





# O complexo mundo das Fusões e Aquisições

POR **MICHEL FLEURIET**  
**HAROLDO VALE MOTA**

No esforço de maximização da riqueza dos acionistas um caminho natural é promover o crescimento dos negócios, processo que segue basicamente quatro caminhos: expansão orgânica; fusões com áreas da empresa adquirente (*bolt-on acquisitions*); alianças; e aquisições estratégicas.

O crescimento orgânico pressupõe investimentos em tecnologia, criação de novos produtos e, é claro, a contratação de novos profissionais. As aquisições para fusão com áreas da empresa compradora envolvem ativos relativamente menores, destinados a acelerar iniciativas de crescimento já em curso – as grandes redes de supermercados instaladas no Brasil vêm adotando este procedimento nos últimos vinte anos. Já as alianças, são operações conjuntas que permitem o acesso a novos grupos de clientes ou a penetração mais efetiva em novas áreas geográficas – caso da Sadia e Perdigão que, em 2001, fizeram uma aliança para colocação de seus produtos na Rússia, Egito, África do Sul, além de outros países. E, finalmente, as aquisições estratégicas são aquelas que levam à consolidação de negócios através de fusões de maior vulto, como a recente fusão das gigantes Mittal Steel e Arcelor.

O objetivo principal das Fusões e Aquisições é dar à adquirente o controle dos ativos da adquirida, buscando criar sinergias entre os ativos das empresas que se juntam. Essas transações costumam ser chamadas de “fusões”, mesmo que, tecnicamente, sejam “aquisições”. O termo “aquisição” pode também ser usado no contexto de uma transação

financeira, uma compra com empréstimo caucionado nos ativos e juros pagos pelo caixa gerado pela adquirida (*leverage buy-out*, LBO). Neste caso, geralmente, o objetivo não é a consolidação dos negócios.

Não importa qual seja o tipo de fusão e aquisição, o preço é fator chave na concretização da transação – é o valor total pago pela compra da empresa adquirida ou de seus ativos. Uma aquisição, seja de ativos ou de ações da adquirida, pode ser realizada em dinheiro, caso em que é chamada de aquisição sem ônus (*outright*). Quando é paga em ações, pode ser chamada de permuta de capital (*stock swap*) – caso da recente compra da operação brasileira do BankBoston pelo Banco Itaú. A aquisição pode ser paga por meio de uma combinação de dinheiro e ações. As fusões, em geral, vêm acompanhadas de emissão de ações, no momento da união. A consolidação é uma união entre companhias, com a formação de uma nova empresa e com ações a serem lançadas. Em todos esses casos, é preciso haver uma avaliação do valor a pagar.

As fusões criam valor quando permitem economias de escala ou propiciam poder de mercado, melhores produtos e serviços ao mercado, novos clientes ou intercâmbio de conhecimentos entre as empresas que se fundiram. Vários estudos, feitos por acadêmicos e empresas de consultoria, afirmam que as fusões podem tanto criar quanto destruir valores dos acionistas. Primeiro, porque a maioria das aquisições fracassa no objetivo de criar valor para a compradora e, segundo, porque a maioria das aquisições não cria valor nem sequer para a adquirida. Mas quase todas essas análises se baseiam no retorno trazido, no curto prazo, pelo preço das ações.

Consultores como o Boston Consulting Group (BCG) sustentam, ao contrário da opinião de alguns estudos acadêmicos, que as estratégias de crescimento baseadas em aquisições costumam dar um retorno mais elevado para os acionistas no longo prazo. O BCG descobriu o segredo das fusões e aquisições bem-sucedidas: têm mais probabilidade de sucesso as empresas que se posicionam de forma contínua e sistemática sobre as oportunidades de crescimento através de fusões e aquisições, tendo em vista a sua estratégia de

longo prazo. Os agentes mais bem-sucedidos em fusões e aquisições tratam o processo de modo sistemático, partindo para um negócio só quando os retornos esperados superam o custo do capital. Três ingredientes são cruciais para o sucesso: foco estratégico (em áreas para crescimento, não em alvos), disciplina de avaliação e planejamento prévio da integração entre funções. Embora esses ingredientes pareçam óbvios, muitas empresas os ignoram. A análise de longo prazo de 705 empresas norte-americanas, feita pelo BCG, mostra que os agentes mais experientes em fusões e aquisições produziram um retorno total médio para os acionistas de 12,4% em um período de dez anos (1993-2002), enquanto o crescimento orgânico das empresas produziu 9,6%.

As empresas que adquirem outras podem fazê-lo de modo amigável ou hostil. Os gestores de uma empresa alvo de aquisição muitas vezes resistem às investidas de compra e, nesse caso, a oferta é dita hostil. A resistência do conselho de administração e dos executivos de uma empresa-alvo pode se manifestar inicialmente através de anúncios à imprensa e de comunicados aos acionistas, esclarecendo o ponto de vista da administração. A resistência pode utilizar diversas táticas de defesa diferentes.

Se a resistência tiver sido preparada com antecedência, uma empresa sob risco de aquisição pode alterar seu estatuto social de modo a dificultar ofertas hostis. Nos Estados Unidos, muitas empresas podem, por exemplo, pedir aos acionistas que estabeleçam medidas como alternar os mandatos dos conselhos de administração ou exigir grande maioria na aprovação de uma aquisição, por parte dos acionistas. Na Europa é proibido alterar o estatuto social para mudar as regras de maioria e as táticas de defesa seriam, preferencialmente: o aumento do capital da empresa ou a proposta de recompra de ações aos acionistas.

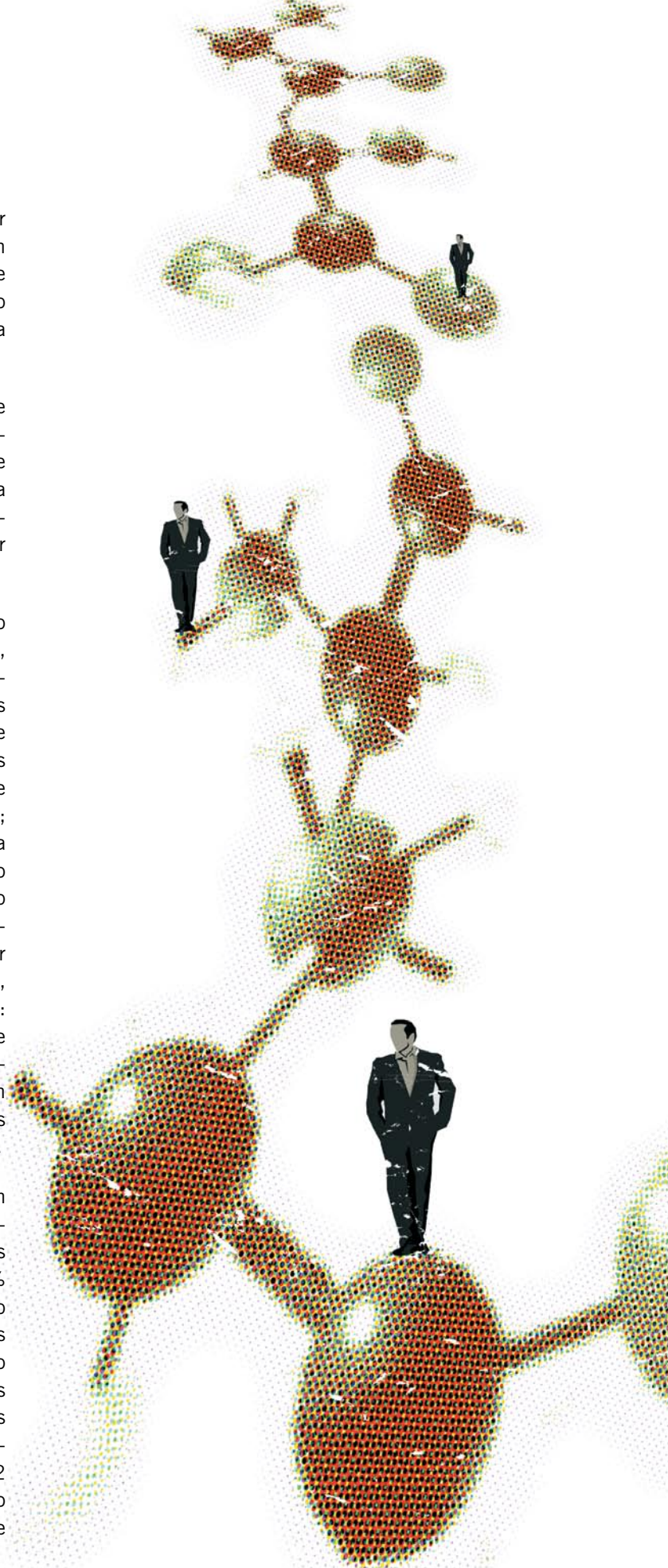
Ao se tornar alvo de uma oferta hostil, uma empresa utiliza táticas de defesa que parecem tiradas das páginas de Harry Potter. Pode tentar encontrar outra empresa "salvadora da pátria," que apresente uma proposta de aquisição mais vantajosa para acionistas e executivos; endividar-se para tornar-se pouco atraente; vender as "jóias da coroa," como por exemplo, desfazer-se de uma linha importante

de produtos que interessa à compradora; oferecer fartas compensações aos executivos que impactem no valor da empresa; ou iniciar um processo de expansão orgânica ou por aquisições que eleve o valor das ações, além da capacidade financeira da empresa proponente.

Historicamente, nos Estados Unidos, cerca de metade das propostas hostis têm sido bem-sucedidas e a empresa-alvo acaba vendida ao proponente hostil. Nos restantes 50% dos casos a proposta hostil foi mal-sucedida e a empresa-alvo permaneceu independente ou acabou sendo adquirida por uma terceira.

**MOTIVAÇÕES PARA FUSÕES** Em artigo publicado pela Harvard Business Review, em março de 2001, o professor Joseph L. Bower analisou 1.036 negócios de fusão e aquisição realizados nos Estados Unidos entre 1997 e 1999, envolvendo mais de 500 milhões de dólares. Foram identificadas seis variedades distintas de transações: por excesso de capacidade; para expansão de linha de produto; como transação financeira na qual uma empresa que atua em diversas áreas vende uma divisão para um fundo de investimentos; para expansão geográfica; como alternativa à pesquisa e desenvolvimento; e para convergência industrial. Bower apresentou suas recomendações aos compradores, para cada tipo de fusão, e bateu na mesma tecla: é preciso tentar manter as pessoas-chave. Esse estudo é importante para os bancos de investimento avaliarem as sinergias potenciais de um negócio, porque as chances de sucesso para essas diferentes categorias são diametralmente opostas.

Bower descobriu que os negócios realizados em decorrência do excesso de capacidade ou da tentativa de expansão da linha de produtos foram os mais comuns, com respectivamente 37% e 36% do total de transações. Esses dois tipos de negócio são ilustrativos das duas equações simples. Os negócios para expansão da linha de produtos são do tipo  $2 + 2 = 5$  do ponto de vista da receita (mais clientes ou mais produtos vendidos a clientes). Os negócios em decorrência de excesso de capacidade são ilustrativos da outra equação de sinergia,  $2 + 2 = 3$ , do ponto de vista do custo (consolidação de clientes ou fornecedores, redução dos custos de manufatura, despesas de capital).





A terceira maior categoria, com 12% da amostra, é aquela em que uma empresa que opera em múltiplos negócios vende uma divisão para um comprador da área financeira. Expansões geográficas vêm a seguir, com apenas 8%. Finalmente, as últimas categorias são novas no cenário das fusões e aquisições e, portanto, raras. Como diz Bower, “não é surpresa que fusões e aquisições como instrumento de pesquisa e desenvolvimento e como resultado de convergência industrial sejam ainda pouco comuns, quando comparadas às justificativas estratégicas mais bem estabelecidas”.

**FUSÕES E AQUISIÇÕES EM CONSEQÜÊNCIA DE EXCESSO DE CAPACIDADE** As transações de fusão e aquisição em conseqüência de excesso de capacidade são uma maneira de “lidar com o excesso de capacidade através da consolidação em setores maduros”, de acordo com Bower. Representam 37% dos negócios amostrados – quase 400 transações. Esses negócios visam a redução da capacidade e da duplicidade. “Ocorrem quando é preciso diminuir o tamanho das empresas gigantes, adequando-as a reduções em mercados mundiais”. Exemplos: a fusão do Chemical Bank com o Manufacturers Hanover e, em seguida, com o Chase, no início dos anos 90, e a fusão da Daimler-Benz com a Chrysler, em 1998.

A empresa adquirente (de um setor com excesso de capacidade) vai eliminar capacidade, ganhar fatias de mercado e criar uma operação mais eficiente. No papel, tudo parece perfeito, e essa é a justificativa mais comum para uma aquisição. Entretanto, para o professor Bower, poucas dessas transações têm sido posteriormente consideradas bem-sucedidas. Isso porque elas são, em geral, “jogos do tipo ganha-perde: a empresa que compra mantém aberto um número maior de suas próprias instalações, retém mais seus próprios empregados que os da adquirida e impõe seus próprios processos e valores. Os empregados da empresa adquirida não têm muito a ganhar. Como em qualquer cenário do tipo ganha-perde, o perdedor não facilita as coisas para o vencedor”. Os bancos de investimento passam por esse tipo de experiência. Parte da estratégia de um banco de investimento bem-sucedido é tentar evitar o estabelecimento de um cenário ganha-perde. Foi o que o Merrill Lynch fez para sua cliente Renault no episódio da aquisição da Nissan. Embora tenha sido uma aquisição

da japonesa Nissan pela francesa Renault, a palavra aquisição nunca foi mencionada. O negócio sempre foi e ainda é apresentado como uma aliança – e assim passará para a história.

As conclusões de Bower não estão inteiramente alinhadas com resultados obtidos por outros consultores. Embora ele considere que poucos desses negócios tenham sido bem-sucedidos após sua concretização, o objetivo mais importante deles – as sinergias de custo –, foi alcançado na maioria dos casos.

#### **FUSÕES E AQUISIÇÕES PARA EXPANSÃO GEOGRÁFICA**

Como no caso das anteriores, as aquisições de cunho geográfico também pretendem alcançar economias de escala e de escopo. O professor Bower diz que elas estão relacionadas com a construção de gigantes industriais. Muitas indústrias perduram por longos períodos em estado fragmentado: negócios locais permanecem locais e nenhuma empresa se torna dominante, regional ou nacionalmente. Ao final, empresas com estratégias bem-sucedidas se expandem geograficamente, adquirindo outras empresas em territórios adjacentes. Em geral, a unidade operacional permanece local, se o relacionamento com os clientes locais é importante. O que a empresa adquirente acrescenta é uma combinação de custos operacionais mais baixos e mais valor para os clientes. Expansões geográficas não passam do tradicional “tubarão engolindo o peixinho” para ganhar acesso aos clientes, canais e área geográfica da empresa-alvo.

As expansões geográficas (diferentemente das aquisições por excesso de capacidade) são, frequentemente, uma proposta do tipo ganha-ganha e, conseqüentemente, mais fáceis de serem levadas a cabo. A aquisição por uma empresa maior pode ajudar uma pequena companhia a resolver um vasto leque de problemas. Para a adquirente, a negociação resolve os problemas de entrada em outras geografias e de administração local. Para a empresa-alvo, resolve os problemas associados a porte e escassez de recursos. Bower dá os seguintes exemplos: “as grandes firmas de contabilidade foram montadas dessa maneira. O mesmo ocorreu com os bancos supra-regionais, com as grandes cadeias de agências funerárias, com muitas cadeias hoteleiras e com as grandes empresas emergentes de consultoria em Internet”.

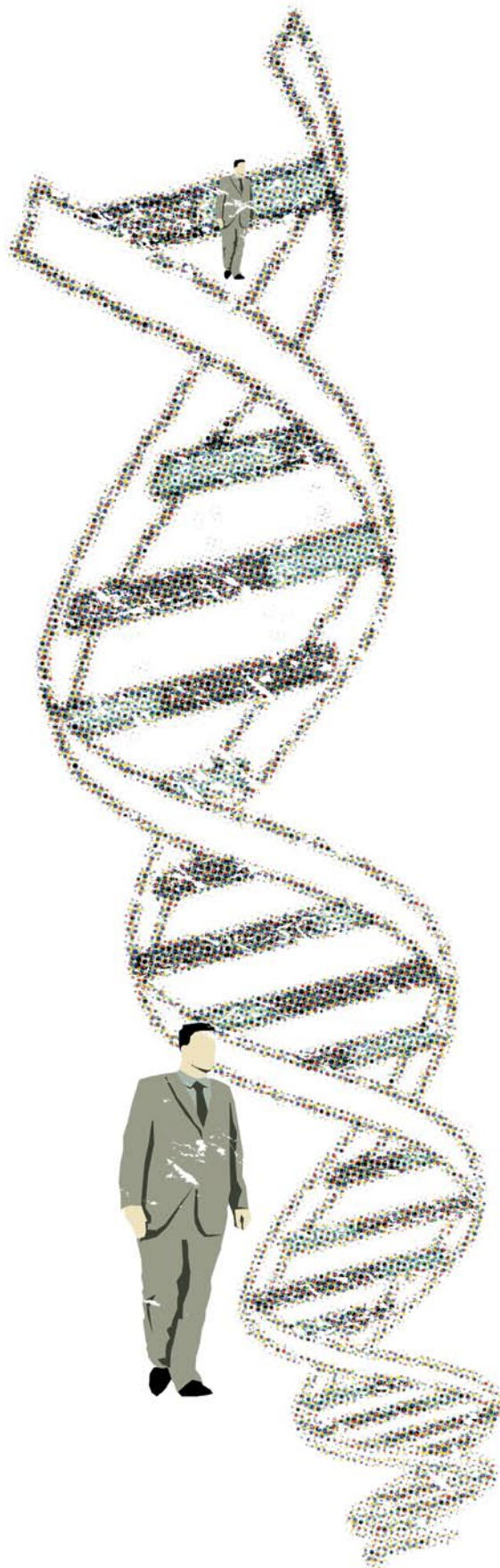
### **FUSÕES E AQUISIÇÕES PARA EXPANSÃO DE MERCADOS OU LINHA DE PRODUTOS**

Essas aquisições expandem a linha de produtos ou a cobertura internacional de uma empresa – representam 36% da amostra estudada por Bower, pouco menos que 400 negociações. Segundo o professor Bower, “às vezes, são semelhantes a expansões geográficas; às vezes envolvem negociações entre grandes empresas. Envolvem também um salto mais amplo para um país diferente e não somente para a cidade ou o estado adjacente”. Ele cita a aquisição da Snapple pela Quaker Oats, a compra da Canadian Peoples Department Stores pela Marks & Spencer e da italiana Nuevo Pignone pela norte-americana GE. As duas primeiras resultaram em fracassos; a última foi um sucesso real. O exemplo brasileiro é a recente tentativa de aquisição da Perdigão pela Sadia, que resultaria em ampliação e diversificação do mercado externo, aliviando o risco de crises e criando oportunidades de crescimento (veja quadro). Para Bower, a chance de sucesso desses negócios depende dos portes relativos da adquirente e da adquirida. Depende também da experiência da adquirente: compradoras contumazes têm melhores chances de integrar com sucesso as duas culturas.

Em estudo publicado em 2004 – Where mergers go wrong –, três consultores da McKinsey, Scott A. Christofferson, Robert S. McNish e Diane L.Sias, concluíram que as expectativas de sinergias de receita são, em geral, extremamente superestimadas. “A sabedoria de Wall Street alerta contra o pagamento por sinergias de receita e, neste caso, está certa. Os maiores erros de estimativa aparecem no lado da receita – o que é especialmente desalentador, já que as sinergias de receita são a base das justificativas estratégicas para classes inteiras de negócios, como os que buscam acesso a geografias, canais e clientes da empresa-alvo. Quase 70% das fusões em nossa base de dados fracassaram na obtenção das sinergias esperadas nessa área”.

### **FUSÕES E AQUISIÇÕES COMO SUBSTITUTAS DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO OU ESTRATÉGIA DE INOVAÇÃO**

O Professor Bower define esses negócios como “as aquisições utilizadas em substituição à pesquisa e ao desenvolvimento internos e com o objetivo de construir rapidamente uma





posição de mercado em resposta ao encurtamento dos ciclos de vida dos produtos”.

Essas transações são extremamente difíceis e talvez, por isso mesmo, pouco frequentes: representam apenas 1% da amostra de Bower, mesmo incluindo os três últimos anos da explosão tecnológica dos anos 90, quando a inovação galopava a passos tão largos que mesmo líderes do setor de tecnologia, como a Cisco, eram obrigadas a adquirir empresas para se manter atualizadas com os últimos avanços.

Segundo Saikat Chaudhuri, professor de administração da Wharton, em seu livro “The Multilevel Impact of Complexity and Uncertainty on the Performance of Innovation-Motivated Acquisitions” (2005), a ‘estratégia de inovação através da aquisição’ apresenta quatro grandes desafios envolvendo produto, organização e mercado e pode ter efeitos adversos associados às incompatibilidades tecnológicas; complexidade de integração, devido à “maturidade” de uma empresa alvo; a imprevisibilidade da trajetória de desempenho de um produto (“incerteza técnica”) e do mercado deste produto (“incerteza de mercado”). A idéia de que comprar esses produtos e empresas “incertos” é uma boa estratégia, simplesmente porque pode ser vantajoso mais adiante, é incorreta. As empresas adquirentes podem ajudar a si mesmas comprando apenas as empresas que apresentam grau limitado de incerteza.

### FUSÕES E AQUISIÇÕES MOTIVADAS PELA CONVERGÊNCIA DE SETORES INDUSTRIAIS

Esse tipo de transação implica a “erosão das fronteiras de um setor industrial, inventando-se um novo setor”. Para o professor Bower, o “sucesso depende não somente de se comprar e integrar bem, mas também, e ainda mais, da precisão com que se acredita saber onde estão as fronteiras de um setor”. É desnecessário dizer que essas transações nem sempre são bem-sucedidas. É preciso ter muita coragem para justificar uma fusão apenas com a aposta que se faz sobre onde estão as fronteiras de um setor industrial, principalmente se considerarmos os riscos inerentes à integração e para a vida das pessoas.

Bower dá como exemplo transações efetuadas pela AT&T, das quais não se pode garantir que houve sucesso. A AT&T comprou em 1991 a NCR, fabricante de computadores e equipamentos para o comércio varejista, em uma transação que logo se mostrou desastrosa. Em 1994, adquiriu a McCaw Cellular Communications, mas o negócio não foi muito bem. Finalmente, em 1999, a AT&T comprou a TCI, segunda maior empresa de TV a cabo do país, acreditando que poderia usar sua rede para oferecer serviços de telefonia local e acesso à Internet em alta velocidade a seus clientes domésticos, e a MediaOne para oferecer acesso a rede, telefone ou cabo a residências nos Estados Unidos – outro fiasco. Isso prova como é difícil explorar o desaparecimento de fronteiras entre setores industriais inventando novas indústrias.

**MICHEL FLEURIET** é professor convidado da Fundação Dom Cabral e professor da Wharton School (University of Pennsylvania), autor dos livros “O Modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras” e “A Arte e a Ciência das Finanças” (Ed. Campus).

**HAROLDO VALE MOTA** é professor de Finanças da Fundação Dom Cabral.





## SADIA-PERDIGÃO: A COMPLEXIDADE POR TRÁS DAS OFERTAS HOSTIS

Em busca de condições mais favoráveis para enfrentar os competidores globais, que operam em escalas elevadas, a Sadia protagonizou em 2006 um dos episódios mais relevantes do mercado de capitais brasileiro, ao formalizar uma oferta “unilateral” de compra de 100% das ações ordinárias da sua rival Perdigão. A operação, denominada “oferta hostil” (*hostile takeover*), só foi possível porque a Perdigão fez recentemente uma pulverização do seu controle, convertendo todas as suas ações preferenciais em ações ordinárias ao ingressar ao chamado Novo Mercado da Bovespa.

Embora a Sadia não tenha conseguido o controle da Perdigão, não podemos dizer que foi uma operação fracassada. Operações de aquisições, hostis ou não, sempre envolvem negociações complexas com muitos interesses em jogo, o que pode demandar um longo período de tempo.

Logo após a oferta da Sadia vir a público, surgiu a primeira controvérsia ligada à operação. Segundo o estatuto da Perdigão, qualquer acionista que adquirir um montante superior a 20% do capital da companhia tem de apresentar oferta de compra a todos os demais acionistas, precificada com base na média de preços dos últimos 30 dias, acrescida de ágio de 35%. Segundo alguns observadores, como a proponente não possuía nenhuma ação da empresa-alvo, não poderia queimar esta etapa do processo e apresentar oferta para 100% dos acionistas. Mas, essa interpretação é contestada por parecer de dois renomados escritórios de advocacia contratados pela Sadia.

A proponente foi muito criticada por não ter conversado previamente com alguns acionistas ligados ao grupo de controle. O argumento é que, assim, poderia ter percebido melhor o interesse do grupo, ajustando sua oferta à expectativa dos acionistas. A Sadia talvez acreditasse que a pulverização do controle acionário da empresa, realizada poucos meses antes, pudesse dispensar este procedimento. Ou que sua proposta era boa o suficiente para atrair não apenas alguns dos fundos de pensão que formam o bloco de controle, mas também um número significativo de minoritários, o que lhe permitiria atingir seu objetivo de adquirir 50% mais uma das ações da companhia. A Sadia disse que não conversou antes com os acionistas para não violar as regras do Novo Mercado, que prevêem tratamento equânime a todos os acionistas.

A negativa dos principais acionistas da Perdigão à oferta pública foi classificada pela proponente como “uma decisão emocional”. Talvez a Sadia tenha razão, mas o “não” é uma tática de defesa geralmente empregada em ofertas hostis, conhecida como “Nancy Reagan”, em alusão à campanha antidrogas da ex-primeira dama americana, cujo slogan era “Diga simplesmente não”. Como em qualquer processo de negociação, críticas e contra-críticas precisam ser lidas nas entrelinhas.

Outra questão que gerou polêmica foi o preço de R\$ 27,88 por ação, oferecido inicialmente pela Sadia. Muitos analistas de mercado julgaram-no insuficiente, embora embutisse um ágio de 35% sobre o preço de mercado dos últimos trinta pregões da Bovespa. Um dos vários argumentos é que o preço oferecido pela Sadia deveria conter um prêmio pelo fato de a Perdigão estar listada no Novo Mercado, com regras de governança mais rígidas. Contudo, este argumento é frágil, pois o ágio já deveria estar contido no preço de mercado da ação da empresa-alvo que foi utilizado no cálculo do preço ofertado. Uma coisa é certa – sempre que num processo de oferta hostil ocorrem impasses por razões não reveladas, haverá espaço para controvérsias quanto ao preço, geralmente baseado em critérios subjetivos.

A reação da Perdigão veio em menos de 30 dias. A companhia anunciou um plano para captar cerca de R\$ 500 milhões, através de uma oferta pública de novas ações, com o objetivo de financiar o seu crescimento orgânico ou por aquisições, resultando num esperado aumento do preço de mercado da empresa. Com isto, imagina-se que a Sadia não teria mais fôlego para sustentar uma nova oferta de aquisição.

Toda essa polêmica, aparentes equívocos e reações geradas pelas partes ao longo desse episódio mostram a complexidade que existe por trás de um processo de aquisição hostil, que no caso da Sadia-Perdigão pode não ter ainda se encerrado. O aumento no preço de mercado das ações das duas empresas, quando do anúncio da oferta, demonstra que o mercado acredita que a fusão criaria valor para os seus acionistas. Certamente, isso não será desprezado pelo mercado financeiro ou pela indústria, no futuro.