
A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições

*Alberto Borges Matias
Rodrigo Maimone Pasin*

Segundo Gitman (1997), uma **fusão** ocorre quando duas ou mais empresas são combinadas e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas, já uma **aquisição** ocorre quando há a compra de número suficiente de participações de ações, compra essa que pode ser amigável ou hostil. Conforme Ferrari (1996), no caso de uma aquisição, a empresa adquirida é tratada como um investimento pela empresa adquirente. Quando ocorre uma **incorporação**, os balanços das duas empresas são combinados pela simples adição dos ativos e passivos, sendo que a empresa incorporada deixa de existir.

Considerando que a maior parte das transações analisadas neste trabalho são aquisições e que esses processos são muito similares, não foi feita distinção entre fusões, aquisições e incorporações. Tais processos são tratados pelos pesquisadores como **reestruturações corporativas**.

INTRODUÇÃO

Os números relativos aos processos de fusões e aquisições no País são crescentes. Eles serão apresentados mais adiante e referem-se a negócios com valor superior a R\$ 15 milhões. Em 1994 foram 175 processos e em 2000 esse número atingiu 353. Em 2001, espera-se um recorde tanto na quantidade como no montante financeiro de tais transações.

As transformações pelas quais estão passando, a globalização e o aumento da competitividade e da concorrência em todos os setores da economia exigem das empresas ações estratégicas imediatas. As fusões e aquisições constituem alternativas muito interessantes para a adequação do porte e da estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura econômica mundial.

Segundo Ross, Westerfield & Jaffe (1995), o tema fusões e aquisições é um dos mais controversos na história da Administração. As pesquisas sobre o assunto são muito generalistas e contraditórias, até mesmo por causa do caráter secreto dessas transações. Segundo Samuels & Wilkes (1996), são muitas as questões sobre fusões e aquisições que continuam sem respostas, inclusive as sobre os resultados obtidos pelas empresas que passaram por esses processos.

Os autores agradecem ao Professor Tabajara Pimenta Júnior, da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, *campus* de Ribeirão Preto, pelas suas contribuições na realização deste trabalho.

Recebido em setembro/1999

2ª versão em julho/2000

Atualização em março/2001

*Alberto Borges Matias, Professor Associado da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, *campi* de São Paulo e Ribeirão Preto, é Fundador e Diretor Geral da ABM Consulting Group, Diretor Geral da Diagnose Análises Empresariais, Assessor da Presidência da SERASA — Centralização de Serviços dos Bancos S.A., Gerente Geral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais de São Paulo, Presidente da Comissão do Setor Financeiro do Instituto Brasileiro de Executivos Financeiros de São Paulo.
E-mail: fmatias@netsite.com.br*

*Rodrigo Maimone Pasin, Bacharel em Administração de Empresas pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, *campus* de Ribeirão Preto, é Analista Financeiro da área de fusões e aquisições do Unibanco. Foi Consultor da área de Corporate Finance da KPMG.
E-mail: rmpasin@usa.net*

Os supostos ganhos de eficiência e sinergias — principais motivos apontados pelos pesquisadores como propulsores dessas operações — precisam ser mensurados, uma vez que eles podem não ocorrer em casos de reorganizações corporativas malfeitas, gerando maiores custos para as empresas.

Neste trabalho, busca-se verificar os impactos observados na rentabilidade das empresas que passaram por processos de reestruturação corporativa e tentar explicar quais foram os motivos que os geraram (possíveis sinergias). Dessa forma, acompanhou-se a evolução dos índices de Rentabilidade do Patrimônio Líquido, Custo dos Produtos Vendidos sobre Receitas Líquidas e Despesas Administrativas e Gerais sobre Receitas Líquidas, já que esses são os principais indicadores de sinergias e rentabilidade passíveis de constatação e mensuração por meio dos demonstrativos publicados pelas empresas.

OBJETIVOS

A principal razão em defesa deste estudo é saber se ocorreram sinergias nos processos de fusões e aquisições analisados e quais foram os seus impactos na rentabilidade das empresas. De acordo com Key (1995), freqüentemente as aquisições exercem impacto significativo sobre a lucratividade e a saúde financeira de uma corporação, de forma positiva ou negativa.

O foco neste artigo é a análise dos índices de sinergias e de Rentabilidade do Patrimônio Líquido de empresas selecionadas — especificadas a seguir — que adquiriram outras empresas ou que realizaram uma fusão ou uma incorporação. A análise foi feita antes e depois das reestruturações corporativas das empresas. O Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado do Exercício de todas as empresas foram analisados no período compreendido entre o ano da transação e de dois a quatro anos após.

As comparações dos resultados obtidos mostrarão o grau de êxito de cada processo em curto e médio prazos, já que não se pode avaliar o resultado de uma decisão estratégica dessa magnitude em tão pouco tempo.

Foram escolhidas para o desenvolvimento do estudo 25 empresas envolvidas em 22 processos de fusões, aquisições e incorporações entre 1995 e 1997,

considerando o valor do negócio. No entanto, os resultados obtidos não podem ser generalizados. As fusões e aquisições que serviram de base para o estudo estão especificadas no quadro 1. Duas fontes foram utilizadas para a realização do trabalho, a KPMG e a Deloitte Touche Tohmatsu. As listas fornecidas por essas fontes apontaram os 70 maiores processos de reestruturação corporativa ocorridos no País entre 1995 e 1997, mas as empresas envolvidas em 48 desses processos não publicaram seus demonstrativos econômico-financeiros ou não tiveram troca de gestão nesse período, o que impossibilitou sua análise.

IMPASSE SOBRE OS IMPACTOS DAS REORGANIZAÇÕES NAS EMPRESAS

O processo de reorganização das empresas que fazem fusões ou aquisições vai determinar a existência dessas corporações no futuro. Segundo Key (1995), esse proces-

Quadro 1
Amostra da Pesquisa

Empresa	Setor	Comprador	Ano da Transação	Valor (US\$ milhões)
BFB	Financeiro	Banco Itaú	1996	504
CST	Siderurgia	Acesita	1996	412
Lacta	Alimentos	Philip Morris	1996	240
Arno	Eletrodomésticos	SEB	1997	162
Paulista Seguros	Seguros	Liberty Mutual	1996	105
Salgema	Químico/ Petroquímico	CPC/Odebrecht — Trikem S.A.	1996	103
Celite	Material de Construção	Incepa	1996	100
Plascar	Autopeças	BTR	1995	90
Itap	Papel/Celulose	Dixie Toga	1997	73
Metal Leve	Autopeças	Mahle	1997	65
Cofap	Autopeças	Magneti Marelli	1997	60
Mappin Financeira	Financeiro	BBA	1996	49
Itatiaia Sta Cruz	Seguros	Sul América Aetna	1996	48
Cia União Seguros	Seguros	Bradesco Seguros	1997	45
Impressora Paranaense	Papel/Celulose	Dixie Toga	1996	27
Rochedo/Panex	Metalurgia	Newell	1997	14
Serrana	Agropecuária	Bunge	1997	N
Santista Alimentos	Alimentos	Bunge	1997	N
Bom Preço	Supermercado	Royal Ahold	1997	N
Ciquine	Petroquímico	Mitsubishi	1996	N
Estrela	Brinquedos	Investidores	1996	N
Sade Vigesa	Bens de Capital	Inepar	1996	N

Nota: N = não obtido/não divulgado.

Fontes: KPMG e Deloitte Touche Tohmatsu.

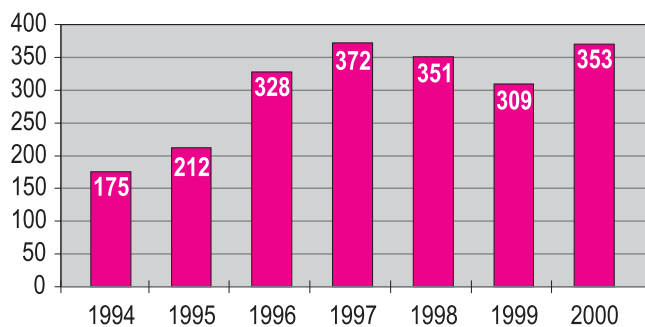
so de integração entre as empresas é o ponto crucial após as fusões; o êxito nesse processo é que vai definir o sucesso da empresa conjugada, refletindo-se nos índices de rentabilidade. Quanto mais rápida for a integração das empresas, mais rapidamente aparecerão as sinergias.

De acordo com Ross, Westerfield & Jaffe (1995), os resultados obtidos pelas empresas que passam por esses processos não podem ser medidos facilmente. Segundo Samuels & Wilkes (1996), de fato é muito difícil mostrar se uma fusão ou uma aquisição gerou ganhos para as partes envolvidas. Afinal, as fusões e aquisições geraram sinergias nos maiores processos de reestruturação corporativa ocorridos no Brasil nos últimos anos? A rentabilidade dessas empresas aumentou em decorrência de tais sinergias? Os resultados mostrados adiante responderão a tais perguntas.

IMPACTOS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Fusões e aquisições em números

A quantidade de negócios de fusões e aquisições, segundo informações da KPMG, apresenta tendência de crescimento. No gráfico a seguir consta o número de transações ocorridas de 1994 a 2000.



Número de Fusões e Aquisições no Brasil

Fonte: KPMG

A grande mudança observada nos últimos anos diz respeito à participação do capital estrangeiro nesses processos: em 1991 ela era de apenas 25% e em 1999 foi de 70%, segundo informações da Price Waterhouse Cooper (publicadas na página B6 do Caderno Empresas e Negócios do *Jornal Valor* em 9 de maio de 2000). Em 2000, segundo informação da KPMG, essa porcentagem foi de 65%.

As empresas que trabalham na intermediação desses processos esperam aumento do número de negócios, uma vez que as altas taxas de juros agravaram e agravam os problemas estruturais das empresas brasileiras, a desvalorização do Real faz as empresas ficarem mais baratas para os compradores externos e a estabilidade econômica volta a atrair os investimentos diretos no País.

Competitividade e globalização no contexto das fusões e aquisições

De acordo com Post (1994), uma das razões para as empresas realizarem uma fusão, uma aquisição ou uma *joint venture* é a compra de pesquisa e desenvolvimento (P&D) e novos sistemas. As inovações tecnológicas podem, assim, ser transferidas entre as empresas.

Segundo Barreto & Famá (1996), as vantagens que a empresa nacional obtém ao ser vendida para um grupo internacional são: capitalização por parte do sócio estrangeiro, possibilidade de transferência de tecnologia e acesso a uma rede de distribuição em nível mundial. Contudo, essas transações não devem ser vistas como soluções imediatistas, mas como parte do planejamento estratégico da empresa, dado o alto grau de risco do negócio. De acordo com Key (1995), uma aquisição baseada em uma estratégia subjacente tem probabilidade muito maior de sucesso do que uma reação a uma oportunidade atraente.

Em nível internacional, os processos de fusões e aquisições devem-se à globalização e à competição internacional, fazendo com que as empresas negociem visando ao domínio de mercado e à liderança. Muitos investimentos diretos no País, de empresas estrangeiras, dão-se por meio da aquisição de empresas, pois a multinacional não precisa perder tempo com aprendizado: já entra com *market share* formado e ativos em pleno funcionamento. Segundo Matias, Barreto & Gorgati (1996), a onda de fusões e aquisições é consequência direta do processo de globalização da economia.

TEORIA DA EFICIÊNCIA

Existem diversas teorias que procuram explicar as razões dessas transações. A teoria da eficiência — que trata dos ganhos de sinergias — é a mais citada pelos pesquisadores. Sendo assim, relaciona-se neste artigo os possíveis benefícios decorrentes das sinergias com os impactos na rentabilidade das empresas analisadas.

Segundo Ross, Westerfield & Jaffe (1995), as fusões e aquisições são formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, aumentando, dessa maneira, a eficiência da economia como um todo. Acredita-se que a eficiência é passada de uma empresa para a outra nos casos de reestruturação.

A geração de sinergias e a reorganização empresarial

Conforme Ross, Westerfield & Jaffe (1995), sinergia é a diferença de valor de mercado entre a empresa combinada e a soma dos valores das empresas antes da junção. As sinergias decorrentes das fusões devem-se a economias

de escala resultantes da redução do custo indireto da empresa, elevando, conseqüentemente, seu lucro a nível superior ao da soma de seus lucros como empresas independentes.

As principais fontes de sinergia são (Ross, Westerfield & Jaffe, 1995):

- aumento de receitas;
- diminuição de custos;
- diminuição de impostos;
- diminuição dos custos de capital.

No entanto, segundo Key (1995), os ganhos sinérgicos podem demorar para aparecer se a reestruturação das empresas demorar para ser concluída ou podem nem ocorrer se a reestruturação não for feita para reduzir a estrutura das empresas, integrar os departamentos, eliminar as tarefas redundantes e o pessoal em excesso. Se a reestruturação não for feita de forma rápida e eficiente, além de as sinergias não aparecerem, as empresas arcarão com os custos adicionais da integração ineficiente, ou seja, da administração de duas estruturas separadas e conflitantes, o que aumentará os custos administrativos e resultará em índices de rentabilidade baixos ou em prejuízos. A possibilidade de tal fato ter ocorrido nas empresas que obtiveram resultados piores após a realização de uma fusão ou uma aquisição também será investigada nas demonstrações das empresas.

Redução de custos

A redução de custos ocorre quando uma empresa conjugada pode operar de forma mais eficiente do que as duas empresas separadas. Segundo Ross, Westerfield & Jaffe (1995), pode-se conseguir aumento de eficiência operacional de várias maneiras diferentes:

- economias de escala — principalmente em casos de fusões horizontais;

- economias de integração vertical — tornando mais fácil a administração das funções operacionais e dos elos da cadeia produtiva;
- utilização de recursos complementares;
- administração mais eficiente;
- transferência de tecnologia entre empresas.

Ganhos fiscais

Os ganhos fiscais ocorrem quando a empresa combinada se beneficia com a redução dos impostos pagos. Key (1995) afirma que os ganhos fiscais podem ser decorrentes do uso de prejuízos fiscais e do melhor planejamento fiscal e tributário.

Custo de capital

O custo de capital da empresa conjugada pode ser menor do que o das empresas separadas, diminuindo assim, a médio e longo prazos, as despesas financeiras.

METODOLOGIA DA PESQUISA

De acordo com Matarazzo (1997), o principal índice de rentabilidade é o do patrimônio líquido (RPL). Assim, tentar-se-á associar as variações de tal índice com base na evolução dos indicadores de sinergias operacionais: custo dos produtos vendidos (CPV) e despesas administrativas e gerais (DA). Ver quadro 2. Os demais indicadores não serão utilizados devido a problemas na mensuração dos resultados, explicados adiante.

A forma de contabilização dos impostos impede a verificação de reduções desses gastos das empresas, já que na conta contábil “deduções da receita bruta” são agregados vários impostos, descontos comerciais, descontos financeiros, abatimentos e devoluções. Por esse motivo, tal indicador de geração de sinergia não foi utilizado.

As mudanças ocorridas nas taxas de juros do País nos últimos anos impedem a constatação de reduções no cus-

Quadro 2

Indicadores de Sinergias Utilizados

Item	Indicadores	Objetivo
Custo dos Produtos Vendidos	Evolução Percentual do Custo dos Produtos Vendidos sobre as Receitas Líquidas (CPV/RL)	Verificar se as empresas analisadas apresentaram economias de escala depois que adquiriram maiores porte e poder de negociação e de mercado. Essas economias podem também ser oriundas de maior pressão sobre os fornecedores, do <i>global sourcing</i> e da reorganização das corporações.
Despesas Administrativas e Gerais	Evolução Percentual das Despesas Administrativas e Gerais sobre as Receitas Líquidas (DA/RL)	Verificar se a integração entre as empresas gerou reduções de despesas administrativas e gerais, provavelmente oriundas da integração administrativa das empresas, ou se a reestruturação não foi bem-feita e as estruturas das empresas não foram conjugadas. Tais reduções também podem ser decorrentes de melhor gestão da empresa e de maior eficiência.

to de capital das empresas — medido pelo montante de despesas financeiras. Sendo assim, esse indicador de geração de sinergia também não foi utilizado.

A evolução das receitas líquidas das empresas também não foi utilizada por causa da dificuldade de aferir os impactos macroeconômicos sobre tal variável.

Considerando essas limitações, analisa-se a geração de sinergias operacionais (redução do custo dos produtos vendidos e das despesas administrativas e gerais).

Para efeito de simplificação, serão apresentados apenas os índices de RPL e sinergias constatados no ano da mudança do controle da empresa — ano da reestruturação (AR) — e no último ano (UA) analisado (1999). Serão apresentados os índices de sinergias e RPL de todas as empresas analisadas, os índices consolidados de CPV/RL, DA/RL e RPL de todas as empresas da amostra, o índice mediano de RPL — já que a mediana exclui do cálculo os valores muito altos ou muito baixos de uma ou outra empresa, que influenciariam na conclusão geral — e a variação numérica de tal índice do AR para o UA.

Os resultados obtidos nos índices de sinergias serão comparados aos resultados obtidos no de RPL. Os impactos da variação cambial sobre a rentabilidade foram excluídos, já que representaram efeito extraordinário sobre os indicadores das empresas.

A possibilidade de fazer-se um estudo setorial sobre os impactos na rentabilidade e a geração de sinergias foi descartada, uma vez que a amostra de empresas foi considerada como insuficiente. Para exemplificar tal insuficiência, cita-se o caso do setor de autopeças que, apesar de ser o mais representativo nesta pesquisa, é composto por apenas três empresas.

RESULTADOS OBSERVADOS

Evolução do índice de custo dos produtos vendidos sobre receitas líquidas (CPV/RL)

Dos processos que compõem a amostra, as seguradoras e os bancos não têm CPV e, portanto, não serão analisados quanto a esse índice. Além disso, o custo de captação dos bancos é suscetível a aspectos econômicos de difícil isolamento.

Foram analisadas, então, 18 empresas, sendo que 12 (66,7%) apresentaram redução no índice CPV/RL. Apenas seis (33,3%) tiveram aumento em tal índice, ou seja, os resultados foram piores.

Entre as empresas que obtiveram resultados positivos, a redução percentual média desse índice foi de 11,2%, passando de 74,5% no ano da mudança de controle acionário para 66,2% em 1999.

Entre as empresas que apresentaram resultados negativos, o aumento percentual médio do índice foi de 11,9%,

passando de 67,5% no ano da mudança de controle acionário para 75,5% em 1999.

A redução percentual do CPV/RL das 18 empresas consolidadas foi de 4%, passando de 72,2% no ano da mudança de controle acionário para 69,3% em 1999 — mostrando que, no geral, as empresas apresentaram economias de escala.

É válido destacar que algumas empresas obtiveram reduções percentuais significativas de CPV, como a Mahle, a Celite e a Incepa. Das que apresentaram aumentos percentuais significativos de CPV, a Inepar destaca-se com o índice de 36,9%. Os dados referentes à evolução do CPV/RL constam nas tabelas 1, 2 e 3.

Tabela 1

Evolução do Índice CPV/RL — Empresas que Apresentaram Índices Melhores

Empresa	AR %	UA %	Variação %	Conceito
Mahle	83,0	63,0	-24,1	Melhorou
Celite	67,0	53,1	-20,8	Melhorou
Incepa	65,2	53,3	-18,2	Melhorou
CST	82,1	71,0	-13,6	Melhorou
Acesita	85,1	76,4	-10,2	Melhorou
Serrana	80,0	71,6	-10,5	Melhorou
Trikem	72,5	65,3	-10,0	Melhorou
Cofap	75,5	68,1	-9,8	Melhorou
Panex	80,0	74,1	-7,4	Melhorou
Arno	50,0	48,0	-4,0	Melhorou
Santista	75,4	73,3	-2,7	Melhorou
Bom Preço	78,6	77,1	-1,9	Melhorou
Índice Médio	74,5	66,2	-11,2	Melhorou
Número de Empresas: 12				
Porcentagem do Total de Empresas: 66,7				

Tabela 2

Evolução do Índice CPV/RL — Empresas que Apresentaram Índices Piores

Empresa	AR %	UA %	Variação %	Conceito
Kraft Lacta	62,9	63,2	0,5	Piorou
Plascar	85,1	94,9	1,2	Piorou
Ciquine	77,1	78,7	2,0	Piorou
Estrela	50,4	52,2	3,6	Piorou
Dixie Toga	71,4	84,7	18,5	Piorou
Inepar	58,1	79,6	36,9	Piorou
Índice Médio	67,5	75,5	11,9	Piorou
Número de Empresas: 6				
Porcentagem do Total de Empresas: 33,3				

Tabela 3**Evolução Média do Índice CPV/RL de Toda a Amostra**

Empresas = 18	AR %	UA %	Variação %	Conceito
Índice Consolidado	72,2	69,3	-4,0	Melhorou

Evolução do índice de despesas administrativas e gerais sobre receitas líquidas (DA/RL)

Foram analisadas 25 empresas, sendo que 18 (72%) obtiveram redução no índice DA/RL e apenas sete (28%) apresentaram aumento no índice, ou seja, tiveram resultados piores.

Entre as empresas que apresentaram resultados positivos, a redução percentual média do índice foi de 38,9%, passando de 13,4% no ano da mudança de controle acionário para 8,2% em 1999.

Entre as empresas que apresentaram resultados negativos, o aumento percentual médio desse índice foi de 39,1%, passando de 8,8% no ano da mudança de controle acionário para 12,5% em 1999.

A redução percentual do DA/RL das 25 empresas consolidadas foi de 22,4%, passando de 12,1% no ano da mudança de controle acionário para 9,4% em 1999 — mostrando que, no geral, as empresas obtiveram reduções de despesas administrativas e gerais.

Destaca-se que algumas empresas apresentaram reduções percentuais muito significativas: Celite, Mahle, Serrana, Estrela, Santista e Acesita. Os dados referentes à evolução do índice DA/RL podem ser observados nas tabelas 4, 5 e 6.

Evolução do índice de rentabilidade do patrimônio líquido (RPL)

Foram analisadas 25 empresas, sendo que 18 (72%) apresentaram RPL maior no último ano analisado (1999) em comparação com o ano da mudança do controle acionário. É válido destacar que, em 1999, 18 empresas (72%) obtiveram lucro e no ano da mudança de controle esse número foi de 15 empresas (60%). Os índices médio e mediano de Rentabilidade do Patrimônio Líquido das empresas que obtiveram resultados positivos foram de -63% e -1,9%, respectivamente, no ano da mudança do controle. Em 1999, tais índices subiram para 23,3% e 15,5%, respectivamente. O índice mediano evita que valores muito altos ou muitos baixos de uma empresa tenham influência nas conclusões a serem formuladas.

Tabela 4**Evolução do Índice DA/RL — Melhores Índices em 1999**

Empresa	AR %	UA %	Variação %	Conceito
Celite	34,0	11,7	-65,5	Melhorou
Mahle	21,0	8,0	-61,9	Melhorou
Serrana	6,3	3,1	-51,5	Melhorou
Estrela	35,4	19,9	-43,7	Melhorou
Santista	7,1	4,0	-43,4	Melhorou
Acesita	10,6	6,1	-42,6	Melhorou
Cofap	19,8	10,2	-37,5	Melhorou
Kraft Lacta	11,7	7,6	-36,9	Melhorou
Trikem	5,0	3,5	-29,2	Melhorou
Sul América Aetna	17,5	12,5	-28,7	Melhorou
CST	4,9	3,5	-28,3	Melhorou
Ciquine	10,2	7,3	-28,3	Melhorou
Dixie Toga	9,9	7,7	-22,1	Melhorou
Cia União Seguros Gerais	17,0	14,9	-18,8	Melhorou
Bom Preço	4,3	3,5	-17,1	Melhorou
Plascar	8,3	7,2	-13,3	Melhorou
Incepa	12,3	11,4	-7,1	Melhorou
BFB	5,5	5,1	-6,6	Melhorou
Índice Médio	13,4	8,2	-38,9	Melhorou

Número de Empresas: 18

Porcentagem do Total da Amostra: 72,0

Tabela 5**Evolução do Índice DA/RL — Piores Índices em 1999**

Empresas	AR %	UA %	Variação %	Conceito
Arno	3,8	7,5	97,4	Piorou
Paulista Seguros	12,0	20,0	66,7	Piorou
Inepar	10,4	16,2	55,5	Piorou
Panex	15,0	21,5	43,5	Piorou
Banco Itaú	8,3	8,9	7,0	Piorou
Bradesco Seguros	11,2	12,5	2,3	Piorou
BBA — Creditanstalt	1,2	1,2	1,5	Piorou
Índice Médio	8,8	12,5	39,1	Piorou

Número de Empresas: 7

Porcentagem do Total da Amostra: 28,0

Tabela 6**Evolução Média do Índice DA/RL de Toda a Amostra**

Empresas = 25	AR %	UA %	Variação %	Conceito
Índice Consolidado	12,1	9,4	-22,4	Melhorou

Somente sete empresas (28% da amostra) apresentaram RPL menor no último ano analisado (1999) em comparação com o ano da mudança do controle. Sete empresas (28% da amostra) apresentaram prejuízo em 1999, enquanto no ano da mudança de controle esse número foi de 10 empresas (40% da amostra).

Os índices de RPL médio e mediano das 25 empresas analisadas foram, respectivamente, de -43,4% e 0,7% no ano da mudança de controle e de 13,4% e 11% em 1999.

Os índices de Rentabilidade do Patrimônio Líquido e a variação numérica de tais índices do ano da mudança do controle até 1999 constam nas tabelas 7, 8 e 9.

Sinergias versus rentabilidade

Confrontando-se os resultados obtidos no índice CPV/RL com os no índice de RPL, pode-se observar que dez empresas (55,5% das empresas que tiveram ambos os índices analisados) apresentaram resultados na mesma direção quanto a esses índices. Em outras palavras, se o primeiro indicou um melhor resultado, o segundo também e vice-versa. Apenas oito empresas não apresentaram resultados semelhantes para tais índices.

Confrontando-se os resultados obtidos no índice DA/RL com os no índice de RPL, constata-se que 20 empresas (80% da amostra) apresentaram resultados na mesma direção quanto a esses índices, ou seja, se o primeiro indicou um melhor resultado, o segundo também e vice-versa. Apenas cinco empresas não apresentaram resultados semelhantes para tais índices.

Confrontando-se os resultados obtidos nos índices CPV/RL, DA/RL e RPL, pode-se observar que nove empresas (50% das empresas que tiveram os três índices analisados) apresentaram resultados na mesma direção quanto a esses índices, ou seja, se um índice apresentou melhor resultado, os outros também e vice-versa. As outras nove empresas não apresentaram resultados semelhantes para os três índices. Apenas uma empresa apresentou piora em todos os índices, enquanto oito apresentaram resultados positivos em todos os índices.

CONCLUSÕES

Este artigo foi dividido em duas partes. Na primeira tratou-se do embasamento teórico, abrangendo a definição de fusões e aquisições, a principal teoria e o impasse existente entre os pesquisadores sobre a geração de sinergias versus os problemas da reestruturação organizacional, mostrando-se, assim, os objetivos da pesquisa. Relatou-se, também, a importância das fusões e aquisições para o aumento da competitividade das empresas brasileiras em ambiente de globalização.

Tabela 7

Evolução da RPL e Variação Numérica do Índice — Empresas que Apresentaram Variações Positivas

Empresa	AR %	UA %	Variação Pontos	Conceito
Estrela	-508,0	23,1	531,1	Melhorou
Kraft Lacta Suchard	-453,0	-24,0	429,0	Melhorou
Serrana	10,0	140,0	130,0	Melhorou
Cia União Seguros Gerais	-103,0	7,0	110,0	Melhorou
Cofap	-77,6	21,5	99,1	Melhorou
Celite	-69,5	10,0	79,5	Melhorou
Dixie Toga	0,7	36,3	35,6	Melhorou
Metal Leve Mahle	-4,5	21,0	25,5	Melhorou
CPC/Trikem	-7,0	14,0	21,0	Melhorou
Ciquine	-12,5	8,0	20,5	Melhorou
BBA — Creditanstalt	21,7	40,7	19,0	Melhorou
Sul América Aetna Seguros	30,5	46,0	15,5	Melhorou
Santista	-12,1	1,0	13,1	Melhorou
BFB	7,0	15,7	8,7	Melhorou
Banco Itaú	17,1	24,5	7,4	Melhorou
CST	3,7	7,9	4,1	Melhorou
Bom Preço	8,2	11,0	2,8	Melhorou
Incepa	14,5	15,3	0,8	Melhorou
Índice Médio	-63,0	23,3	86,3	Melhorou
Índice Mediano	-1,9	15,5	17,4	Melhorou
Número de Empresas: 18				
Porcentagem do Total da Amostra: 72,0				

Tabela 8

Evolução da RPL e Variação Numérica do Índice — Empresas que Apresentaram Variações Negativas

Empresa	AR %	UA %	Variação Pontos	Conceito
Inepar	18,2	-23,1	-41,3	Piorou
Arno	12,0	3,0	-9,0	Piorou
Bradesco Seguros	27,0	22,3	-4,7	Piorou
Paulista Seguros	-16,0	-18,0	-2,0	Piorou
Acesita	0,2	-10,9	-11,1	Piorou
Panex	0,0	-17,4	-17,4	Piorou
Plascar	7,5	-38,9	-46,4	Piorou
Índice Médio	7,0	-11,9	-18,9	Piorou
Índice Mediano	7,5	-17,4	-24,9	Piorou
Número de Empresas: 7				
Porcentagem do Total da Amostra: 28,0				

Tabela 9

Evolução Média do Índice de RPL de Toda a Amostra

Empresas = 25	AR %	UA %	Variação Pontos	Conceito
Índice Médio Consolidado	-43,4	13,4	56,8	Melhorou
Índice Mediano Consolidado	0,7	11,0	10,3	Melhorou

Das teorias existentes sobre os motivos da ocorrência de fusões e aquisições, a da eficiência — que trata dos ganhos de sinergias — recebeu maior destaque por parte dos pesquisadores do assunto; sendo assim, essa teoria foi a base da pesquisa prática abordada neste trabalho.

Na segunda parte deste artigo foram descritos a metodologia utilizada e os índices de sinergia e rentabilidade utilizados. A seguir foi apresentada a situação dos índices de CPV/RL, DA/RL e RPL para cada empresa pesquisada no ano da fusão ou aquisição e no último ano analisado (1999).

Das empresas analisadas, 66,7% apresentaram reduções no índice CPV/RL. Algumas reduções foram de até 24% e a média de redução foi de 4%. A redução desse índice pode ser decorrente dos seguintes fatores: diminuição dos custos dos produtos, aumento do *quantum* de vendas e aumento de preço dos produtos — tais fatores não puderam ser identificados neste trabalho.

Quanto ao índice DA/RL, 72% das empresas apresentaram resultados positivos, ou seja, a reestruturação corporativa e os ganhos decorrentes de melhor gestão e maior eficiência reduziram as despesas administrativas e gerais dessas empresas. Algumas empresas apresentaram reduções de até 65,5%. A média de redução foi de 22,4%.

A redução desse índice pode ser decorrente de fatores como corte de pessoal, diminuição do número de departamentos, diminuição de outras despesas administrativas, aumento do *quantum* de vendas sem aumento de estrutura e aumento de preço dos produtos — tais fatores não puderam ser identificados neste trabalho.

No referente ao índice de RPL, 72% das empresas apresentaram resultados melhores em 1999 (excluindo os efeitos da desvalorização cambial), sendo que o índice mediano de RPL foi de 0,7% no ano da fusão ou aquisição e de 11% em 1999.

Constatou-se que em dez empresas houve redução no índice CPV/RL e aumento no índice de RPL. Apenas uma empresa apresentou aumento nos índices CPV/RL e DA/RL e redução no índice de RPL. Vinte empresas apresentaram redução no índice DA/RL e aumento no índice de RPL. Nove das empresas que tiveram os três índices analisados apresentaram redução nos índices CPV/RL e DA/RL e aumento no índice de RPL.

Assim, conclui-se que grande parte das empresas apresentou reduções nos índices de Custo dos Produtos Vendidos e Despesas Administrativas e Gerais, com consequente aumento na Rentabilidade, comprovando a existência de sinergias nesses processos de fusões e aquisições de empresas. ♦

RESUMO

A onda de fusões e aquisições é real. Desde 1995 o Brasil ocupa o primeiro lugar na América Latina em número de operações de fusões e aquisições de empresas. Bancos, seguradoras, autopeças, siderúrgicas, empresas alimentícias, enfim, todos os setores já passaram por esses processos e os números indicam que essa onda é crescente. Neste artigo, aborda-se o tema fusões e aquisições dentro do contexto brasileiro e da globalização. Essas operações são vistas como estratégias corporativas que auxiliam as empresas nacionais na renovação do parque industrial, na obtenção de tecnologia e na capitalização. Das teorias existentes sobre os motivos da ocorrência de fusões e aquisições, a da eficiência, que trata dos ganhos de sinergias, foi a mais destacada pelos pesquisadores. Assim, essa teoria é a base da pesquisa prática deste trabalho. As pesquisas sobre os resultados desses processos não geraram conclusões uniformes: umas apontam o elevado índice de fracasso dessas operações; outras alegam que tais operações geram sinergias e rentabilidade. Neste trabalho exploratório, por meio da análise das demonstrações econômico-financeiras (antes e depois da reestruturação corporativa) de 25 empresas envolvidas em 22 processos de fusões e aquisições ocorridos entre 1995 e 1997, tenta-se responder se realmente existiram sinergias nesses processos e quais foram os seus impactos na rentabilidade das empresas.

Palavras-chave: fusões, aquisições, sinergias, impactos, rentabilidade.

ABSTRACT

The wave of mergers and acquisitions is real. Since 1995 Brazil has hold the first place in Latin America in number of enterprise mergers and acquisition operations. Banks, insurance companies, auto parts, steel companies, food enterprises, and all the sectors have gone through these processes and numbers indicate that this is a growing trend. This work describes mergers and acquisitions inside the Brazilian context and globalization. These operations are seen as corporative strategies that help national enterprises in the renovation of its industrial center, technology acquisition, and in capitalization. This work is based on the concepts of efficiency

ABSTRACT

theory and on the synergy generation, because they are the main theories about the occurrence of mergers and acquisitions processes. Researches concerning the results of these processes are too contradictory: some mention a high index of bankruptcy in these operations; others affirm that the operations create synergies and rentability to the enterprises. Thus, this exploratory work, through the Annual Report analysis (before and after the reorganization) of 25 enterprises involved in the 22 processes of mergers and acquisitions occurred between 1995 and 1997, will try to answer whether the synergies were created in these processes and the impacts resulted to the enterprise rentability.

Uniterms: mergers, acquisitions, synergies, impacts, rentability.

REFERÊNCIAS
BIBLIOGRÁFICAS

- BARRETO, A.C.P.M. & FAMÁ, R. Fusões, aquisições e joint ventures como uma solução para os problemas de competitividade de empresas brasileiras. SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO (SEMEAD) DA FEA/USP, 1. Anais... São Paulo, SEMEAD, 1996.
- FERRARI, L.F. *Aquisições, fusões e incorporações: estudo de uma solução para o desenvolvimento empresarial na era da globalização*. São Paulo, 1996. 89p. Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- GITMAN, L.J. *Princípios de administração financeira*. 7ª ed. São Paulo, Harper & Row do Brasil, 1997.
- KEY, S.L. *Guia da Ernest & Young para administração de fusões e aquisições*. São Paulo, Record, 1995.
- MATARAZZO, D.C. *Análise financeira de balanços*. 4ª ed. São Paulo, Atlas, 1997.
- MATIAS, A.B.; BARRETO, A.C.P.M.; GORGATI, R. Fusões e aquisições no Brasil atual: possibilidade de ocorrência de uma onda. SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO (SEMEAD) DA FEA/USP, 1. Anais... São Paulo, SEMEAD, 1996.
- POST, A. *Anatomy of a merger: the causes and effects of mergers and acquisitions*. New Jersey, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1994.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. *Administração financeira*. São Paulo, Atlas, 1995.
- SAMUELS, J.M. & WILKES, F.M. *Management of company finance*. 6ª ed. London, International Thomson Business, 1996.

DIRETRIZES AOS COLABORADORES

Os autores interessados podem requisitar uma cópia das Diretrizes aos Colaboradores da Rausp por carta, telefone, fax ou correio eletrônico.



por carta



por telefone



por fax



por e-mail

Secretaria Editorial
Revista de Administração
Caixa Postal 11.498
05422-970 - São Paulo - SP

(11) 3818-5922

(11) 3814-5500

rausp@edu.usp.br

A Rausp encoraja os autores interessados a requisitarem as diretrizes **antes** de enviarem seus trabalhos.

Na Internet: www.usp.br/fea/adm/rausp/p1.htm