimentos dos preços das ações em épocas de fartura, e possíveis grandes retornos, quando se adquire um ativo por preços atrativos em época de recessão. Quanto maior o número de aquisições realizadas, maior o valor agregado ao acionista, e menor a variância do excesso de retorno obtido.

O referido artigo cita ainda o exemplo de uma empresa que, desde 1960, substituiu o crescimento orgânico por pequenas aquisições, justificando assim seu crescimento de vendas, o aumento na participação de mercado e o elevado retorno sobre o capital investido pelo acionista.

Para chegar a tal conclusão, o Rovit (2003) estudou um total de 724 Companhias americanas com receitas superiores a US\$ 500 milhões em 2002. Foram analisadas 7.475 aquisições realizadas durante o período de 1986 a 2001. O autor comparou o comportamento do investidor, em relação ao número de aquisições realizadas, e o excesso de retorno adquirido pelos acionistas das empresas compradoras (foi utilizado como medida de excesso de retorno o total de retorno do acionista, incluindo dividendos, subtraído o custo do capital próprio ou o retorno esperado do acionista).

Mesmo dentro do grupo de compradores freqüentes, o autor realizou uma estratificação dos compradores. Os “Compradores Constantes”, que compram independente do estágio do ciclo de economia, os “Compradores de Recessão”, que apenas adquirem ativos em época de recessão na economia, os “Compradores de Crescimento”, que realizam aquisições em época de grande desenvolvimento econômico, e os “Compradores de Depressão”, que fazem suas aquisições em tempos de incerteza, entre uma forte depressão e uma

possível perspectiva de crescimento da economia. Nesta ordem, eles apresentam excesso de retorno decrescente.

Segundo o autor, as características compartilhadas pelos compradores de sucesso são: as empresas começam realizando pequenas aquisições, institucionalizando e consolidando seus processos e criam sistemas de *feedback*, garantindo o aprendizado contínuo com as operações; elas constantemente prospectam novas oportunidades e atualizam sua lista de possíveis aquisições; uma mesma equipe é sempre mobilizada para aquisições e está pronta para avaliar novas oportunidades. Nestas empresas, a gerência está diretamente comprometida, sendo envolvida no início do processo de aquisição.

Outro aspecto discutido pelo autor é a errada visão de que o sucesso é comumente atribuído à concretização da operação. Uma forma de tentar burlar esse estigma é através do estabelecimento de uma remuneração associada à correta avaliação de sucesso. Um bom indicador de sucesso seria o valor da empresa em seu pós-aquisição, no longo prazo. O autor propõe ainda a fixação de um preço limite a ser pago pela aquisição e a avaliação de executivos que, durante todo processo, se mantenham afastados, tendo uma visão não “contaminada” do processo.

Em artigo escrito por Bueno (1999), o autor concluiu que não foi possível identificar ocorrência de retornos anormais em períodos de pré-divulgação de fusões. O mercado mostrou-se incapaz de valorar as empresas envolvidas quando mensurado o retorno da ação objeto um pregão antes do anúncio da negociação. O mercado se mostrou ineficiente ao se analisar a possibilidade de utilização de informações privadas antes do anúncio de oferta de uma fusão ou aquisição para realização de ganhos anormais.

Foi utilizada pelo autor uma amostra de dezesseis processos envolvendo quatorze ações. O método adotado foi o Índice de Comparação, de Brown e Warner para os casos de oferta pública de ações. Este método tem limitações por não abordar o risco sistemático das ações objeto. Por outro lado, é um método de simples aplicação e simples interpretação.

Outro autor, Eccles (1999), a partir da análise de 131 operações, concluiu que a maioria das aquisições feitas nos últimos 30 anos não agregaram valor para o acionista da empresa compradora. Mesmo assim, a cada ano, as empresas continuam a fazer mais e maiores aquisições. O autor concluiu ainda que o mercado realiza previsões com razoável acurácia.

Os motivos enumerados pelo autor para o mau desempenho nas aquisições. Alguns deles são: o desalinhamento estratégico do negócio, o entusiasmo obtido durante o processo de negociação e a deficiente integração das equipes. O principal fator causador de mau negócio é o elevado preço pago na aquisição.

Verificou ainda que empresas que pagaram um prêmio mais elevado para aquisição obtiveram maior sucesso no negócio, quando comparadas com aquisições que ofereceram menores prêmios na compra.

Em seu artigo, Eccles (1999) destaca que a chave para o sucesso está em determinar um preço máximo para a aquisição e não pagar um centavo a mais acima deste valor na aquisição (nem mesmo por “justificativas estratégicas”).

O autor ressalta que, mesmo sendo da mesma indústria e estando disputando o mesmo ativo, pode existir uma grande diferença entre os preços máximos pagos por duas concorrentes diretas em um processo de disputa de aquisição, pois o preço pago está relacionado com a sinergia existente entre a empresa alvo e cada empresa. Os tipos de sinergias encontrados são provenientes das seguintes fontes:

- Economia de custos – Compreende a eliminação de duplicidades de atividades, como de postos de trabalho, fábricas, custos associados desnecessários após a consolidação, e custos na compra de maiores volumes. Comumente, estas economias são maiores para firmas da mesma indústria. Esta é a sinergia mais facilmente estimada (*hard type*). A economia de custos enfrenta os três problemas: a diferença de definição de custos entre as empresas, a dificuldade de eliminação de custos administrativos (uma vez que as empresas realizam operações similares, mas em locais diferenciados), e a dificuldade em demitir pessoas (eliminando cargos). De maneira geral, a economia de custos é super estimada, ou por resistência cultural da empresa, ou porque os procedimentos para o plano de integração não foram suficientemente detalhados.
- Aumento de receita – Definido pelo aumento de receita advindo da fusão, pode ser gerado a partir da combinação de forças de duas diferentes organizações, como, por exemplo a maior facilidade de escoamento do produto pelos canais logísticos aliado a um produto de forte aceitação no mercado. Esta sinergia é de difícil mensuração (*soft type*) e, devido a seu alto grau de incerteza, deve

ser descontada a elevadas taxas ou nem mesmo considerada na avaliação do preço final de aquisição;

- Melhorias nos processos – Compreende na transferência das melhores práticas entre as empresas, aproveitando conhecimentos detidos para alcançar melhores patamares de produtividade e rendimentos.

Todos os tipos de sinergias identificados se mostram de complexa definição na prática, uma vez dado o nível de complexidade dos cenários em que se apresentam suas estimativas. As estimativas de sinergias costumam ocorrer sob limitação de tempo, de informações, e de confidencialidade. Torna-se, portanto, imperativo o completo entendimento de todas as premissas utilizadas nos cálculos para se alcançar o valor da empresa alvo.

- Benefícios Fiscais – Deve-se definir uma estrutura fiscal que viabilize o negócio antes de se olhar para as possíveis sinergias geradas a partir desta nova estruturação. Apesar da possibilidade de obtenção de benefícios através da engenharia fiscal, a realização do negócio não deve ser justificada apenas por este aspecto. O motivo para uma aquisição deve ser a busca por uma posição competitiva de destaque, como menores custos de operação ou maiores chances de crescimento, por exemplo. Apesar de gerarem benefícios e criarem valores para os acionistas, a engenharia fiscal não fortalece a posição da firma em nenhum aspecto competitivo.

Segundo o autor, existem aquisições que podem ocorrer por razões estratégicas, sendo justificadas mesmo quando o valor da aquisição é superior aos cálculos dos benefícios líquidos previstos.

As razões destacadas por Eccles (1999) que levam à uma má aquisição vêm muitas vezes de fontes emocionais dos atores envolvidos no processo, que se sentem impelidos em realizar o negócio, principalmente quando existem competidores na disputa pelo mesmo ativo ou empresa. Os argumentos são do tipo: “se não comprarmos esta empresa, nosso competidor irá!”. Mas a firma deve adquirir uma empresa alvo apenas para que sua competidora não o faça, mesmo estando sujeita a prejuízos econômicos? Segundo o autor, a resposta é não.

Mas estes prejuízos podem muitas vezes se tornar lucros quando se utilizam técnicas que avaliam benefícios potenciais, como a teoria das Opções Reais. Assim, se justifica a aquisição de um ativo ou empresa que desagrega

valor do acionista no curto prazo, mas que agrega, em maior escala, no longo prazo.

O autor destaca ainda que a maioria das empresas analisadas acompanha o processo de pós-aquisição, identificando pontos fortes e fracos da gestão, no sentido de buscar uma melhoria contínua para os processo de aquisição futuros.

O motivo do insucesso de mais da metade dos negócios estudados no artigo é atribuído à falta de racionalidade por vezes embutida no processo. Nestes casos, as empresas não desenvolvem um processo corporativo que privilegiasse a disciplina de capital, e se deixam sucumbir por fatores emocionais.

Outro autor, Suen (1997) apresenta algumas diferentes formas de inserção em mercados internacionais. São elas:

- Investimento solo – transferência de conhecimento e habilidades de uma organização para um país estrangeiro por meio de um investimento direto e sem ajuda de parceiros. Esta forma de internacionalização é a mais lenta e seus riscos de insucesso são altos. É detectado um elevado grau de insucesso em fusões ao se deixar a gestão a cargo apenas de uma das Companhias. Assim, o corpo diretivo da nova empresa deve ser formado por membros das duas Companhias. Segundo Seun (1997) em seu artigo, Grunberg (1994) calculou a taxa de sucesso de aquisições internacionais não supera os 25%.
- *Joint-Venture* Internacionais – É uma sociedade entre duas empresas, uma local e outra estrangeira, freqüentemente estabelecendo uma nova entidade jurídica autônoma, separada das duas anteriores, que continuam a operar em seus respectivos países. Neste caso, ocorre a criação de uma nova empresa, com vida jurídica própria.
- Alianças Estratégicas – Trata-se de um acordo por meio do qual duas ou mais empresas, ou organizações, passam a trabalhar juntas, formal ou informalmente, combinando seus recursos e técnicas, de formas a obter ganhos de inovação, produtividade e eficiência, visando a conquista de novos nichos de mercados.
- Aquisição internacional – Ocorre uma transferência de conhecimentos e habilidades de uma organização para outra de outro país. Esta operação possui risco reduzido quando comparada com o investimento solo, mas existem riscos associados a choques

culturais. Uma forma de administrar este risco é tratar a empresa adquirida como mais um ativo em sua carteira de investimento, deixando a administração local continuar a gerir a subsidiária.

- Fusões internacionais – São muito similares às aquisições, diferindo basicamente no tamanho das empresas envolvidas no processo, sendo as duas Companhias de tamanho equivalentes neste caso. Além disso, as duas empresas originais, ao se juntarem, juridicamente desaparecem, dando origem a uma nova Companhia.

O autor destaca particularmente as duas últimas formas de internacionalização: fusões e aquisições. Para essas, enumera os três grandes grupos de motivos que justificam suas ocorrências: a existência de sinergias, o aumento da capacidade instalada e a possibilidade de crescimento e diversificação do negócio.

No artigo, Suen (1997) ressalta ainda o crescente número de aquisições e fusões ocorridas no Brasil no período de análise (1991 - 1996), espalhados pelas diversas áreas da economia. Fato este que deve incentivar os administradores brasileiros a se prepararem tanto para o aumento da competição quanto para a busca de novos mercados internacionais.

Em outro artigo, escrito por Mork (1990), o descolamento entre os objetivos dos gerentes e os interesses dos acionistas é identificado como sendo o fator que leva ao insucesso nas aquisições. Este descolamento gera, sistematicamente, pagamento superior ao montante justo por uma aquisição.

Duas razões são apontadas pelo artigo para a sobreavaliação da empresa: a primeira é que os gerentes superestimam suas próprias capacidades gerenciais de dirigir a nova empresa. A segunda, é que os gerentes estão perseguindo seus próprios interesses pessoais, e não os interesses dos acionistas.

Ao avaliar de uma aquisição, destaca Mork (1990), o gerente leva em consideração dois fatores: seu benefício pessoal e o valor da firma. Quando um investimento proporciona um benefício pessoal ao gerente, este está disposto a pagar mais pela aquisição, mesmo sabendo que está sacrificando o valor de mercado do acionista. O valor presente líquido dos fluxos gerados a partir de uma aquisição com elevados benefícios pessoais para os gerentes, será menor quando comparado a uma aquisição que não tenha estes benefícios.

Caso os acionistas tivessem um maior controle sobre os gerentes, fatos como estes seriam menos corriqueiros. Mas o que se verifica nas empresas é

um alto grau de liberdade no que tange às decisões de investimento pelos gerentes. Os gerentes tomam decisões de investimento considerando o impacto no valor de mercado da empresa, mas buscam também satisfazer seus objetivos, maximizando suas utilidades marginais.

A metodologia utilizada por Mork (1990) foi estruturada de maneira a testar a hipótese de relação negativa entre os benefícios gerenciais advindos da aquisição e seus impactos para o valor da firma, procurando identificar os maus investimentos segundo a ótica do acionista e determinar a existência, ou não, de benefícios pessoais gerencias.

O artigo focou na utilização de estratégias de aquisição para o crescimento e para diversificação, apesar de também considerar a diversificação. Também foram analisados o desempenho em aquisições passadas e seus retornos.

Os motivos identificados pelo autor para que o gerente busque a diversificação, mesmo ferindo os interesses do acionista, foram:

- Os gerentes não estão diversificados – assim, diversificam o negócio, reduzindo seu próprio risco, mesmo que isto não agregue valor ao acionista;
- Para assegurar a continuidade da firma – mesmo que o acionista indique uma diminuição do tamanho da firma para maximizar seu valor, o gerente tentar entrar em novos negócios;
- Performance insuficiente – quando a firma tem performance insatisfatória, colocando em risco seu emprego, o gerente tende a adquirir negócios de áreas onde ele conhece melhor, podendo então obter melhores desempenhos.

Por outro lado, segundo Mork (1990), gerentes tendem a maximizar o crescimento, não apenas pelo tamanho da firma, mas também para criar oportunidades de crescimento dos funcionários (pois haverá agora mais cargos de gerentes) e para garantir a sobrevivência da firma. Assim, gerentes gastam recursos das empresas na aquisição de firmas de rápido crescimento, mesmo que o valor presente líquido destes investimentos seja negativo.

Como principais resultados encontrados pelo autor, destaca-se que: as aquisições ocorrem para atender aos objetivos dos gerentes; a aquisição de empresas para diversificação e de rápido crescimento reduzem o retorno dos acionistas; gerentes com desempenho deficitário realizam aquisições ruins; e que o mercado penalizou muito mais fortemente diversificação nos anos 80 que nos anos 70.

Em outro trabalho, Pereira (2000) destaca a importância de se calcular o valor do inter-relacionamento entre os investimentos (sinergias). Para tanto, aplica um modelo de avaliação genérico, baseado na teoria das Opções Reais, desenvolvido por Childs, Ott e Triantis (1998) na avaliação da empresa portuguesa Semapa, após aquisição da companhia Cimpor. Na análise, calcula-se o valor adicionado aos acionistas dada uma aquisição, considerando-se sua interligação com a empresa compradora.

O autor destaca ainda que a teoria das Opções Reais é mais adequada à avaliação de investimentos quando comparada com os métodos tradicionais de fluxo de caixa descontado. Afirma ainda que os novos projetos impactam tanto os novos investimentos que ainda serão realizados, quanto os investimentos já realizados pela empresa. Como resultado da aplicação da teoria de Opções Reais, destaca-se um incremento no cálculo da riqueza do acionista quando comparado com os valores calculados pelos métodos tradicionais de avaliação.

Segundo artigo escrito por outro autor, Paiva (2002), a avaliação de pequenas e médias empresas é pouco discutida em bibliografia, apesar de ser peça fundamental no processo de fusões e aquisições. É também de maior complexidade que a avaliação de grandes empresas. Foi verificado no estudo que 99% das empresas existentes são pequenas ou médias corporações, quando analisadas pelo critério de classificação do IBGE, e que o tema avaliações apenas é desenvolvido e pensado para grandes corporações de capital aberto, com ações negociadas em bolsas de valores.

O autor destaca que a avaliação envolve o conceito de “valor”, subjetivo e relativo a quem está avaliando, enquanto o conceito de “preço” está relacionado à expressão monetária que quantifica o valor. Destacam-se como os principais valores utilizados como referência: o valor contábil dos ativos, o valor de mercado, o valor de bolsa, o valor patrimonial, e o valor presente dos rendimentos futuros do ativo.

Existem também, segundo Paiva (2002) alterações quase que dinâmicas nos parâmetros utilizados como premissas no cálculo do preço. Assim, para evitar conflitos de conceitos e valores, deve-se amadurecer o entendimento de todo processo de avaliação, e não apenas focar no preço final calculado.

Os métodos de avaliação destacados pelo autor foram: abordagem pelo valor contábil ajustado, que tem como principal ponto fraco a consideração de custos históricos registrados no balanço como base para estimativo do valor; abordagem por comparação direta, onde se busca uma operação similar realizada no mercado e tenta-se estabelecer um múltiplo que permita, por

comparação, chegar a um valor para a nova transação; e a abordagem de avaliação dos fluxos de caixa descontados, onde as estimativas de fluxo de caixa futuros são descontadas a uma taxa ajustada ao risco do negócio, sendo trazidos a valor presente. Este último critério possui a desvantagem de não poder ser aplicado em todos os casos, como, por exemplo, onde a empresa apresenta dificuldade financeira, ou possui fluxos cíclicos.

Ao se comparar uma avaliação em pequenas e grandes empresas, Paiva (2002) destaca, entre outras, a restrita disponibilidade de dados históricos e de qualidade duvidosa, a estrutura de capital simplificada e negociações por critérios não apenas racionais.

O texto de Paiva (2002) enfatiza ainda importância de um *due diligence* para verificação da veracidade de fatos apresentados pelas empresas para avaliação.

Outro autor, Soter (2001), destacando as principais lições aprendidas durante os processos de fusão e aquisição de empresas americanas, tem como as principais conclusões de seu trabalho que:

- As fusões e aquisições criam valor para os acionistas das empresas combinadas, sendo, quase que em sua totalidade, destinado aos acionistas da empresa alvo;
- Aquisições e fusões adicionam valor para os acionistas da empresa alvo;
- Aquisições adicionam pouco ou nenhum valor ao acionista da empresa compradora, e destroem valor em fusões.

As possíveis razões que levam à criação de valor para o acionista da empresa combinada, mas não beneficiam os acionistas da empresa compradora, segundo Soter (2001), são:

- Os executivos *seniors* acreditam, erroneamente, que o mercado remunera o crescimento do lucro por ação (LPA), perseguindo aquisições que vão garantir este crescimento;
- De maneira geral, os sistemas de recompensa empresariais recompensam o crescimento do LPA, e não do EVA;
- Os executivos são remunerados pelo tamanho da empresa (receita de vendas, total de ativo, número de empregados), incentivando a aquisição sem a preocupação de seu impacto sobre o acionista;
- Executivos estão acostumados a vencer, e uma definição (errada) de sucesso em fusões e aquisições é fechar um negócio.

Por estes motivos, o artigo cita alguns sintomas que acabam por surgir como consequência, como: otimismo quanto ao mercado potencial, superestimativa das sinergias, subestimativas da dificuldade de integração, realização de um *due diligence* incompleto e diversificação em negócios não correlatos.

Os principais pontos destacados por Soter (2001) que devem ser abordados para uma aquisição de sucesso são:

- Avaliar a probabilidade de se alcançar sinergias vislumbradas;
- Tomar cuidado com a diversificação;
- Utilizar o financiamento nas aquisições e fusões, pois isto irá impor maior disciplina de capital ao negócio;
- Evitar comprar empresas públicas. Procure por bons negócios no mercado privado;
- Criar um sistema de recompensas que remunere a criação de valor, e não o tamanho da empresa ou o crescimento do LPA.

Algumas observações feitas no decorrer do artigo são:

- Para que uma aquisição crie valor, o montante da sinergia deve exceder o prêmio pago na aquisição;
- O retorno dos acionistas das empresas compradoras vem decrescendo ao longo do tempo;
- A existência de competidores reduz o retorno do acionista da empresa compradora;
- Fusões de empresas em negócios relacionados criam significativamente mais valor que fusões de conglomerados, ou seja, a diversificação corporativa destrói riqueza, pois falha em criar sinergias financeiras que beneficiam os donos dos títulos;
- Os retornos observados cinco anos após a aquisição mostram a dificuldade dos compradores em avaliar adequadamente o preço do negócio e em integrar as empresas de maneira adequada;
- Aquisições feitas com dinheiro criam valor no longo prazo, enquanto aquisições com ações destroem valor;
- Grande parte dos retornos verificados no pós-aquisição é inconsistente com a eficiência do mercado, o que indica que as sinergias foram super ou subavaliadas;
- Acionistas da empresa alvo devem vender a parcela recebida na troca de ações em fusões, mas devem comprar ações da empresa compradora em transações realizadas em dinheiro;

- Executivos de empresas com alta participação de capital próprio freqüentemente acreditam que a ação da Companhia é uma moeda barata para aquisição;
- A relação positiva entre a saída dos atuais gerentes e o retorno dos acionistas indica que existe um valor no controle da empresa;

Outro autor, Gonzalez (1997), baseado no princípio de maximização do valor da Companhia para o acionista, selecionou variáveis financeiras para estudar as características de empresas envolvidas no mercado de fusões e aquisições internacionais, investigando seus efeitos sobre a concretização da operação e identificou aspectos financeiros que servem de motivo para a realização de aquisições.

O estudo de Gonzalez (1997) foi baseado na análise de 242 empresas americanas adquiridas e 75 compradoras. O autor testou a probabilidade de uma empresa americana se tornar alvo de uma aquisição. Considerou também a probabilidade de uma fusão ou aquisição ocorrer, considerando a influência do impacto gerado pelas seguintes variáveis (está entre parêntesis o sinal esperado da relação entre o VPL gerado pelo investimento na empresa e a respectiva variável):

- Razão Preço de Mercado sobre Lucro (-) – elevados valores para este indicador podem reduzir as chances de aquisição;
- Nível de endividamento (-) – um baixo nível de endividamento pode resultar numa redução do custo de aquisição;
- Razão Lucro por Serviço da Dívida (+) – Alta taxa indica possível capacidade de endividamento;
- Razão Dividendo por Lucro (-) – altos dividendos indicam pouco investimento, podendo trazer expectativas de menores fluxos futuros;
- Total de investimento sobre o total de ativos (+) – se elevado, indica probabilidade de fluxos futuros;
- Razão de Curto Prazo (+) – ativos de curto prazo sobre passivo de curto prazo. Pode indicar sobra de capital de giro se elevado;
- Tamanho (-) – quanto menores as empresas, maiores as chances de serem adquiridas. Esta propriedade está relacionada ao menor risco devido à menor quantia de recursos envolvida no processo;
- Volume (+) – volume negociado no ano da aquisição.

Com exceção do terceiro e do último indicador, todas as outras variáveis se mostraram relevantes a um nível de 5% e coerente com a probabilidade de

uma empresa americana se tornar alvo de uma firma estrangeira num processo de aquisição.

Os resultados alcançados por Gonzalez (1997) ratificam a hipótese de que os gerentes de firmas estrangeiras realizam operações de fusões e aquisições com o objetivo de maximizar a riqueza do acionista, uma vez que todos os indicadores estão variando no sentido de aumentar o VPL da empresa compradora.

O autor observou ainda elevado grau de maturidade na indústria de empresas americanas compradoras. Estas empresas possuem um grande montante em ativos e consideráveis fluxos de caixa livres.

Conforme identificado no estudo, o fato das empresas americanas compradoras possuírem uma baixa razão preço de mercado por lucro indica que os seus gerentes estão se movendo no sentido de maximizar o valor do acionista, ampliando a nível global a atuação da empresa, garantindo redução do risco percebido através da diversificação.

Em outro estudo, Franks (1972), motivado pela alta taxa de fusões envolvendo empresas Inglesas nos anos de 1967 e 1968, e pela insatisfação constatada nas aquisições realizadas nos Estados Unidos, analisou dois diferentes métodos de avaliação de fusões. O primeiro, centrado na comparação do LPA da Companhia combinada com a firma antes da fusão, em termos de valor presente e, o segundo método, baseado no fluxo de caixa descontado.

O autor destaca que existem críticas aos dois modelos. Quanto ao primeiro, toma como base lucros passados ao invés de considerar o fluxo de caixa gerado pela aquisição, além de considerar a estrutura de capital do comprador. O segundo método é permeado de simplificações que podem vir a comprometer a avaliação.

Os quatro motivos identificados no estudo que induzem uma empresa a se interessar por uma empresa alvo, pagando um prêmio acima do preço de mercado, são:

- A habilidade do comprador em amplificar a taxa de crescimento da aquisição;
- A habilidade do comprador em reduzir a taxa de desconto da aquisição;
- Subavaliação do ativo negociado, baseado em informações não disponíveis no mercado;
- Superavaliação do comprador, podendo utilizar suas próprias ações na negociação.

Em outro artigo, Macksimovic *et.al.* (2001) trata de um assunto pouco estudado na literatura de aquisições: o mercado de ativos corporativos (indústrias, divisões ou até mesmo firmas inteiras) na indústria de bens industriais. Devido à pequena preocupação em registrar tais tipos de operação, o banco de dados disponível para este tipo de análise é reduzido. Existe, portanto, menos informações a respeito destes tipos de operações. Entretanto, em épocas de muitas negociações, um elevado número de transações é registrado, alcançando um total de operações de cerca de 7% do número de fábricas existentes no mercado.

Segundo o autor, atuam no mercado de negociação de ativos corporativos empresas de diferentes portes e segmentos. Já no mercado de aquisições, os compradores normalmente são muito maiores que os vendedores. Os principais fatores associados à transferência de propriedade dos ativos identificados no artigo são:

- Quanto mais produtivo o segmento ou a firma, menores as chances de venda do ativo. A probabilidade de venda do ativo é maior quando o ativo negociado é menos produtivo e a indústria passa por um aumento de demanda;
- A probabilidade é comparativa. Caso a perspectiva futura das outras divisões da firma sejam mais promissoras que o segmento em questão, este possui maior probabilidade de ser vendido;
- Quanto maior a eficiência e o tamanho da firma, maior a probabilidade da empresa se tornar uma compradora.

O autor aborda também a variação de produtividade após a aquisição, estabelecendo uma ligação entre a produtividade e organização inicial dos compradores e vendedores. Resumidamente, as seguintes conclusões foram alcançadas por Macksimovic *et.al.* (2001):

- Quanto maior a produtividade do comprador e menor a do vendedor, maior o ganho potencial do ativo negociado;
- Ganhos de produtividade são observados na aquisição de ativos;
- Levando-se em consideração tanto o ativo comprado quanto os ativos já existentes, o ganho de produtividade é positivo e significativamente diferente de zero para aquisição de ativos, e zero para fusões e aquisições;

O autor conclui ainda que o comportamento dos gerentes, apesar de racional, não desconsidera os conflitos de agências existentes com os acionistas. Na maioria dos casos, as aquisições resultam no aumento da

eficiência produtiva. De maneira geral, a negociação de ativos corporativos facilita a realocação de ativos de firmas com menor habilidade para explorá-los para firmas mais capacitadas.

Kaplan *et.al.* (1992) estudou uma amostra de aquisições ocorridas entre 1971 e 1982. Ao final de 1989 constatou que 44 % dessas aquisições tinham sido vendidas pelas empresas compradoras. Ao contrário do pensamento comum de que o desinvestimento representa o insucesso na operação de aquisição, o autor detectou que 56% das operações de desinvestimento representaram ganhos ou não representaram perdas. Verificou-se também que o investidor de sucesso estima os fluxos de caixa futuros de maneira conservadora.

O artigo concluiu que aquisições não relacionadas diretamente com o negócio da empresa compradora são desinvestidas com maior facilidade, representando 60% do total no período analisado. Enquanto apenas 20% das aquisições que possuíam relação com o negócio inicial foram revendidas. O estudo não encontrou indícios de que a aquisição para diversificação agregue menos valor ao acionista que as aquisições relacionadas com o negócio da compradora.

Em outro trabalho, Martin (1996) examina os motivos que levam as empresas a escolherem os métodos de pagamento por uma aquisição. As descobertas sustentam a idéia de que quanto maior a oportunidade de crescimento da empresa compradora, maior a probabilidade desta utilizar ações para financiar a aquisição. Ademais, a probabilidade de se utilizar ações no pagamento da aquisição aumenta com a apreciação do valor da empresa compradora no mercado antes da negociação. O autor verifica também a utilização de ações decresce com o crescimento da disponibilidade de capital, com a maior quantidade de acionistas. Nestes casos, o dinheiro torna-se a principal moeda de negociação. A utilização do dinheiro possui a vantagem de se concretizar de forma mais rápida, fugindo assim de questões regulatórias que envolveriam as fusões, além de dar uma maior flexibilidade ao gerente da empresa compradora no caso do uso de capital próprio.

Em entrevista à revista FAE *Business*, o professor Sérgio Guarita destaca a necessidade crescente da preparação do empresariado brasileiro para o processo de F&A, cada vez mais freqüente e próximo às empresas brasileiras. Desde a implementação do plano real no Brasil, o mercado de aquisições ficou mais aquecido, devido a uma maior facilidade no processo de planejamento estratégico das empresas.

Dois estudos foram destacados pelo professor. O primeiro realizado pela fundação Dom Cabral, em 2001/2002 com a participação de 196 dirigentes empresariais de 10 diferentes empresas, além de mais 405 entrevistas ao nível operacional, concluiu que:

- 76% das empresas compradas apresentavam no momento da compra, faturamento de até 30% dos resultados da empresa compradora. O que demonstra o tamanho proporcionalmente menor em relação à empresa compradora;
- 55,9% das aquisições verificadas foram motivadas diretamente por questões ligadas ao mercado. Razões como: aumento da participação no mercado, redução do nível de incerteza e aquisição de marcas;
- 9,1% das empresas adquiridas lograram êxito porque as condições de compra foram muito favoráveis;
- 44,6% das empresas adquiridas não se encontravam em boa situação financeira quando ocorreu a transação.

Um segundo estudo destacado, realizado pela consultoria A. T. Kearney, permitiu as seguintes constatações após análise de processos de F&As que envolveram de 25 mil empresas em 53 países entre 1988 e 2000:

- 75% das operações não atingiram seus objetivos estratégicos e 58% delas destruíram valor;
- As diferenças culturais entre as empresas representam o grande obstáculo para o sucesso das novas negociações;
- As principais dificuldades estão relacionadas às pessoas e à sua gestão. Ocorre em grande número a perda de memória.

O estudo destaca ainda como uma das principais dificuldades do empresário nos processos e F&As a correta precificação do negócio.

Em outro artigo, Rocha (2000) objetivou analisar de forma preliminar os efeitos do processo de F&As sobre o desempenho das empresas industriais adquiridas no Brasil. O autor estudou os dados de 120 empresas adquiridas entre os anos de 1990 e 1997, e constatou pobre desempenho após a transação, questionado assim a validade dos processos de F&As.

O estudo constatou que, para o caso de empresas adquiridas em privatizações, os resultados são positivos, justificando assim as aquisições. Mesmo assim, ainda não foi corretamente identificado o verdadeiro ponto de melhoria financeira alcançado: uma mudança no sentido de perseguição ao lucro ou uma reforma produtiva empresarial.

O autor cita ainda que o resultado de aquisições de empresas nacionais por empresas transnacionais não alcançaram o desempenho esperado, ficando, em muitos casos aquém do resultado de empresas nacionais já consolidadas. Assim, aquisições de empresas internacionais no mercado brasileiro se justificam muito mais pelo seu posicionamento dentro no mercado, do que por uma busca de resultados expressivos de liderança industrial no Brasil. Este posicionamento justifica-se devido à geração de ganhos provenientes de informações privadas detidas pelas partes atuantes no mercado, permitindo melhor avaliação pela Companhia.

O trabalho de Rocha (2000) ressalta que a aquisição de empresas de pequeno porte por empresas maiores gera oportunidades de investimentos e crescimento não antes disponíveis para a empresa adquirida, além de destacar a dificuldade de se verificar no mercado brasileiro a relação entre gerência e propriedade.

Em outro artigo, Bonelli (2000) analisa operações de F&As que possuem como alvo empresas estabelecidas na região do Mercosul (incluindo os países associados Chile e Bolívia). Foram analisados 648 processos de aquisição entre os anos de 1992 e 1998, sendo 349 operações no Brasil, 272 na Argentina e 40 no Chile.

Segundo o autor, as operações ocorrem com maior frequência primeiramente no setor bancário e financeiro, seguido pelo setor químico e alimentício. O resultado também revelou que 82% das F&As ocorreram entre empresas do mesmo país, e apenas 18% foram adquiridas por empresas de outros países (*cross border transactions*). O tamanho e o crescimento do mercado doméstico se mostram como principal objetivo para o novo investimento, sendo a estratégia predominante durante o período de estudo. Algumas vezes, a verdadeira motivação para a realização da aquisição é a incorporação de ativos intangíveis detidos pela empresa alvo.

O trabalho destaca ainda casos em que a motivação para aquisição ocorre de maneira conjugada, onde existem grandes conglomerados com atuação em diversos setores que, por razões estratégicas, procuram se desfazer de negócios acessórios para se concentrar em seu *core business*. Em contra partida, existem empresas que realizam F&As com o objetivo de incorporar sinergias, sendo estes casos menos comuns, e tendo como o principal exemplo o setor automobilístico.

Por fim, Bonelli (2000) conclui que a busca por ativos se concentra durante os períodos de privatização do país.

Em outro trabalho, Castelo (2002) destaca os principais fatores causadores de fracasso em aquisição que, segundo cita Copeland (2004), são: a sobrevalorização do potencial de mercado, a superestimativa das sinergias, a supervaloração do ativo para oferta de compra e a má administração no processo de pós-aquisição.

Segundo Purse (1988), as sinergias podem ainda ser classificadas em três tipos: universais, se estão disponíveis a qualquer comprador que tenha dos recursos necessários; endêmicas, se estão disponíveis a apenas alguns compradores; ou exclusivas, caso apenas uma empresa possa explorá-la.

Sobre o processo de fusão entre duas grandes empresas de petróleo, a Chevron e a Texaco no ano de 2001, Castelo (2002) tece os seguintes comentários:

- Parte do fraco desempenho registrado em 2002 ocorreu como consequência de fatores da economia global e parte devido a erros de quantificação na época da avaliação;
- A Chevron-Texaco se beneficiou quando da integração, mas estes benefícios estão sendo retardados pela redução de mercado, apesar de estarem se concretizando paulatinamente;
- Os custos de integração decorrentes da fusão foram subavaliados, representados, em parte, pelos elevados custos com encargos demissionais;
- Os gastos com desinvestimentos, exigidos pela *Federal Trade Commission* foram maiores que os orçados;
- Grande prejuízo de uma empresa coligada (Dynergy);
- A transação foi considerada em bons moldes, uma vez que a troca de ações busca um maior comprometimento das duas partes envolvidas;
- O mercado não enxerga na Chevron-Texaco uma estratégia definida para alcançar seus objetivos.

Com o objetivo de apurar a proporção de transações que adicionaram valor ao acionista da empresa compradora, a KPMG (2000), através de entrevistas a diretores de empresas que se envolveram em operações de fusão e aquisição, alcançou os seguintes resultados:

- A abordagem dada ao processo de F&A está se tornando cada vez mais sistemática, o que tem contribuído para desempenho superior e adição de valor aos seus acionistas;

- Expansão do mercado e do *market share* foram os principais motivos indutores para realização de negócios;
- Maior relevância da prospecção de novas possibilidades de negócio foram identificadas com maior sucesso quando comparadas com o aproveitamento de oportunidades que surgem no mercado;
- A alta gerência está se envolvendo cada vez mais no processo;
- A etapa de *due diligence* é considerada a de maior importância no processo de avaliação;
- A etapa de pós-aquisição vem ganhando maior força nas empresas, e contando cada vez menos com a participação de consultores externos;
- A redução de custos é a sinergia mais facilmente alcançada;
- O aumento das receitas o principal fator de agregação de valor ao acionista da empresa.

O estudo da KPMG (2000) destaca a diferença entre o sucesso da operação (alcance das sinergias identificadas) e o aumento do valor para o acionista.

Em outro estudo, objetivando Fazer um levantamento do perfil das operações de aquisições de 100 das 500 maiores empresas do Brasil, Barros (2004) descreve o que aconteceu no Brasil entre 1995 e 2001. Entre suas principais conclusões não se detectou um relacionamento entre o número de operações realizadas e o faturamento da empresa compradora, apesar de constatar que o faturamento das empresas compradoras é superior ao faturamento da empresa adquirida.

Os principais motivos listados para a concretização das operações de aquisição estão relacionados com uma maior penetração no mercado, permeadas por fatores de ordem psicológica.

Barros (2004) constatou ainda uma pequena participação de profissionais da área de RH envolvidos no processo, o que prejudica, entre outros, o mapeamento do capital humano, sistemas de remuneração, questões trabalhistas e o planejamento prévio da etapa de pós aquisição.

O estudo ainda destaca que durante as negociações, deve-se considerar o estabelecimento de comunicados entre as empresas envolvidas e suas forças de trabalho, evitando o desconforto e inquietação da equipe.

Segundo o autor, em média, as negociações costumam demorar pouco mais de 9 meses, e a equipe formada para avaliação é composta por cerca de

10 pessoas. Já o processo de pós aquisição dura entre 1 e 2 anos, sendo considerado deficitário, uma vez que o planejamento da integração é muito simplificado, não lhe sendo conferido devida importância. Uma fase do processo que pode ajudar muito durante a integração é o *due dilligence*, onde podem ser obtidas informações fundamentais para a fase de avaliação.

O autor finaliza seu trabalho ratificando a necessidade de um maior planejamento para a fase de pós aquisição, considerando os aspectos relacionados com a força de trabalho, o que é por muitos desprezados.