

Criação de Valor

Stern Stewart & Co.

Fusões e aquisições: quem são, afinal, os grandes vencedores?

O recente crescimento do número de transações nos leva a pensar sobre o verdadeiro objetivo a ser alcançado por meio deste tipo de operação. As respostas padrão para este questionamento costumam ser: ganhos de escala, eliminação de concorrentes ou aumento do poder de barganha de vendas ou de compras.

Todas estas motivações são válidas, pois têm como meta melhorar o resultado operacional da companhia compradora. No entanto, são incompletas, uma vez que têm de ser contrastadas com o valor pago aos acionistas da empresa adquirida. Este valor pode ser separado em duas partes: (i) o valor intrínseco, geralmente avaliado como o valor presente dos fluxos de caixa, desconsiderando quaisquer ganhos que possam vir a ocorrer com a operação, e (ii) prêmio de aquisição, que corresponde a um valor pago em excesso ao que os fluxos de caixa da empresa adquirida demonstram.

Um mandamento básico, mas nem sempre seguido pelos compradores, é que o valor do prêmio de aquisição não pode ser superior ao valor presente das sinergias esperadas decorrentes da transação. O mercado de ações costuma reagir rapidamente aos anúncios de fusões e aquisições, ajustando a soma dos valores de mercado da empresa alvo e da compradora para uma estimativa do que será a entidade combinada. Embora na maior parte das vezes o valor das duas entidades combinadas supere o valor original das companhias, verifica-se que os grandes beneficiados são os acionistas vendedores.

Estudos demonstram que o retorno em excesso (excess return) situa-se na faixa de 15%–30% para as empresas alvo. Já para as empresas compradoras, este mesmo parâmetro é igual a zero, ou seja, toda a sinergia proveniente da transação é, em média, capturada pelos vendedores. Em muitos casos, isto está ligado aos incentivos dados aos executivos das

empresas compradoras, que em grande parte estão condicionados ao sucesso da transação, e não à geração de valor para os acionistas. Os estudos mostram ainda que transações cujo pagamento é efetuado com caixa, em geral, apresentam melhores resultados do que as transações cujo pagamento é efetuado em ações. Uma das explicações é que a dívida torna os executivos mais disciplinados no uso dos recursos para a aquisição e cria incentivos maiores para a entrega das sinergias esperadas.

A riqueza adicional percebida pelo mercado, no entanto, pode ser colocada em risco caso a velocidade e/ou o montante das sinergias esperadas seja diferente do previsto, pois o valor de mercado da nova empresa irá se ajustar às mudanças de expectativas. Para que isto não ocorra, os administradores da nova empresa terão de transformar expectativas iniciais em valor por meio da maior integração dos negócios, redução de custos, melhoria de sistemas de gestão e informação, culturas organizacionais etc.

Empresas cujas ações se desvalorizam quando anunciam uma aquisição muitas vezes acabam se tornando alvos de futuras aquisições — “bad bidders become good targets”.

Nestes casos o mercado faz um julgamento sobre o management da companhia, e chega à conclusão de que os ativos podem ter maior valor caso a gestão seja substituída por outra mais eficiente. A recente abundância de liquidez nos mercados amplifica este risco.

O verdadeiro sucesso de uma operação de fusão ou aquisição não está na sua conclusão nem na valorização inicial apontada pelo mercado, mas sim na efetiva entrega das sinergias implícitas no prêmio pago. Para minimizar situações em que a empresa paga pelas sinergias e não as vê concretizadas, é necessário que os executivos sejam cobrados pela geração de valor, via custo de oportunidade de todo o capital investido na transação.

Por Augusto Korps, vice-presidente sênior (AKorps@SternStewart.com.br), Pedro Tavares, consultor (PTavares@SternStewart.com.br) e Leonardo Florencio, consultor (LFlorencio@SternStewart.com.br)