

# O SUCESSO DAS FUSÕES

O propósito essencial de um processo de fusão e aquisição é a elevação do desempenho sinérgico entre duas organizações. Contudo, exemplos mostram que perdas e destruição de valor podem ocorrer nessas operações se algumas medidas cautelosas não forem tomadas

---

POR ANDREA MINARDI, LUCA BORRONI E CONRAD NATHAN GOLDSTEIN

---



**Há uma sensação difusa** no mercado de que fusões e aquisições, em geral, não são bem-sucedidas. Inúmeros casos de fracasso confirmam a destruição de valor para os acionistas. Em 1994, por exemplo, a Quaker Oats pagou US\$ 1,7 bilhão para adquirir a Snapple, em uma transação considerada arrojada e de grande visibilidade, e três anos depois a vendeu por US\$ 300 milhões. Essa perda em capital fragilizou a Quaker, resultando em sua aquisição pela PepsiCo, em 2000. A fusão entre Time Warner e AOL, em 2001, por US\$ 164 bilhões, tornou-se um pesadelo por causa das diferenças culturais e de uma crescente crise financeira. Este artigo analisa as causas que podem explicar o fracasso das fusões e aquisições (F&A) e as medidas que podem aumentar a probabilidade de sucesso.

**O TAMANHO DAS OPERAÇÕES.** Em 2007, por exemplo, estima-se que as operações de F&A movimentaram US\$ 4 trilhões no mundo e US\$ 74 bilhões somente na América Latina. No Brasil, segundo dados da Thomson, ocorreram mais de 677 operações.

A literatura classifica as F&A de acordo com três modelos: *Merger between equals*, no qual há fusões de duas empresas de estrutura e tamanho comparáveis; Transmissão de competências e compartilhamento de atividades, pelo qual uma empresa compra outra de estrutura e tamanho relativamente menor; e Gestão de carteira, que envolve conglomerados e há a intenção de diversificação e não necessariamente a consolidação de duas estruturas.

Nos dois primeiros casos, a fonte de criação de valor são as sinergias administrativas, operacionais e financeiras. Entende-se por sinergia a melhora no desempenho combinado da nova empresa comparativamente ao desempenho que as duas tinham antes, cada uma independente da outra. No contexto de uma transação de F&A, os alicerces geradores de sinergia incluem visão estratégica, estratégia operacional, integração de sistemas e poder e cultura organizacional.

**PRÊMIO DE CONTROLE.** Há uma expectativa geral de que o valor da nova empresa seja superior à soma dos valores das duas empresas independentes, incorporando o valor das sinergias

esperadas. Portanto, quando, após o anúncio de uma aquisição, o preço da ação da compradora cai e da vendedora sobe, significa que os analistas de mercado acreditam que a compradora está pagando um prêmio superior ao valor das sinergias.

Ou seja, o mercado acredita que há destruição de valor para o acionista da empresa compradora por meio da transferência de valor para os acionistas da vendedora. A diferença entre o valor das sinergias e o valor pago representa o prêmio de controle. Quanto mais competitivo for o mercado de aquisições e menos candidatos disponíveis para aquisição, maior será o prêmio pago ao vendedor.

Ao analisarmos as informações de 90 ações de empresas brasileiras que anunciaram compra de outra empresa no Brasil no período de janeiro de 1995 a março de 2008, observamos que, no período de 90 dias anterior à notícia até quatro dias após a notícia, as ações tiveram em média uma queda de 6,3% acumulada em relação ao retorno acumulado do IBOVESPA. Já as ações das empresas-alvo no mesmo período tiveram, em média, um retorno acumulado de 9,2% acima do IBOVESPA.

As operações de fusão e aquisição envolvem um grande contingente de pessoas, e a possibilidade de algum vazamento de informação é grande. Percebeu-se que os retornos das ações das empresas compradoras começam a cair em relação ao IBOVESPA cerca de 50 dias antes da divulgação da notícia, e que as ações das empresas-alvo começam a subir cerca de 60 dias antes.

**DESTRUIÇÃO DE VALOR.** As F&A acontecem em ondas, as quais coincidem com os períodos em que os mercados estão aquecidos e os gestores das empresas e investidores excessivamente otimistas. Por isso, transações efetuadas em períodos aquecidos e com maior competição tendem a refletir prêmios maiores e superestimação dos valores das sinergias.

Não é simples o processo de consolidação de duas estruturas. Quanto maior o tamanho e a estrutura da empresa-alvo em comparação com a empresa compradora, mais complexo será esse processo, pois provavelmente haverá mais briga pelo poder. Da mesma maneira, quanto mais diferente for o setor da empresa-alvo em relação ao setor da empresa compradora, mais complexa será a implementação

## É NECESSÁRIO TER CLARO ONDE SE QUER CHEGAR COM A FUSÃO PARA CENTRAR OS ESFORÇOS NOS GANHOS DE LONGO PRAZO, E NÃO APENAS EM CORTE DE CUSTOS E ELIMINAÇÃO DE REDUNDÂNCIAS

de sinergias. Por isso, tamanho relativo da empresa-alvo e diversificação da fusão são fatores que têm relação negativa com desempenho de longo prazo de fusões.

Além do excesso de confiança, há diversos problemas ligados à atitude dos executivos das empresas compradoras. É comum realizarem aquisições sem uma estratégia clara, sem conhecimento adequado da empresa-alvo e sem uma *due diligence* "cultural" prévia, como, por exemplo, no caso DaimlerBenz e Chrysler. É comum não existir um plano de integração pós-aquisição, que poderia acelerar a operacionalização das sinergias. Remunerações variáveis baseadas no crescimento dos ativos tangíveis, do resultado operacional e do lucro criam incentivo para *realizar* aquisições, mesmo que estas destruam valor para os acionistas.

**FATORES DE SUCESSO.** É importante que a visão estratégica da fusão esteja bem clara antes da efetivação da transação, para que o modelo pós-fusão seja articulado de maneira centrada na criação de valor de longo prazo. Por exemplo, se o motivo da fusão for escala, a vantagem competitiva será obtida com tamanho, e deverão ser priorizados corte de custos e ganho de eficiências.

Se o objetivo da fusão for melhorar a operação como um todo, combinando os talentos das duas empresas, a nova estrutura deve almejar a compatibilização das pessoas mais adequadas, identificando os talentos e conhecimentos de áreas

necessários. E se o objetivo da fusão for expandir o escopo de atuação com a complementaridade de produtos e serviços, deve-se redefinir o negócio para atender melhor os clientes. É necessário ter claro onde se quer chegar com a fusão para centrar os esforços nos ganhos de longo prazo, e não apenas em corte de custos e eliminação de redundâncias.

Um processo de *due diligence* criterioso é essencial, tanto para validar se a visão estratégica da fusão é correta e alcançável, quanto para eliminar maquiagens contábeis e identificar esqueletos ambientais, trabalhistas e tributários. É muito importante que haja questionamento se há compatibilidades das duas culturas e se investiguem bem as capacidades tecnológicas, os recursos humanos e os talentos.

Muitas vezes, as empresas destroem as sinergias existentes e o valor da fusão no processo de integração das duas empresas. Por isso um planejamento pré-fusão para as decisões-chave sobre liderança, estrutura e cronograma dos processos é vital para o sucesso do processo. É necessário selecionar de imediato uma equipe para liderar a fusão, e estabelecer as diretrizes para os níveis organizacionais mais baixos. Embora o planejamento seja importante, ele, sozinho, não garante o sucesso do processo de implementação, que envolve compatibilização de sistemas, seleção das pessoas que ficarão e das que serão dispensadas, plano provisório para as pessoas que serão dispensadas, mas que são necessárias durante o processo de integração. Um bom plano de comunicação é chave para manter os funcionários talentosos e a motivação em geral. Se o processo for complexo, é interessante considerar a contratação de consultorias especializadas que poderão aumentar muito a probabilidade de sucesso.

Fusões e aquisições realizadas durante um momento de crise e recessão provavelmente terão maior probabilidade de sucesso no longo prazo. Como existe escassez de recursos e menos competição pelas empresas-alvo, os prêmios de controle devem ser menores, os processos de *due diligence* mais rigorosos e os planos de integração das duas estruturas mais criteriosos.

**ANDRÉA MINARDI, Professora do INSPER, minardi@insper.org.br | LUCA BORRONI, Diretor acadêmico de educação executiva do Instituto de Ensino e Pesquisa, lucab@insper.org.br | CONRAD NATHAN GOLDSTEIN, Economista e analista de investimentos da Endurance Capital Partners S.A., conrad@endurancepartners.com.br**