

A APLICAÇÃO DO REFERENCIAL TEÓRICO NOS PROCESSOS RECENTES DE FUSÕES & AQUISIÇÕES

Eduardo Silva Farinazzo
Leonardo dos Santos Rodrigues
Mario Henrique Quintero Laskievic
Matheus Werneck Achoa Pires
Ricardo Bruno Novack Bueno
Luiz Carlos Jacob Perera

RESUMO

O tema Fusões e Aquisições é recorrente no meio empresarial, devido às empresas buscarem constantemente aumentar o seu valor de mercado. Agregar valor à empresa não é tarefa fácil, pois implica adaptar-se a cenários nem sempre favoráveis e fazer a rentabilidade da empresa superar o custo de capital, ajustado ao risco do empreendimento. O crescimento desejado (rápido e rentável) obriga as empresas a serem ágeis no seu processo decisório. Entre as possíveis alternativas encontra-se a compra de um concorrente, possibilitando superar etapas do processo de crescimento. Empiricamente o sucesso de um processo de F&A pode ser testado pelos ganhos conjuntos das empresas envolvidas. Na prática, o processo é árduo e trabalhoso, exigindo muita aplicação dos agentes. O presente trabalho subsidia um projeto maior de monografia e analisa, a luz de referencial teórico atualizado, cinco estudos de Fusões e Aquisições recentemente realizados.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, aquisições de empresas, resultados de fusões e aquisições, motivos para fusões e aquisições, estratégias de negócios.

INTRODUÇÃO

Neste artigo, procura-se, a partir da análise de cinco trabalhos científicos, encontrar e identificar motivos e efeitos empresariais influenciadores dos processos de Fusões e Aquisições (F&A), que estejam de acordo com o referencial teórico apresentado. Procura-se, ainda, determinar, na prática, como ocorrem os processos de F&A e quais os principais resultados alcançados.

Pelo fato de o mundo, hoje, apresentar competitividade muito acirrada, a busca por novos mercados é uma realidade para as organizações. Este estudo torna-se uma ferramenta relevante por apresentar os motivos principais que levam as empresas a adquirir outras empresas, e os problemas enfrentados por elas nesse processo. Tais problemas ocorrem por fatores como a falta de planejamento, a inexperiência com o processo e a falta de importância dada a ele.

No cenário mercadológico atual, muitas vezes a opção mais viável para o crescimento da empresa dá-se pela aquisição de uma concorrente, pois o mercado encontra-se em equilíbrio, ou seja, atendendo às expectativas da demanda e opções de crescimento expansionistas seriam temerárias. Este e outros aspectos das F&A são discutidos neste texto.

O problema de pesquisa formulado foi: **Os processos de Fusões e Aquisições desenvolvidos pelas empresas levam em consideração o referencial teórico existente?** Considerando que este trabalho objetiva subsidiar um projeto maior de monografia sobre o tema F&A, foi estabelecido como objetivo geral a verificação da adequação do referencial teórico disponível

aos processos de fusões e aquisições analisados. Como objetivo específico procurou-se verificar os resultados alcançados a partir dos processos desenvolvidos pelas empresas constantes das pesquisas analisadas.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma: inicialmente, apresenta-se a introdução colocando o contexto da pesquisa; no item dois apresenta-se o referencial teórico pertinente; o item três discute a metodologia adotada; no item quatro, apresenta-se os principais resultados encontrados, e; finalmente, são tecidas as considerações finais com as principais conclusões da pesquisa.

1. REFERENCIAL TEÓRICO

1.1 Conceitos de Fusões e Aquisições

Aquisição é o processo pelo qual as ações ou ativos de uma empresa passam a pertencer a um comprador. É o termo genérico usado para descrever a mudança de proprietário. Quanto à fusão é o termo específico para o procedimento que pode ou não acontecer após a aquisição (REED e LAJOUX, 1995:4). Rasmussen (1989) salienta que a aquisição não é um evento isolado, e sim, parte integral do processo de expansão e crescimento de um grupo econômico. As F&A são poderosas ferramentas para o crescimento e expansão econômica empresarial, permitindo a penetração em novos mercados em curto prazo, evitando a espera pela maturidade de investimentos internos a partir da estaca zero.

As duas últimas décadas do século XX foram marcadas por um crescente aumento das operações de fusões e aquisições. Isso ocasionou diversas mudanças, alterando padrões de gestão, produção e emprego no mundo todo. Trata-se de um fenômeno que tende a continuar. Segundo Dupas (2001), a concentração das últimas décadas ainda persistirá, apesar de o número de líderes mundiais, na fabricação de vários produtos em áreas fundamentais à economia contemporânea, já ser muito restrito. No Brasil, o tema F&A passa a ter maior importância no início dos anos 90 quando o número de operações começa a aumentar, em decorrência da redução das barreiras à entrada ao capital estrangeiro e da inserção do país no mercado globalizado.

Rossetti (2001) afirma ser provável que o ritmo se acelere em virtude de fatores como i) a intensificação de privatizações em áreas em que o setor público ainda tem presença marcante; ii) confirmação da estabilidade monetária; iii) um número ainda grande de empresas familiares envolvidas em processos sucessórios complexos; iv) crescente participação dos fundos de pensão no patrimônio empresarial do país e; v) retomada do crescimento econômico, em bases sustentáveis.

De acordo com Barros (2003), fusão envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores. Já a aquisição determina o desaparecimento legal da empresa comprada. Duas grandes lógicas estão sempre envolvidas com processos de F&A; uma está ligada à maximização de valor da empresa e outra a fortes motivações do corpo diretivo. Para Cartwright e Cooper (1999) as duas estão muito relacionadas porque, do ponto de vista ideal, as razões do corpo diretivo têm como última consequência o aumento do valor da empresa.

Rourke (1992) e Evans, Pucik e Barsoux (2002) identificam outros motivos para a aquisição de empresas. Para o primeiro, as razões da aquisição estão ligadas à necessidade de diversificação pura, à melhoria de posição no mercado, à aquisição de tecnologia e ao aproveitamento de situações de reestruturação, quando a empresa tem problemas de desempenho. Para os segundos,

estão ligadas a domínio de mercado para ganhar economia de escala e controle sobre canais de distribuição, expansão geográfica, aquisição e/ou alavancagem de competências, aquisição de recursos, ajuste ao mercado competidor e desejo irracional de executivos. Muitas empresas são vendidas devido a dificuldades financeiras, e isso também é muitas vezes determinado por razões pessoais ou envolvimento emocional do dono e fundador com a empresa, fazendo com que o proprietário não enxergue, estrategicamente, o melhor momento da venda, ocorrendo a venda em período de extrema dificuldade financeira.

1.2 *Due Diligence*

Due Diligence trata-se da etapa inicial do processo de aquisição, quando são feitos levantamentos e análises sistematizadas sobre a empresa a ser adquirida (BARROS, 2003). Segundo Marks e Mirvis (1998) o mais comum nessa etapa é focalizar as implicações financeiras decorrentes dos valores relativos a taxas, impostos ou quaisquer questões legais que influenciem na estrutura da transação em si, com o objetivo de auxiliar a definição do preço a ser pago.

Muitas empresas formam equipes multidisciplinares com capacidade e expertise para cumprir a *due diligence*, porém o que geralmente ocorre é a formação de uma equipe de *background* para avaliar os riscos financeiros envolvidos na operação. Isso faz com que o processo de *due diligence* fique muito focalizado, dispensando outros aspectos importantes que deveriam ser analisados.

A composição da equipe é que faz a negociação ser variada. Por ser uma questão importante e estratégica, os profissionais que farão parte da equipe são escolhidos pela direção da empresa. Normalmente, os critérios para escolha são experiência, competência e relação de confiança. Em alguns casos, o dono participa da negociação, em outros, a tarefa é entregue a executivos ou também a instituições especializadas, como bancos e empresas de consultoria.

Para Rourke (1992) o período de integração é mais lento quando os fundadores permanecem na empresa adquirida. A empresa adquirente não pode ser ingênua em relação às presenças que se enriqueceram com a operação, pois esse fato dificulta a garantia de comprometimento com a nova forma de organização. Por outro lado, quando a empresa quer ou precisa ser vendida e o corpo social compartilha dessa visão, o tempo de integração e as dificuldades inerentes ao processo tendem a ser menores.

Segundo Evans, Pucik e Barsoux (2002) a maioria das empresas reconhece que os primeiros cem dias após a aquisição são de extrema importância para evitar consequências negativas. Apesar da importância desse período, poucas são aquelas que elaboram um plano de ação para essa fase. Algumas das que planejam, privilegiam apenas a indicação rápida de uma equipe de integração e a divulgação da nova estrutura organizacional. As fusões e aquisições normalmente têm como funcionalidade resolver deficiências ou carências em termos mercadológicos, tecnológicos ou de talentos para a gestão do negócio.

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006) as principais vantagens e motivos da ocorrência desse tipo de transação são:

- Ganhos com economia de escala e outras formas de sinergia;
- Viabilização da expansão em prazo mais curto, redução do custo da expansão e diminuição dos prazos de implantação e dos riscos de uma nova linha de produtos;
- Aumento do poder de mercado diante de clientes, distribuidores e fornecedores;
- Garantia de novos canais de distribuição e utilização de bases já instaladas;
- Obtenção de vantagens fiscais;

- Remoção de um concorrente potencial;
- Remoção de barreiras à entrada em novos mercados;
- Remoção de administradores ineficientes;
- Redução dos riscos inerentes ao desenvolvimento interno de novos projetos ou produtos ou à montagem de estabelecimentos próprios em novos segmentos de mercado. Em vez de se construir uma fábrica, comprar máquinas, desenvolver produtos e correr atrás dos clientes, compra-se uma empresa em pleno funcionamento;
- Entrada em novos mercados e novas indústrias - é a forma mais rápida de entrar em novos mercados e indústrias; pode proporcionar o tamanho ideal para o novo entrante, assim como agilizar a expansão geográfica, por meio de marcas regionais e capacidade de produção local;
- Utilização de fundos em excesso, de um lado, e levantamento de fundos, de outros.
- Diversificação do risco – várias empresas juntas, em setores ou mercados diferentes, reduzem o risco do grupo e a volatilidade das receitas;

1.3 Teoria da Eficiência

A teoria da eficiência leva em conta a sinergia. Quando alguma empresa destina sua energia para fusão ou aquisição, espera-se o melhoramento do desempenho ou o alcance de algum tipo de sinergia, aumentando a eficiência da economia como um todo. Acredita-se que quando há o processo de F&A, a eficiência de qualquer uma das partes envolvidas no processo (empresa compradora e adquirida) é passada para a outra parte que não possuía eficiência.

Normalmente, as fontes de sinergia são mais intensas em transações horizontais, ou seja, em empresas do mesmo setor. Isso ocorre porque existe muita semelhança nas tarefas, processos, normas, procedimentos e os departamentos possuem funções similares, fazendo com que existam grandes possibilidades de redução de despesas.

Segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006), são quatro as principais fontes de sinergia entre empresas: i) **aumento da receita**. Essa fonte refere-se à possibilidade da soma das receitas da empresa combinada, seja maior do que as receitas das empresas separadas; ii) **redução de custos e despesas**. Essa fonte refere-se à possibilidade da empresa conjugada poder operar de maneira mais eficiente do que as duas empresas separadamente. Fatores como economia de escala, economia de integração vertical, utilização de recursos complementares e transferência de tecnologia entre empresas auxiliam na redução de custos e despesas; iii) **benefícios fiscais**. Os ganhos fiscais podem ocorrer pelo uso de prejuízos fiscais e diferimento de pagamento de imposto de renda e por um melhor planejamento fiscal/tributário, que pode ocorrer com o retardo ou impedimento do fato gerador do imposto; iv) **redução do custo de capital**. Essa redução pode ocorrer com a percepção de um menor risco das empresas, já que estas ficaram maiores e passam a ser consideradas bem sucedidas. Esse benefício, normalmente não aparece no primeiro ano, pois os empréstimos, de maneira geral, já foram contratados com taxas e prazos definidos.

De acordo com Key (1995), os ganhos sinérgicos podem demorar para aparecer se a reestruturação das empresas levar tempo para ser concluída, e eles podem até mesmo não ocorrer se a reestruturação não visar a integração dos departamentos, a eliminação das tarefas redundantes e o corte do pessoal em excesso. A reestruturação deve ser rápida e eficiente, pois se não for assim, além da sinergia não aparecer, as empresas arcarão com custos da ineficiente integração.

Conforme Wright, Krol e Parnell (2000:153), a fusão é uma estratégia de crescimento em que uma empresa combina-se com outra. Reed e Lajoux (1995:3) e Wright, Krol e Parnell (2000:145) aproximam os conceitos ao afirmarem que uma fusão ocorre quando uma empresa é combinada com outra, chamada sobrevivente e desaparece dentro de outra.

1.4 Evolução das Fusões e Aquisições

Para muitos autores, como Mitchell e Mulherin (1996), o desenvolvimento em determinadas indústrias influenciará onde atividades de ordem econômica estão concentradas. Katz, Simanek e Townsend (1997) afirmam que um dos motivos, além daqueles econômicos, para que cada onda apresente silhuetas diferentes é a constante alteração das leis. Análises essas que são corroboradas por Camargos e Barbosa (2003), que afirmam que as fusões e aquisições ocorrem de maneira cíclica, havendo, ainda, período de maior ou menor atividade por motivos principalmente de ordem econômica.

Camargos e Barbosa (2003) descrevem quatro ondas como principais e mais facilmente identificáveis. A primeira teve início no final do século XIX e durou até os primeiros anos do século passado, quando uma nova depressão interrompeu o primeiro ciclo. Sua principal motivação foi a consolidação de diversos setores industriais, como petróleo e aço, e a formação de monopólios – uma vez que ainda não havia legislação regulamentada sobre o tema.

DePamphilis (2003) acrescenta que nesse período as aquisições eram basicamente horizontais, ou seja, caracterizavam-se pela união de empresas atuantes do mesmo setor – geralmente concorrentes.

Com o fim da Primeira Grande Guerra, uma nova fase de vigoroso crescimento iniciou-se, sendo interrompida novamente em 1929, ano em que eclodiu a Grande Depressão. DePamphilis (2003) diz que a regulamentação sobre o conceito de monopólio, com seus primórdios ligados ao *Clayton Act* que, em 1914, nos EUA, condenou e exemplificou práticas restritivas de concorrência, tais como vendas casadas e aquisições maléficas ao mercado, impediu que um número grande de empresas se fundisse em apenas uma. Nesse período, a concentração passou de monopólios para oligopólio.

Segundo ele, no segundo ciclo as fusões e aquisições também foram do tipo horizontal, visando menor concentração da indústria. Stigler (1950) complementa que, apesar de o número de fusões horizontais continuar predominante, nesse período houve mais uniões verticais, em que se adquire empresas de uma mesma cadeia produtiva.

A terceira onda surgiu após a Segunda Grande Guerra, oriunda de uma maior sofisticação no mercado financeiro. Alguns autores, como DePamphilis (2003) a chamam de Era dos Conglomerados e indicam sua duração como sendo entre 1965 e 1969.

Segundo Triches (1996), nessa fase novas alterações nas leis antitruste na década de 1950 dificultaram as fusões e aquisições do tipo horizontal e vertical (embora essa última continuasse acontecendo em detrimento à horizontal). Assim, esse ciclo observou a formação de conglomerados, quando empresas que atuavam em outros setores e não concorriam entre si foram unidas. Segundo o mesmo autor, boa parte dos conglomerados formados nesta época não logrou êxito por “ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade” (TRICHES, 1996).

Katz, Simanek e Townsend (1997) afirmam que 50% dos conglomerados dessa época terminaram em desinvestimentos após cinco anos. Segundo os autores, ilusões a respeito de sinergias financeiras e gerenciais levaram a resultados desastrosos. As sinergias financeiras eram esperadas pela redução do risco do negócio, uma vez que, admitindo-se que segmentos diferentes possuem taxas de crescimento variadas em mesmos períodos, a diversificação

contribuiria para esse objetivo. Como resultado, as empresas teriam acesso a crédito a juros mais baixos, além de economia de escala financeira. Contudo, essa tática não se mostrou verdadeira na prática, pelo fato de que investidores conseguiam retornos muito maiores com a diversificação em seu portfólio de ações, e não investindo em uma só empresa holding de um conglomerado.

Já as sinergias gerenciais não ocorreram muitas vezes por excesso de confiança dos gerentes gerais dos conglomerados e também por problemas de agência quando, para reter poder, diretores preferiam investir em negócios que eles nunca haviam trabalhado antes a retornar dinheiro aos acionistas na forma de dividendos. Katz, Simanek e Townsend (1997) dizem ainda que, a falta de controle por falta dos acionistas da época contribuiu para que os problemas acima relatados ocorressem.

A quarta onda vigorou ao longo da década de 1980 e apresentou maiores aquisições hostis, que até esse período não eram comuns. Além disso, prosseguiram os movimentos de desinvestimento de grandes conglomerados que se formaram durante a terceira onda de fusões e aquisições, na década de sessenta. (DEPAMPHILIS, 2003). Ainda o baixo preço das ações, causado pelo *crash* da bolsa de Nova York em 1987, possibilitou a compra de empresas norte-americanas por estrangeiras, fato que ainda não havia acontecido em grande volume até então. Tais aquisições foram majoritariamente hostis (TRICHES, 1996).

Katz, Simanek e Townsend (1997) afirmaram, também, que uma política antitruste mais liberal propiciou reestruturações dentro de segmentos industriais mais facilmente. Aliás, para estes e outros autores, reestruturação é a palavra chave dessa Quarta Onda. Segundo eles, as transações que alcançaram maior sucesso nesse período foram aquelas em que se comprava um conglomerado inteiro, vendendo-se depois cada negócio separadamente, alcançando maior valor.

Diferente de Camargos e Barbosa (2003), que apontam quatro ondas, alguns autores como DePamphilis (2003) e Katz, Simanek e Townsend (1997) já consideram uma nova onda, aquela ocorrida ao longo da década de 1990. Esses últimos apontam que a principal razão para F&A na Quinta Onda é o alcance de sinergias operacionais: economias de escala e escopo em aquisições horizontais. Triches (1996) afirma que a década de 1990 assistia à “adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, adequação determinada por mercado em retração (início da década), reformas governamentais e mudanças tecnológicas”.

DePamphilis (2003) ressalta que, nesse período, também contribuíram para as fusões maiores desregulamentação nas leis de mercado, revolução na tecnologia de informação e crescente leva de privatizações globalmente. Aliado a um dos momentos de maior expansão do crescimento e do mercado de capitais, essa onda gerou o volume mais intenso da história das fusões e aquisições, US\$ 3,48 trilhões em 2000. Observa-se que em todas as ondas analisadas, fatores não-econômicos como as Leis Antitruste delimitaram o alcance e a concentração resultante de fusões e aquisições.

1.5 Tipos de Fusões e Aquisições

F&A podem ser classificadas de diversas formas. DePamphilis (2003) afirma que a classificação de uma operação desse tipo dependerá de as empresas estarem ou não na mesma indústria, ou de sua relação na cadeia produtiva. Nesse contexto, o autor chama de horizontais as fusões entre duas empresas de um mesmo segmento, ao passo que os conglomerados são o resultado de uniões entre companhias de setores sem relação entre si.

Quando firmas de uma mesma cadeia de valor se juntam, ou seja, a união entre fornecedor e cliente, ou do extrator da matéria-prima com o utilizador desta, temos uma fusão ou aquisição vertical. Camargos e Barbosa (2003) relatam que é denominada montante a aquisição de uma

empresa acima da adquirente na cadeia, como a compra de um fornecedor, ao passo que o inverso é chamado jusante – um bom exemplo é a aquisição de um distribuidor.

DePamphilis (2003) e Camargos e Barbosa (2003) concordam também acerca da definição da forma com que a fusão ou aquisição é realizada. Assim, dois outros termos surgem: fusão ou aquisição amigável ou hostil. No primeiro caso, existe mudança na propriedade corporativa, mas poucas substituições no controle administrativo, já que a gerência da firma alvo é receptiva à idéia da união. Já na aquisição hostil, ocorre efetiva mudança da administração da firma-alvo e não há solicitação de tomada de controle. A potencial adquirente busca comprar ações diretamente no mercado, até conseguir uma porcentagem suficiente para o controle. Esse procedimento pode ser feito via Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA).

Havendo possibilidade, a aquisição amigável é preferível em relação à hostil, uma vez que o preço de compra alcança um valor menor em comparação à oferta hostil. Além disso, o processo pós-fusão, ou seja, as ações conjuntas que viabilizarão o negócio efetuado fluirão muito mais facilmente caso a fusão tenha sido de interesse mútuo – adquirente e firma-alvo. Um estudo da *Thomson Financial Securities Data Corporation* nos EUA na década de 1990 mostrou que apenas 17% das aquisições hostis alcançaram sucesso administrativo (DePamphilis, 2003).

1.6 Fatores Motivadores nas Fusões e Aquisições

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2006), uma impressionante infra-estrutura de sustentação às negociações de F&A apareceu, incluindo diversos tipos de entidades, desde bancos até mesmo investigadores particulares, constatando ainda que esse seja um movimento relativamente novo, que começou a surgir no fim dos anos setenta. Ao analisar-se os diversos fatores que podem motivar uma transação de F&A, a constatação, quanto à grande estrutura de sustentação que surgiu, não chega a ser uma surpresa. De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2006) um dos fatores chave para motivar uma fusão, é o fator financeiro em relação ao retorno médio ao acionista, principalmente ao acionista da empresa adquirida, que em média recebe um ágio de 20% pela transação.

Dentre outros fatores positivos de influência para uma fusão e aquisição, pode-se abordar primeiro o que Brealey e Myers (1998) considera como objetivo principal para uma fusão horizontal, as economias de escala. Nas fusões elas são possíveis através da redução de custos que um aumento no nível de produção proporciona, aplicação mais racional dos esforços em pesquisa e desenvolvimento, além é claro da transferência de *know-how*. Na prática isso não é tão simples, normalmente, é muito mais fácil adquirir uma empresa do que integrá-la com a compradora. Devido a essa dificuldade, muitas empresas que promovem um processo de fusão optam por, ao término do processo, continuar atuando em separado e até mesmo como concorrentes, em determinados mercados.

Outro fator motivante, que pode ser elencado, é a economia decorrente da integração vertical, que ocorre quando, por exemplo, uma empresa industrial, em busca de maior controle sobre seu processo produtivo, avança sobre um fornecedor ou um cliente, chegando mais próximo da matéria prima ou do consumidor final.

Brealey e Myers (1998) também aborda a questão da combinação de recursos complementares. Isso ocorre em casos onde uma pequena empresa tem potencial para crescimento, mas não tem os recursos nem a estrutura para tal. Nesses casos, uma fusão com uma grande empresa, em condições de promover a expansão, pode ser uma boa solução, rápida e barata. Para a empresa compradora, também se torna um bom negócio, pois a empresa comprada proporciona uma nova oportunidade de negócios, sem os custos e o tempo necessário para se iniciar um processo desde o início.

No caso de as operações serem bem sucedidas, as empresas juntas valem mais e obtêm oportunidades melhores do que quando estavam separadas. Esse fator motivador também pode influenciar processo de F&A entre duas empresas igualmente grandes, porém são situações menos comuns, pois geralmente os maiores ganhos são proporcionados nos casos entre pequenas e grandes empresas.

Segundo Brealey e Myers (1998), outro fator motivador é a questão dos benefícios fiscais. Muitas vezes ocorre a situação na qual a empresa possui prejuízos reportáveis para os exercícios futuros, mas não dispõe de lucros para fazer uso desse benefício. Nesses casos, a fusão com outras empresas que dispõe de lucros tributáveis é uma boa opção, que proporciona uma grande economia para a empresa.

De acordo com Benston (1980), mais um fator que pode ser apontado como motivo para uma F&A, é a existência de fluxos de caixa livres. Esse excedente de capital pode ser utilizado para a compra de ações de outras empresas, como forma de reaplicar o dinheiro da empresa.

Em casos onde uma empresa apresenta ineficiências administrativas, que podem fazer com que a empresa descontinue, a realização de uma fusão pode ser uma boa opção. Brealey e Myers (1998) defende que apesar de não ser o único meio de se melhorar a gestão da empresa, muitas vezes pode ser mais simples e prático.

Após elencar alguns motivos economicamente justificáveis, não se pode deixar de lado o fato de que existem outras razões gerenciais que podem causar uma fusão e aquisição. Barbosa e Camargos (2003) apontam, que existem casos onde os diretores de uma empresa optam pela fusão, em decorrência de questões de bem estar pessoal, ainda que isso prejudique o valor da empresa e o preço das ações. De acordo com Brealey e Myers (1998), a questão da diversificação pode ser enquadrada nesse aspecto. Isso porque ainda não existem provas de que os investidores estejam dispostos a pagar um prêmio por empresas diversificadas.

Ainda segundo Brealey e Myers (1998), outro fator sem justificativa econômica, são os custos financeiros de transações como empréstimos e financiamentos. Isso porque em casos de fusão entre duas empresas, as taxas de juros relativos a empréstimos serão mais baixas do que se ambas fizessem isso em separado. Mas isso só ocorre porque uma empresa acaba servindo de garantia para o empréstimo da outra, o que dá maior segurança para a fonte de crédito, porém para as empresas em si, essa diminuição de taxas não significa ganho líquido nenhum, já que uma agora passa a servir de garantia para a outra.

Considerando a abordagem proposta por Walker (1994), a avaliação de possíveis aquisições de empresas em dificuldades financeiras, apesar de, inicialmente não parecer muito atrativa para uma aquisição, aponta diversas vantagens para os compradores. A dificuldade financeira torna a empresa alvo teoricamente fácil de ser encontrada, e no momento da negociação do preço, a empresa adquirente possui a vantagem na discussão. Essa vantagem é tanta, que geralmente a empresa compradora não terá que desembolsar um valor muito alto pelos ativos da empresa, conseguindo um desconto razoável. Walker (1994) ainda verifica que muitas vezes, problemas como excesso de funcionários, custos operacionais elevados, e outros assuntos relativos, podem já ter sido eliminados pela atual administração, tornando o processo muito mais simples para a empresa compradora.

Nem sempre o processo de F&A acaba por alcançar o sucesso. De acordo com Brealey e Myers (1998), não existem generalizações que expliquem os motivos que levam uma operação de F&A, que aparente ter sentido no aspecto econômico, ao fracasso. Pode ser que a transação tenha sido mal executada, ou que o comprador tenha superestimado os valores dos ativos em questão. Outro fator importante é a dificuldade que muitas vezes os gestores enfrentam para realizar a

integração dos processos com os departamentos, já que empresas diferentes muitas vezes utilizam métodos diferentes de contabilidade, possuem políticas de trabalho diferentes, e assim por diante. Tendo considerado esses aspectos que podem influenciar negativamente, não se pode esquecer de mencionar a cultura, aspecto que Brealey e Myers (1998) considera como principal motivo para o insucesso de uma operação de F&A.

Ainda, nesse aspecto, dos fracassos em F&A, Copeland, Koller e Murrin (2006) abordam o fato de que muitas vezes o comprador super valoriza o potencial de mercado em questão. É um erro muito comum, principalmente ao se adotar premissas que considerem um crescimento acelerado por um longo período de tempo, ou que determinado mercado dará a volta por cima no curto prazo.

Outro erro comum citado por Copeland, Koller e Murrin (2006) é a superestimativa de sinergias entre as empresas. As expectativas geradas por esse aspecto afetam em muito o julgamento do valor da negociação, e por isso uma criteriosa avaliação deve ser feita, mas nem sempre isso ocorre. Também é válido ressaltar a questão do envolvimento pessoal dos participantes na transação. Como mostram Copeland, Koller e Murrin (2006), muitas vezes no ímpeto de conseguir realizar a aquisição de uma empresa, os administradores da compradora acabam realizando lances excessivos, que de fato já não trazem perspectivas de criar valor para o acionista.

1.7 Formas de Aquisição e Transferência ou Tomada de Controle (*takeover*).

O processo de aquisição de uma empresa pode acontecer de diversas formas. Segundo Walker (1994), uma vez que o comprador negocie com os proprietários originais da empresa, ele terá duas possibilidades, a de aquisição das ações da empresa ou a aquisição do negócio e dos ativos. Brealey e Myers (1998) apresentam três alternativas de aquisição: i) fundir as empresas; ii) a compra de ações da empresa vendedora, e; III) a compra de alguns ou todos os ativos da vendedora.

A fusão, no caso, é aquela em que uma empresa assume todos os ativos e todos os passivos da outra. Este tipo de fusão tem de ter a aprovação de, ao menos, 50% dos acionistas de cada empresa. Dodd (1980) aponta que a proposta deve ser aprovada pelo quadro de diretores de ambas as firmas, já que ele tem o poder de vetar ou não tal proposta.

A aquisição por compra de ações pode ser paga através de dinheiro, ações ou outros valores mobiliários. Neste processo, o comprador pode negociar diretamente com os acionistas da empresa alvo. Neste tipo de aquisição, procura-se obter a aprovação dos gestores da empresa adquirida, mas se o entendimento não ocorrer, após o comprador adquirir a maioria efetiva das ações, e o controle da empresa, o comprador pode redefinir o quadro de gestores (BREALEY e MYERS, 1998).

Quando a negociação é feita por aquisição de ativos, a propriedade dos ativos tem de ser transferida, e o pagamento é feito a empresa, e não aos acionistas. Walker (1994) ressalta que uma empresa falida, apresenta três formas de venda de seus ativos: i) através de leilão (*auction*); ii) através de contrato particular (*private treaty*); e iii) através de ofertas negociadas (*tender sale*).

Segundo Fabretti (2005), num processo de privatização, a aquisição de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar deverá ser precedida de oferta pública. Neste caso, a aquisição do controle acionário é a forma que tem sido mais adotada, e a adquirente pode escolher se quer manter a mesma denominação da empresa adquirida, de acordo com seu interesse.

Muitas vezes as aquisições são feitas diretamente entre os compradores e os acionistas da empresa à venda, sem em alguns casos obter o consentimento do controle administrativo das empresas (BREALEY e MYERS, 1998). Isso impacta diretamente no controle da empresa, neste caso a transferência de controle pode ocorrer através de um *takeover*, ou seja, a tomada de controle sem o aval dos executivos, que pode ser feito de forma hostil (*hostile takeover*) ou amigável (*friendly takeover*). Hirschey (1986) define *friendly takeover* como sendo a mudança na propriedade corporativa sem implicar na mudança do controle administrativo, e *hostile takeover* como uma tomada de controle não solicitado, resultando na substituição do controle administrativo.

Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006) afirmam que as aquisições hostis, sem o aval dos executivos, demandam grandes ágios. Brealey e Myers (1998) relatam que os compradores, ao dirigir-se diretamente aos acionistas da empresa alvo, podem proceder de duas maneiras; i) a primeira é chamada **guerra por procuração**, onde os compradores podem através de procurações, buscarem apoio dos acionistas da empresa alvo em sua próxima assembléia geral; ii) alternativa, em geral mais fácil e barata, que a guerra por procurações, é fazer uma oferta pública de aquisição diretamente aos acionistas.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2006), grupos de LBO (*leveraged buy-outs*), começaram a surgir, em reação à incapacidade demonstrada por muitas empresas para se ajustarem às mudanças do mercado. Esses grupos de investimento adequavam suas aquisições de forma amigáveis e também hostis. Brealey e Myers (1998) diferem as LBO das aquisições em dois aspectos, um faz com que as ações tornem-se privadas, ou seja, elas deixam de ser negociadas no mercado, e o outro aspecto é que uma grande parte do preço de compra é financiado pelo endividamento, que faz com que ele seja de alto risco, inferior à notação de investimento. Está pode ser considerada uma técnica de defesa, quando liderada pelos gestores da empresa, e é denominada de MBO (*Management buy-out*).

1.8 Estratégias de Defesa e Fatores Críticos em Fusões e Aquisições

1.8.1 A Contabilização de Ativos Intangíveis: O *Goodwill*

Adquirir uma empresa é uma tarefa complexa, pois exige uma série de medidas que são indispensáveis para que se alcance o sucesso. São questões fiscais, contábeis e até legais que envolvem uma operação desse tipo. O primeiro ponto a ser abordado quando analisamos as fusões e aquisições contabilmente, é o fato dela ser apenas uma simples aquisição de ativos ou uma consolidação de participação e esta questão é uma das mais debatidas atualmente.

Quando uma empresa compra a outra, na maioria das vezes paga um valor acima daquele avaliado, pois uma compra envolve fatores que vão além do valor de mercado daquela empresa, ou seja, além do valor de mercado das suas ações, pois uma compra faz com que a empresa ganhe uma possível tecnologia, ou mesma mão de obra especializada, o que só faz com que ela tenha ganhos. Para demonstrar contabilmente este valor, os gestores criam o ativo chamado *goodwill*, ou seja, os ativos intangíveis, como os citados acima, os quais normalmente não são mensurados.

Segundo Hendriksen e Breda (1999) o *goodwill* pode ser reconhecido a qualquer momento, reavaliando o patrimônio líquido a valor de mercado. Porém, Hendriksen e Breda concluíram (1999) que os ganhos com o *goodwill* para a empresa são muito difíceis de serem mensurados. No entanto, quando fazemos o cálculo, mesmo que aproximado, dos benefícios futuros, chegamos a um valor e portanto devemos reconhecê-lo. O autor afirma ainda que quando uma empresa é vendida, não existe a criação do *goodwill*, o que acontece apenas é que ele passa a ser visível.

Transpondo este exemplo para um situação de abertura de capital de uma empresa, na maioria das vezes podemos observar que o valor negociado no mercado excede o valor patrimonial da empresa, visto que o investidor espera sempre um retorno dos fluxos de caixa futuro maior do que o valor desembolsado. Uma outra característica deste ativo não mensurável é denominada pelo autor de inseparabilidade, ou seja, ele diz que não é possível separá-lo da empresa, e muito menos observá-lo em uma máquina ou um produto, pois se a fosse, deixaria de ser um ativo intangível.

Hendriksen e Breda (1999) mostram ainda que no Brasil, o *goodwill* é denominado de ágio, ou seja, ele é fruto da diferença entre o valor pago e o valor contábil, em contrapartida, intencionalmente ele é fruto da diferença entre o valor pago e o valor justo dos ativos líquidos adquiridos, que acaba sendo o terceiro enfoque explicado acima. Aqui, o valor do ágio tem que ser registrado em uma conta que difere da conta contábil chamada investimento, porém quando temos uma demonstração consolidada, as expectativas de lucros futuros deve estar na conta investimentos, enquanto o ágio que se baseia no valor de mercado deve ser ajustado nos ativos e passivos que lhe deram origem.

De acordo com Martins (1972), o *goodwill* é gerado pela sinergia de ativos, e não pode ser contabilizado separadamente dos outros ativos, isto pelo fato dele se originar a partir da diferença entre o valor de todos ativos considerados no seu conjunto e a soma desses ativos separadamente. O autor diz ainda que a soma das partes é menor que o todo, portanto o *goodwill* pode ser considerado como resultante do trabalho em conjunto de todos os ativos.

1.8.2 Estratégias para se Defender das F&A

Brealey e Myers (1998) concluíram que existem muitos modos dos gestores lutarem contra ofertas públicas de aquisição sobre as suas empresas. Na maioria das vezes, as empresas alvo se antecipam às ofertas com objetivo de conseguirem negociar um melhor preço para a venda. Ocorre, também, sob a forma de objetivo pessoal de garantir seu emprego, pois existe um risco grande e geralmente ocorre de a empresa compradora não utilizar o quadro diretivo da empresa comprada, passando o controle gerencial para seus dirigentes.

As estratégias acima são consideradas pré-oferta, pois são táticas que podem ser utilizadas antes de as fusões ocorrerem, porém, caso a empresa já tenha sido adquirida, existem as estratégias pós-oferta. A mais simples delas seria a contra-oferta feita pelas ações da compradora, outra bastante usual é a queixa para órgãos controladores comprovando que aquela compra irá gerar monopólio no setor.

Brealey e Myers (1998) demonstram que existem outras duas maneiras de se defender através da reestruturação do ativo e do passivo. A primeira ocorre quando a empresa comprada adquire ativos que causem problemas de truste, ou mesmo que a compradora não queira naquele momento, mas que serão muito importantes no futuro por representarem uma parte da empresa. A segunda seria emitir mais ações para uma terceira empresa que se tornaria uma interveniente parceira, ou simplesmente recomprar as ações dos atuais acionistas, pagando um prêmio a eles.

1.9 Fatores Críticos nos Processos de F&A

Barros (2003) afirma que uma das etapas vitais para o processo de F&A é a integração entre as empresas, pois isto garante o sucesso da operação. No entanto, Rourke (1992) afirma que a maior parte dos compradores não se interessa com a fase de integração, pelo contrário, eles estão apenas interessados em englobar a empresa adquirida, porém é muito importante planejar o processo para que não haja problemas futuros.

Existem algumas questões básicas nesta etapa de uma fusão, que implica no choque de culturas. Schein (1985) define cultura como algo dinâmico, intangível, resultante da interação de pessoas e grupos em unidades sociais estáveis, já Motta e Caldas (1997) a definem como o que designa, liga, coloca em ordem e fornecem esquemas de interpretação que dão sentido à existência.

Quando há a fusão de duas empresas, ou a aquisição de uma empresa pela outra, inevitavelmente acontece um choque de culturas, geralmente diferentes, com crenças e valores distintos, processos divergentes e a integração entre elas varia muito, principalmente de acordo com a causa que levou aquela junção.

Nas aquisições, o caso é o mais crítico, pois uma empresa praticamente perde com o tempo a sua cultura, que é substituído pelo da empresa adquirente. Não existe um modelo perfeito de integração cultural, porém, como já fora dito, este é um fator crítico, pois se algo der errado, a empresa perde valor. O importante então é os dirigentes determinarem com precisão os objetivos daquela nova empresa e deixá-los bem claro para todos, principalmente para aqueles que trabalharem para a empresa adquirida, caso contrário, isto pode se tornar problemático.

Existem outras questões que estão ligadas à área de recursos humanos como a retenção de talentos e a comunicação bem clara e transparente com todos. Estudos mostram que as principais dificuldades e as causas do insucesso estão ligadas a gestão de pessoas, mais especificamente ao clima de tensão que é criado na empresa adquirida. Héau (2001) afirma que as aquisições são um ótimo negócio para quem está na condição de vendedor, porém, não necessariamente para quem está comprando.

2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia utilizada foi a da metanálise que, no dizer de Cozby (2003), é uma técnica que combina os resultados de vários estudos. Trata-se de um estudo comparativo e meta-analítico com objetivo de encontrar relações existentes entre o referencial teórico de fusões e aquisições a as situações descritas nas pesquisas analisadas. Os dados são secundários e foram retirados dos estudos constantes do Quadro 1. e objetivam subsidiar a análise proposta, além de servir de base para aprofundar o estudo de uma monografia sobre o tema Fusões e Aquisições (F&A).

Optou-se por utilizar dados provenientes de pesquisas realizadas anteriormente por Pasin et al. (1999), Andreatta e Paula (2002), Vianna et al. (2003), Tanure e Cançado (2004) e Orsi (2006).

Quadro 1. Resumo das pesquisas utilizadas na meta-análise

Pesquisa	Autores	Tema
P.1 - Aquisição de empresas para incorporação de conhecimento: dimensões de análise e indicadores de resultado.	Orsi (2006)	Trata de empresas que, com interesse em novos mercados, optam pela incorporação de bases externas de conhecimento, através da aquisição de outras empresas que já passaram pelo processo de aprendizado e dispõem de reconhecimento no mercado.
P. 2 - Responsabilidade Social, Cultura e Relações de Poder: O caso Aventis Pharma do Brasil	Vianna et al. (2003)	Estuda as relações entre a responsabilidade social corporativa e as relações de poder e cultura nas organizações, desenvolvendo um estudo de caso focado na Aventis Pharma do Brasil que surgiu a partir de uma fusão entre a Rhodia e a Hoechst.
P. 3 - Fusões, Aquisições e Internacionalização do setor bancário Brasileiro	Andreatta e Paula (2002)	Analisa a motivação principal para os Investimentos Diretos Estrangeiros e os processos de Fusões e Aquisições no sistema bancário brasileiro. Tendo como objetivo principal a discussão dos fatores determinantes e resultantes desse processo, desde o início dos anos noventa.
P. 4 - Relacionando o motivo da aquisição com diferentes processos de integração cultural	Tanure e Cançado (2004)	Busca discutir a relação entre a estratégia de aquisição (motivo da compra) e as formas de integração cultural entre empresas adquirentes e adquiridas.
P. 5 - Fusões e Aquisições na indústria de alimentos do Brasil: Um estudo sobre a gestão financeira das empresas.	Pasin et al. (1999)	Possui o objetivo de avaliar o impacto financeiro, os fatores motivadores e as causas e conseqüências da internacionalização das empresas nas maiores fusões e aquisições do setor alimentício entre os anos de 1996 e 1999.

3. ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.1 Fatores da Fusão e Aquisição

A Pesquisa 1. de Orsi (2006) descreve como fatores motivadores para a realização do processo de fusão alguns dos itens presentes na teoria de F&A, como por exemplo o ganho de conhecimento que a empresa adquirente passa a ter, proporcionado pela vinda de profissionais da empresa adquirida, com uma série de novos conhecimentos específicos necessários para a empresa adquirente buscar o aproveitamento de novas janelas de oportunidade.

A Pesquisa 2. de Vianna et al. (2003) ressalta dois itens que serviram como ponto chave para a realização do processo de F&A, a busca por sinergias que existem entre as empresas envolvidas, e também a busca pela realização pessoal dos líderes das empresas envolvidas, que buscam o poder e o reconhecimento que uma transação de F&A bem sucedida pode proporcionar.

Na Pesquisa 3. de Andreatta e Paula (2002) encontra-se como fatores motivadores para o processo de F&A a busca dos bancos por novos mercados, além da tentativa de criar barreiras de entrada para possíveis novos concorrentes, como estratégia de defesa empresarial.

Ao analisar a Pesquisa 4. de Tanure e Cançado (2004) encontra-se novamente a questão dos recursos complementares como fator determinante para o processo de F&A. Além desse fator, a busca por sinergias também aparece em evidência

No texto da Pesquisa 5. de Pasin et al. (1999) pode-se perceber que fatores motivadores como a busca por economias de escala e a redução de barreiras de entrada, foram de vital importância para a concretização dos processos de F&A descritos sobre a indústria alimentícia. Além destes, também são relacionados como fundamentais as vantagens existentes em integrações verticais e

a saturação dos mercados dos países desenvolvidos, bem como o aumento constante de custos que inviabilizava a continuidade de empresas de pequeno porte.

A matriz de análise de conteúdo do Quadro 2. mostra os resultados da análise dos diversos processos de Fusões e Aquisições analisados com foco nos motivos que os originaram.

Quadro 2. Matriz de análise de conteúdo					
Item	P. 1 - Orsi (2006)	P. 2 - Vianna et al (2003)	P. 3 - Andreatta e Paula (2002)	P. 4 - Tanure e Cançado (2004) -	P.5 - Pasin et al. (1999)
Fator Financeiro			X	X	X
Economias de Escala				X	X
Integração Vertical	X				X
Recursos Complementares			X		
Benefícios Fiscais					X
Ineficiências Administrativas			X		
Dificuldades Financeiras			X	X	X
Retenção de pessoas	X	X	X	X	
Integração de processos	X	X		X	
Choque de Culturas	X	X	X	X	
Reorganização do espaço	X				
Integração de pessoas (ganho de conhecimento)	X			X	

Fonte: elaborado pelos autores a partir do Referencial Teórico.

3.2 Problemas Identificados

O artigo (P. 1) de Orsi (2006) aborda questões problemáticas como a integração de processos, retenção de pessoas, choque de culturas e a reorganização do espaço. Pelo fato das duas empresas estudadas (Promon e Deloitte) pretenderem entrar em um novo mercado, o da tecnologia de informação, elas encontraram diversos problemas com relação à transferência de conhecimento, devido ao fato deste conhecimento pertencer às pessoas, o que foi chamado pelo autor de conhecimento tácito. Outros dois problemas encontrados foram a integração entre as pessoas e a reorganização do espaço físico, que demorou para ser assimilada por todos.

O caso da Aventis Pharma (P. 2) de Vianna et al (2003) revelou problemas referentes à gestão de pessoas e principalmente às diferenças culturais. Concluiu-se que após um processo de aquisição, a empresa comprada perde sua identidade ao longo do tempo, o que faz com que ela

encontre problemas num longo prazo, pois seus funcionários demorarão para ter a percepção de que algo mudou e que aquilo que antes estavam acostumados, hoje não está mais em prática.

O terceiro artigo (P. 3) de Andreatta e Paula (2002) mostrou que os dois principais problemas encontrados pelos bancos estrangeiros no processo de aquisição e conseqüente entrada no mercado brasileiro foram o choque de culturas e a gestão de pessoas. No caso, um está ligado ao outro, pois devido as enormes diferenças entre a cultura estipulada pela empresa compradora e a vendedora, alguns funcionários se sentem insatisfeitos com tal situação, o que os leva a se desligar da organização deixando-a carente neste aspecto.

No artigo de Tanure e Cançado (P. 4) foi identificado problemas com relação à integração de processos e pessoas, uma vez que na aquisição do Banco Francês Brasileiro (BFB) pelo Itaú, a integração foi muito lenta devido as questões culturais enraizadas que não foram desfeitas pelo processo de F&A. Na aquisição do BEMGE pelo Itaú, o que se verificou foi uma ansiedade dos funcionários por informações sobre o processo de aquisição, e isto foi um problema, pois gerou insatisfação por parte dos funcionários que gostariam que a empresa fosse transparente em suas ações.

No pesquisa de Pasin et al (1999), que aborda os casos de F&A da indústria alimentícia brasileira, o problema chave abordado gira em torno da questão financeira das empresas adquiridas e a difícil missão das compradoras de reerguê-las e fazer com que deixem de dar prejuízo, passando a apresentar lucros.

3.3 Resultados dos Processos das Fusões e Aquisições

No artigo P. 1 de Orsi (2006) verifica-se o resultado do processo de F&A realizados pelas duas empresas (Deloitte e Promon) foi positivo, pois mesmo com as dificuldades encontradas em incorporar o conhecimento adquirido, foi realizado um ótimo trabalho focado principalmente na questão da integração, o que culminou com a constituição de uma base única de informação, que passou a pertencer a nova empresa. O único fator negativo encontrado diz respeito as questões econômico-financeiras, pois devido a uma retração do mercado, levou certo tempo para que as empresas obtivessem lucros com a nova aquisição.

Na análise de Vianna et al. (2003), no artigo P. 2, pode-se destacar que para a Aventis Pharma, os processos de Fusões e Aquisições foram positivos. O ganho sinérgico alcançado foi notável, tendo em vista que, após a fusão da Hoechst Marion Roussel e Rhodia Farma, a Aventis já nasceu como uma mega corporação do mercado fármaco, sendo a líder mundial neste segmento.

O artigo P. 3 de Andreatta e Paula (2002) mostrou que os processos de F&A, adotados pelos bancos para entrarem em outros países, vem surtido resultados positivos, já que esses bancos (adquirentes) vêm conseguindo aproveitar as estruturas dos bancos adquiridos e ter um satisfatório sucesso perante os bancos domésticos; apesar de alguns problemas de integração cultural.

Tanure e Cançado (2004) no artigo P. 4 mostram que se pode afirmar com segurança que os processos de integração cultural adotados pelo Banco Itaú e também pelo Banco ABN Amro foram satisfatórios, já que levaram – ao final do processo de fusão com suas respectivas adquiridas – à completa integração entre empresas e funcionários.

Ao analisar o artigo P. 5 de Pasin et al. (1999) percebe-se que os processos de F&A estudados resultaram em ganhos de economia de escala para as empresas participantes, além de redução nos custos de produção. Vale ressaltar que esses efeitos foram positivos para os envolvidos, já que resultaram em aumento de valor, como se pode verificar nas análises de indicadores financeiros apresentadas.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em todos os casos apresentados, evidenciou-se a preocupação das empresas em promover F&A de forma racional, observando os princípios pesquisados e constantes nos referenciais teóricos do tema. Respondemos, assim, positivamente ao problema de pesquisa formulado. Com relação ao alcance do objetivo geral do trabalho, formula-se a seguir uma discussão breve sobre a adequação do referencial teórico aos casos analisados.

A análise comparativa das diferentes pesquisas colaborou para que fossem identificadas diferenças importantes entre os processos de fusões e aquisições das empresas citadas neste trabalho, o que reforça a idéia de que o assunto é vasto, e novas adições à teoria, hoje existente, ainda virão – o percentual de F&A que fracassam (embora parte destas tenham, como razão para o fracasso, avaliações equivocadas) ainda é alto. Exemplo da pluralidade do tema é o Banco Itaú, que construiu uma competente equipe e processos para F&A devido ao seu *know-how* obtido em aquisições diversas – com propósitos diferentes.

Um ponto constantemente citado nos referenciais teóricos e cuja aplicação prática, apesar de complexa, mostra-se crucial, é a integração cultural. Como se verifica no artigo da Aventis, os resultados pretendidos podem ficar abaixo do esperado, caso essa parte do processo de uma F&A seja descuidado.

Vários outros tópicos embasados na teoria de F&A são explorados, alguns deles mais de uma vez, como se pode constatar no Quadro 2. Matriz de Análise de Conteúdo dos textos analisados. Foram verificados: combinação de recursos complementares; maximização do valor das empresas; F&A como estratégia de defesa; para aumento de *market-share*; economia de escala; obtenção de vantagens oriundas de fusão entre fornecedor/cliente (integração vertical), etc.

Portanto, fica clara a importância de conhecimento prévio frente ao assunto, para que as manobras de fusões ou incorporações de empresas transcorram sem sobressaltos ou choques culturais e, mais, que tais movimentos cheguem ao objetivo inicial: aumentar o valor das duas empresas por meio das sinergias planejadas. Companhias que se aventurem nesse complexo processo sem o devido preparo não obterão êxito em suas empreitadas e, sem sombra de dúvidas, serão punidas pelo mercado com a perda de valor de suas ações. O objetivo específico foi alcançado na medida que foram discutidos e analisados os principais tópicos relativos ao resultados dos processo de F&A.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREATTA, Jane C.; PAULA, Germano Mendes de. **Fusões, aquisições e internacionalização do setor bancário brasileiro**. Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais: 2002

BARROS, Betânia Tanure de. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003.

BENSTON, G. J. *Conglomerate mergers: causes, consequences and remedies*. Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1980.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed.. São Paulo: Editora McGraw-Hill, 1998.

- CAMARGOS, Marco Antônio e BARBOSA, Francisco, **Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**, Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v.10, p.17-38, abril/junho 2003.
- CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. L. *Organizational marriage: hard versus soft issues?* Personal Review, v.24, n.3, p.32-42, 1995.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas - Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2006.
- COZBY, Paul. Métodos de pesquisa em ciências do comportamento. São Paulo: Atlas, 2003.
- DEPAMPHILIS, Donald, *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*, 2º ed, Los Angeles: Ed. Academic Press
- DODD, P. *Merger proposal, management discretion and stockholder wealth*. Journal of Financial Economics, Amsterdam: North Holland, v. 8, n. 2, p. 105-137, Jun. 1980.
- DUPAS, Gilberto. **O Brasil, suas empresas e os desafios da competição global**. In: BARROS, Betania Tanure de (Org.). Fusões, aquisições e parcerias. São Paulo: Atlas, 2001. p. 21-52.
- EVANS, Paul; PUCIK, Vladimir; BARSOUX, Jean-Louis. *The global challenge: frameworks for international human resource management*. New York: Mc Graw-Hill, 2002.
- FABRETTI, Lúaudio C. **Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios: tratamento jurídico, tributário e contábil**. São Paulo: Atlas, 2005.
- HÉAU, Dominique. **Mania de Fusões**. In: BARROS, Betania Tanure (Org.). Fusões, Aquisições e Parcerias. São Paulo: Atlas. Cap. 2., 2001
- HENDRIKSEN E BREDA, Eldon; BREDA, Michael. **Teoria da contabilidade**. 5ª ed.. São Paulo: Atlas, 1999.
- KATZ, Jeffrey, SIMANEK, Astrid e TOWNSEND, James. *Corporate mergers and acquisitions: one more wave to consider*. Business Horizons, Indiana, pp. 32-40, Janeiro-Fevereiro de 1997.
- KEY, S. L. **Guia da Ernest & Young para administração de fusões e aquisições**. São Paulo, Record, 1995.
- MARKS, Mitchell Lee; MIRVIS, Philip H. **Joining forces: making one plus one equal three in mergers acquisitions, and alliances**. San Francisco: Jossey-Bass, 1998.
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo Maimone; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. 2. reimpr. São Paulo: Pearson/Prentice Hall, 2006
- MARTINS, E. **Uma contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese de doutorado. 1973.
- MOTTA, Fernando C. P. e CALDAS, Miguel P. **Cultura Organizacional e Cultura Brasileira**. São Paulo: Pioneira, 1997.
- MITCHELL, Mark e MULHERIN, J. Harold. *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*. Journal of Financial Economics, Rochester, v. 41, pp. 193-229, 1996.
- ORSI, Ademar. **Gestão do Conhecimento em Fusões e Aquisições: Fatores Críticos**. RBGN. São Paulo, v.8, n.22, p.46-56, set./dez. 2006

- PASIN, Rodrigo M.; MATIAS, Alberto B.; SANTOS, Amanda G.; MINADEO, Roberto. **Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: Um estudo sobre a Gestão Financeira das empresas.** Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto: 1999.
- RASMUSSEN, Uwe Waldemar. **Aquisições, fusões & incorporações empresariais: estratégias para comprar e vender empresas no país e exterior.** São Paulo: Aduaneiras, 1989
- REED, S. F.; LAJOUX, A. R. *The art of M&A – a merger acquisition buyout guide.* 3. ed. New York: Irwin, 1995. p. 1011.
- ROSSETTI, José Paschoal. **Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos.** In: BARROS, Betania Tanure de (Org.). *Fusões, aquisições & parcerias.* São Paulo: Atlas, 2001.
- ROURKE, J. T. **Integração pós-fusão.** In: KEY, Stephen L. *Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições.* Rio de Janeiro: Record, 1992.
- SCHEIN, E. H. *Fusyones y adquisiciones: algunos temas clave para la alta direccion.* Wilmington, EUA. Ed. Addison Wesley Iberoamericana, 1990.
- STIGLER, George, *Monopoly and oligopoly by merger.* American Economic Review, Nashville, v. 40, n. 2, p. 23-34, Maio-1950.
- TANURE, Betânia; CANÇADO, Vera L.. **Relacionando o motivo da aquisição com diferentes processos de integração cultural.** E & G Economia e Gestão, v.4, n.8, p.25-48, dez. 2004.
- TRICHES, D. **Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil.** Revista de Administração, São Paulo: FEA/USP, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan.-mar. 1996.
- VIANNA, Caio M.; FERREIRA, Daniel B.; KRUGLIANSKAS, Gil; PIRES, João T.; MARINO Matheus K. **Responsabilidade Social, Cultura e Relações de Poder: o Caso da Aventis Pharma do Brasil.** Working Paper nº 03/009. São Paulo: 2003 Disponível em: www.ead.fea.usp.br/wpapers/; Acesso em 17 de abril de 2008.
- WALKER, I. **Comprando uma empresa com dificuldades financeiras.** São Paulo: Makron Books, 1994.
- WRIGHT, P., KROLL, J., PARNELL, T. **Administração Estratégica.** São Paulo: Atlas, 2000.