

2

Fusões e aquisições

2.1.

Terminologia e conceitos

A fusão é uma operação societária que envolve duas ou mais empresas que unem seus patrimônios para formar uma nova sociedade comercial, o que faz com que elas passem a não existir mais individualmente. Na maioria dos casos, envolve empresas do mesmo porte. As operações de fusão normalmente ocorrem por meio de substituição de ações de emissão das empresas envolvidas por ações emitidas pela nova empresa formada, na proporção de valor relativo entre cada uma das negociantes e a nova companhia constituída.

Barros (2003, p.19) confirma o conceito e define fusão como uma operação que envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas, que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, acrescentando que teoricamente a transação ocorre sem predominância de nenhuma das empresas envolvidas inicialmente.

Já na aquisição, o patrimônio total de uma empresa de menor porte passa a ser controlado total ou parcialmente por uma de maior porte, através do pagamento de valor negociado aos controladores da empresa-alvo. Na verdade, uma aquisição ou incorporação representa a compra de uma ou mais empresas por um agente econômico, e determina o desaparecimento legal da(s) empresa(s) comprada(s), enquanto a empresa adquirente permanece com sua personalidade jurídica. A operação de aquisição pode ser concretizada através da compra das ações de emissão da empresa-alvo pela adquirente, caracterizando a compra de controle da companhia, ou simplesmente através da compra dos ativos da empresa-alvo. Na compra de controle, todos os direitos e obrigações passam para a empresa adquirente, enquanto na compra de ativos, a compradora pode escolher aqueles que deseja adquirir.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) esclarecem e confirmam que, em termos conceituais, uma fusão ocorre entre empresas que geralmente tem porte semelhante e combinam-se por meio de uma simples permuta de ações. Em uma aquisição, ocorre a compra de uma firma por outra, e somente uma delas mantém a identidade. Essa compra pode ser de ações com direito a voto no mercado de capitais (aquisição de controle) ou dos ativos da empresa.

A lei das Sociedades Anônimas regula estes conceitos (LEI nº 6404/76), em seu artigo 227, conceituando aquisição (incorporação) como uma “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” e, em seu artigo 228, propõe a seguinte definição para fusão: “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Isto é, o processo de fusão resulta no desaparecimento das duas firmas existentes anteriormente e no surgimento de uma nova firma, o que na literatura internacional é chamado de consolidação (*consolidation*).

Segundo Brealey et al. (2008) são três as formas possíveis de se operacionalizar uma operação de fusão ou aquisição:

- fusão integral das duas companhias, o que significa que cada uma delas assume todos os ativos e passivos da outra.;
- aquisição de ações em troca de caixa, ações, ou outros ativos. Neste caso, a negociação envolve os acionistas das empresas adquirente e adquirida, sem necessariamente envolver os gestores da empresa comprada. Nas situações em que a empresa compradora torna-se acionista majoritária da nova companhia, os gestores da empresa comprada que resistem à operação e não se engajam no processo são usualmente substituídos;
- compra de parte ou do total dos ativos da empresa, sendo que a propriedade deve ser transferida para a companhia compradora e o pagamento efetuado à firma vendedora, e não diretamente a seus acionistas.

Em pesquisa realizada por Barros (2003, p. 21) com empresas brasileiras foi verificado que 33% das empresas respondentes participaram em processos de aquisição, 15% participaram em ambos os processos e 6% estiveram envolvidas em fusões no período de 1995 a 2000. Estes resultados não diferem de outros mercados, onde as operações de aquisição são mais frequentes que as operações de fusão. Um aspecto que tende a contribuir para este fato relaciona-se à complexidade da transação, pelo fato de as empresas envolvidas deixarem de existir juridicamente, gerando a necessidade de se proceder a todo o processo de criação de uma pessoa jurídica nova, como destacam Muniz e Castello Branco (2007, p.60):

Essa distinção entre a incorporação e a fusão - qual seja, em que uma sociedade preexistente sobrevive às demais participantes do processo, enquanto na fusão todas desaparecem, mediante a criação de uma nova sociedade - explica um dos motivos do porque da grande popularidade da incorporação, enquanto se contam nos dedos os casos de fusão.

Os autores destacam ainda uma motivação tributária que favorece as aquisições, já que nas fusões prevalece a perda total de prejuízos fiscais, que podem ser mais bem aproveitados no caso de incorporação.

2.2. Motivações das empresas

Os motivos, teorias e hipóteses que justificam a busca por alianças, fusões ou aquisições entre empresas foram e são amplamente debatidos em artigos acadêmicos ao longo dos anos. O racional implícito na decisão gerencial de engajar-se em um processo de F&A geralmente é a potencial criação de riqueza para os acionistas, por meio da valorização das ações no mercado.

De forma geral, esta valorização seria alcançada através de (a):

- expansão e/ou internacionalização, incluindo acesso a novos mercados;
- compra, por preços favoráveis, de ativos tangíveis ou intangíveis de importância estratégica;
- aumento da liquidez dos proprietários;
- estratégia de defesa contra aquisições hostis, buscando reforço da posição competitiva no setor de atuação ou até atingir posição dominante ou monopolista; e principalmente

- busca por sinergias financeiras, gerenciais e operacionais, com racionalização da produção e melhoria da produtividade através da melhoria gerencial e/ou tecnológica e da eliminação da duplicidade de atividades e redundâncias operacionais. Através do melhor uso de recursos complementares, após a operação, cada empresa pode conseguir obter algo de que necessita, beneficiando a empresa formada. Uma operação de F&A pode representar maior eficiência e velocidade na obtenção de recursos e competências das quais necessita.

Bender e Ward (2005, p.187) citam, como principais razões para tais operações, a busca por crescimento de capacidade de criação de valor, dificilmente atingida por meio de crescimento orgânico no mesmo prazo, além da complementação estratégica para cobrir *gaps* (em segmentos de mercado, linhas de produtos, territoriais ou tecnológicos) ou mesmo para impedir que um competidor faça a aquisição.

Operações de fusões e aquisições fundamentam-se na expectativa de que a empresa resultante seja significativamente melhor que apenas a soma das empresas envolvidas, conceito conhecido como “sinergia”, e apresentam-se como uma alternativa de crescimento rápido, diante da possibilidade de lento crescimento orgânico.

Sinergia pode ser definida como o trabalho ou esforço conjunto de vários subsistemas na realização de uma tarefa complexa, ou pode ser encontrada quando se tem a associação simultânea de vários dispositivos executores de determinadas funções em prol do mesmo fim (KOOGAN, HOUAISS, 2000). Weston e Brigham (2000) ratificam o entendimento comum do termo sinergia, como a condição pela qual o todo é maior do que soma de suas partes; em uma fusão sinérgica, o valor pós-fusão supera a soma dos valores pré-fusão das empresas separadas.

Seth (1990) comenta que sinergia existe em uma aquisição, quando o valor combinado das companhias após o processo em questão excede a soma dos valores individuais das duas companhias, sendo esta diferença observada representada pelos ganhos sinérgicos derivados de um aumento de eficiência operacional ou de alguma forma de ganho financeiro. O autor propõe que valor pode ser criado pela combinação de duas firmas através de algumas mudanças

estratégicas realizadas nas operações da entidade combinada, novas decisões operacionais ou novas decisões financeiras, ou concebidas somente pelo fato da combinação por si só, como resultado de diversificação financeira.

Seth, Song E Pettit (2000) sugerem três hipóteses para motivações as aquisições. A primeira delas, a “Hipótese da Sinergia”, sugere que o valor da nova entidade se mostra maior do que a soma dos valores individuais. Nesta, os administradores seriam motivados pelos interesses dos acionistas a criar valor econômico, ou seja, maximizando valor, tendo ainda a habilidade de julgar racionalmente o valor da firma após a aquisição. A segunda hipótese, denominada “Hipótese Gerencial”, sugere que os administradores escolhem por aquisições para maximizar sua própria utilidade à custa dos acionistas da firma e; a terceira Hipótese, a do “Orgulho Exagerado”, onde os administradores da empresa adquirente erram ao avaliar o preço da firma a ser adquirida, mas escolhem dar continuidade ao empreendimento assumindo que o valor está correto.

Fusões, aquisições e alianças são alternativas realizadas, geralmente, em condições de incerteza, entretanto, sempre buscando a geração de benefícios ou criação de valor em relação ao momento anterior a realização da estratégia. O conceito de criação de valor se assemelha ao de sinergia (SETH, 1990; SETH, SONG & PETIT, 2000).

Segundo Lemes Jr., Rigo e Cherobim (2002), as fontes de sinergias em F&As são:

- *economias de escala operacionais*: advindas da redução ou eliminação de custos e despesas com atividades corporativas (marketing, finanças, recursos humanos, etc.);
- *economias financeiras*: advindas de uma melhor estrutura de capital e maior capacidade de alavancagem, com menores custos de endividamento. Para Brealey et al. (2008, p.888-890) a busca de redução de custos de financiamento é um motivo questionável para justificar fusões, mas ponderam que embora seja óbvia a diminuição de custos de financiamento em decorrência de a empresa possuir maior porte após a fusão, a própria empresa gerada constitui-se numa maior garantia para a operação de financiamento, o que compensa e explica a redução de taxas;

- *melhorias na eficiência gerencial*: advindas da substituição de administração ineficiente, com conseqüente redução de custos e melhora no desempenho econômico e financeiro, além de outros fatores como eliminação de níveis hierárquicos, de pessoal com funções, processos e atividades redundantes, etc.;
- *maior poder de mercado*: o porte maior da empresa resulta em um maior poder de mercado, de negociação e de competição;
- *economia fiscais*: advindas da utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei, proporcionando redução de carga tributária, como é o caso do uso dos prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, além do planejamento tributário ou da eliminação de bitributação.

Rock (1994, p.17-18, 35-36) e Brealey et al. (2008) listam também principais motivadores para operações de F&As, e acrescentam às sinergias já relacionadas acima:

- *Economias de integração vertical* – ganhos decorrentes de aumento de controle do processo produtivo. Ocorrem em operações que envolvem fusão ou aquisição de diversas empresas ao longo da cadeia produtiva (clientes e fornecedores). Uma das principais razões para integração vertical é a maior facilidade de coordenação e administração;
- *Aumento de market-share*: aquisição de um concorrente, visando aumento de poder em termos de penetração no mercado e influência na determinação de preços;
- *Diversificação* – objetiva reduzir o risco de concentração das atividades, seja em um maior número de setores ou regiões geográficas. Brealey et al. (2008, p.888-890) argumentam, utilizando-se de exemplos concretos, que pelo critério de avaliação de mercado, fusões ocorridas visando diversificação passaram a apresentar um desconto em seu valor por parte dos investidores, quando comparado com o valor da(s) empresa(s) antes da operação. Segundo estes autores, não há evidência que investidores paguem prêmio por companhias diversificadas, e que de fato, descontos são comuns;

- *Transferência de recursos* – a interação entre a compradora e a empresa adquirida pode gerar aumento de valor por combinação de recursos escassos e redução da assimetria da informação;
- *Excesso de recursos* – nesse caso, uma empresa geradora de caixa e atuante num mercado maduro, adquire empresas que atuem em diferentes segmentos em busca de oportunidades de obter maior retorno de investimentos com potencial de maior rentabilidade. Para Brozen (1982., p.46), a principal razão para tais investimentos seria a percepção da possibilidade de obter vantagens pela compra de ativos mal-geridos.

Samuels e Wilkes (1996), da mesma forma que os autores mencionados acima, enumeraram nove motivos que podem explicar as causas de transações de F&As e gerar ganhos para as empresas. Aos motivos já elencados, os autores acrescentaram:

- *subestimação do real valor de uma empresa* – trata-se da identificação de empresas subavaliadas, que consistem em oportunidades de investimento. O comprador poderá se beneficiar com futura valorização;
- *entrada em novos mercados e novas indústrias* – é a forma mais rápida de entrada em novos mercados e indústrias e pode proporcionar o tamanho crítico ou ideal para o entrante.

Wasserstein (2000, P.12-14), de maneira bem genérica, identificou cinco forças como motivadoras de praticamente todas as operações realizadas. São elas:

- a desregulamentação, que cria um ambiente propício para que as organizações busquem expansão;
- o desenvolvimento tecnológico e a globalização de mercados;
- as flutuações de recursos no mercado de capitais, com excedente de capital em busca de alternativas atraentes de investimento, o que gera a redefinição da fronteira industrial das empresas;
- o estilo expansionista de executivos; e
- o modelo mental que associa tamanho à medida de sucesso.

Analisando as forças identificadas por Wasserstein (2000), Castro (2010) conclui que, exceto por questões pessoais, tais como estilo ou vaidade, a motivação fundamental que está na origem de cada uma destas forças é a busca de aumento de lucratividade por aumento de eficiência, o que pode significar expansão e crescimento, ou simplesmente capacidade de sobrevivência. Esta necessidade é causada pelo aumento das pressões competitivas decorrentes do mercado globalizado e dos avanços tecnológicos.

Cabe, contudo, ressaltar que uma operação de F&A tanto pode ser uma decisão estratégica, quanto pode derivar de outros fatores, tais como busca de glória e poder por parte de acionistas ou administradores. Segundo a teoria de maximização da utilidade gerencial, administradores tentarão aumentar seus benefícios, isto é, poder, satisfação no trabalho, salários ou bônus ou a redução do risco de perder seus empregos, o que pode ocorrer em detrimento da maximização de riqueza do acionista. Fusões e aquisições são potencialmente formas mais rápidas para se atingir tais objetivos, que estão usualmente atrelados ao crescimento para empresas, já que o prestígio que os administradores derivam de suas funções está mais diretamente relacionado ao tamanho e ao crescimento da companhia do que à sua lucratividade. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; LUBATKIN, 1983).

Outra motivação é a *hubris*, que é a crença não necessariamente realista de alguns executivos de que eles podem gerir os ativos da empresa adquirida mais eficientemente que os administradores atuais.

Steger (1999) afirma que todas as motivações para F&As podem ser reunidas em dois grupos: “tradicional”, cujos objetivos relacionam-se à consolidação e expansão de mercado; e “transformacional”, que são operações relacionadas ao desenvolvimento de novos modelos de negócios ou portfólio, ou ainda a mudanças de patamar das atividades.

Para Gregoriou e Renneboog (2007) existem três grupos de modelos teóricos que embasam as principais motivações para combinação de empresas:

- Modelos neoclássicos – sugerem que tais atividades decorrem de choques industriais, econômicos, políticos ou regulatórios, e das relações entre estes choques e a disponibilidade de capital a baixos custos. Estes modelos explicam atividades de F&A por país e indústria, caracterizando os movimentos como ondas;

- Modelos que propõem como drivers interesses pessoais de acionistas ou gestores, que por vezes superestimam a capacidade de geração de sinergias e criação de valor, ou uma reação ou imitação às ações de competidores (*herding*); e
- Modelos presentes em artigos mais recentes, visualizam fusões e aquisições como resultado do desenvolvimento do mercado de capitais, com a hipótese de que gestores utilizam-se de ativos supervalorizados (*bull market*) para adquirir ativos reais.

Para Castro (2010) outra forma de se agrupar as motivações para operações de F&A envolve considerar:

- *Drivers* pessoais, conforme proposto por Gregoriou e Renneboog (2007);
- *Market drivers*, que seriam fatores macroeconômicos ligados a tendências e circunstâncias de mercado, tais como tendência de globalização ou diversificação, desempenho da economia global ou de um país em particular; e
- Fatores de natureza microeconômica.

Os fatores macroeconômicos, conforme ressalta Beinhocker (2006, p.97), emergem como resultado de comportamentos e interações microeconômicas.

Em pesquisa realizada no Brasil por Barros (2003, p. 21-23) abrangendo 196 empresas, das quais 54% estiveram envolvidas em fusões, aquisições ou em ambos os processos a partir de 1995 revelou que 59% das operações foram motivadas por razões vinculadas ao mercado (aumento de participação, aquisição de marcas e penetração em novos mercados), 11,7% relacionaram-se a ganhos de escala, e 9,1% mencionaram como principal motivação a oportunidade de investimento, dadas condições de preço extremamente favoráveis.

Em outra pesquisa, realizada pela consultoria DELOITTE TOUCHE TOMATSU no último trimestre de 2005 revelou que, no Brasil, o fator mais relevante na decisão da empresa a ser adquirida foi o setor de atuação, seguido pela participação de mercado da adquirida. A pesquisa, da mesma forma que a realizada por Barros (2003), aponta como principal motivação para a compra, a busca de aumento de participação no mercado, isto é, melhoria de posição competitiva, e de criação de mecanismos de barreira para novos competidores, além de fatores como: possibilidade de ampliação do portfólio da empresa, por meio de produtos e serviços novos ou similares; aumento da capacidade produtiva; acesso a novos canais de distribuição ou novas fontes de suprimento e acesso a novas áreas de atuação (mercados ou países) de forma mais rápida do que seria possível via crescimento orgânico.