

## 5 Conclusões

KLOECKNER (1994) salienta que a atividade de F&A é um arcabouço teórico em construção, que ainda não está totalmente assimilado e sedimentado em uma teoria geral que lhe sirva de suporte, carecendo, portanto, tanto de estudos teóricos quanto empíricos. Para esse autor, o que existe é um conjunto de teorias que abordam algum aspecto do assunto, derivadas principalmente da teoria da firma e da agência.

LUBATKIN (1983, p.218) questiona:

*Se é verdade que operações de fusões e aquisições não criam valor para as empresas, porque as companhias continuam efetuando tais operações? Por outro lado, se é verdade que elas provêm benefícios reais para os acionistas, por que os estudos empíricos não encontram as evidências?*

Quase 30 anos depois, ainda podemos supor que não há consenso sobre a geração de valor em F&A's, sendo mais comum encontrarmos estudos que não comprovem vantagens sobre este ponto de vista. Os resultados alcançados neste trabalho, de que não existem evidências de retornos anormais para as empresas adquirentes em processos de F&A's, se assemelham aos resultados de alguns trabalhos recentes no Brasil, como o realizado por Camargos e Barbosa (2007), considerando período anterior, de 1994 a 2001, que entretanto não ajustaram as cotações pelo risco ao utilizarem o modelo de retornos ajustados ao mercado.

Em relação ao mercado de capitais brasileiro no período considerado, os resultados encontrados apontam indícios de eficiência semiforte, conforme descrito por Fama (1970; 1991), pois este não permitiu a conclusão de existência de retornos anormais estatisticamente significativos para o conjunto das observações, embora estes tenham sido identificados para algumas situações pontuais. Entretanto, este autor reporta que geralmente quando se verifica a existência de anomalias na distribuição de retornos de um ativo é muito difícil determinar se os retornos anormais são causados por ineficiências de mercado ou se são resultado da utilização de modelos de precificação inconsistentes (FAMA, 1970). A partir deste ponto levantado por Fama, e considerando estudo realizado

por Camargos e Barbosa (2006), que concluiu que apesar dos avanços, em termos de informação o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira eficiente no período analisado no que se refere à forma semiforte, somos levados a sugerir que os resultados obtidos pelo presente trabalho possam ser oriundos da expectativa não tão positiva em relação às operações, e não da suposta eficiência do mercado.

Um trabalho de resultado interessante e que vale a pena destacar, como um caminho possível em pesquisas futuras, é o de Patrocínio, Kayo e Kimura (2007), que encontrou retornos anormais positivos para empresas adquirentes intensivas em ativos intangíveis que compravam empresas com ativos intangíveis significativos e importantes, as chamadas empresas intangível-intensivas. Novas pesquisas sobre este aspecto podem lançar luz sobre o que de fato contribui para geração de valor em fusões e aquisições.

Segundo Arikian (2002), dentre todos os ativos, os intangíveis constituem as maiores fontes de vantagem competitiva sustentável, já que são mais difíceis de acumular e levam mais tempo para isso. Assim, continua Arikian, as atividades de fusões e aquisições servem como um importante mecanismo de acumulação de ativos intangíveis para as empresas adquirentes. Esta também é a opinião de Gupta e Roos (2001), segundo os quais os recursos intangíveis são, cada vez mais, a principal motivação por trás das fusões e aquisições. Assim, essas operações constituem mecanismos para conseguir ou trocar competências quando não é possível desenvolvê-las eficientemente de forma interna (ANAND e DELIOS, 2002).

Segundo Chatterjee (1986), para que uma estratégia de fusão crie valor, uma competência distinta (por exemplo, um recurso escasso que tenha múltiplos usos), deve ser identificada no ambiente. Sob essa perspectiva, a quantidade de valor econômico resultante da fusão depende: da quantidade de recursos obtidos pela empresa em relação à quantidade total presente na economia e da disponibilidade de oportunidades para utilizar esses recursos. Quanto mais recursos escassos puderem ser utilizados, *ceteris paribus*, maior a expectativa de valor que pode ser criada.

Estas opiniões e o estudo de Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) nos levam a concluir que a geração de valor das operações de F&A's encontra-se de certa forma associada à obtenção deste tipo de ativo.

Duas abordagens teóricas podem ajudar a justificar o baixo nível de criação de valor para as empresas adquirentes, segundo BERKOVITCH e NARAYANAN, (1993) e SETH, SONG e PETTIT(2002): os conflitos de agência e a *hubris* (termo que significa excesso de confiança). Em conjunto com a hipótese de sinergia, elas formam as três principais fontes de criação ou destruição de valor nas operações de fusões e aquisições.

A hipótese de agência sugere que algumas F&A's são primariamente motivadas por interesses pessoais dos gestores da empresa adquirente, fazendo com que seus acionistas incorram em perdas. Os ganhos seriam transferidos parte para o acionista da empresa-alvo e parte para o próprio gestor.

A hipótese de *hubris* sugere que as aquisições podem ser motivadas por erros de avaliação (provocados pelo excesso de confiança) dos administradores, o que levaria a uma sobrevalorização da empresa-alvo. Se existe pouco ou nenhum potencial de ganho para a adquirente, esse fenômeno seria causado por uma “suposição arrogante” (ROLL, 1986, p.200) por parte da adquirente de que suaavaliação esteja correta.

Este aspecto é confirmado por Asquith, Bruner e Mullins (1983), segundo os quais diversos estudos têm consistentemente documentado que empresas adquirentes pagam um alto prêmio por empresas-alvo, fazendo com que os retornos das primeiras sejam pequenos (embora positivos) ou até mesmo negativos.

O sucesso na captura de sinergias em processos de F&A depende de vários aspectos, como cultura organizacional, aspectos regulatórios, gestão de marcas e *portfolio*, competência e/ou experiência dos executivos envolvidos na condução da integração operacional, entre outros. Salter e Weinhold (1979) atentam para a importância dos gestores na condução e na obtenção das sinergias, principalmente financeiras. Para eles, os gestores devem ter habilidades necessárias para negociar com as várias situações e necessidades intrínsecas a um processo de F&A, assim como ter conhecimento de vários setores, ter os recursos necessários e o acesso à fonte de financiamento adequada para sua execução.

A avaliação do mercado de que alguns destes aspectos não está bem encaminhado pode contribuir para uma expectativa não muito positiva inicialmente, com reflexos no valor de mercado das ações, que depois pode ser comprovada com a análise do desempenho da companhia após alguns anos. Uma conclusão natural, conforme Damodaran (2005) afirma, é de que está claro que o mercado avalia que há sinergias potenciais quando as operações são anunciadas, mas é também claro que somente uma pequena proporção das operações consegue realizar estas sinergias. Na verdade ambas as observações são consistentes com a noção de que sinergias existem, mas é muito mais difícil gerá-las na prática do que na teoria.